



DE VERANDERING IS INGEZET
De stijgende rente kan een
voorbode zijn van een correctie
of zelfs een crash.

STIJGING **AMERIKAANSE RENTE** ZET DE MARKTEN OP HUN KOP

Het anker van de belegger is gelicht

De Amerikaanse rente stijgt en dat slaat beleggers uit hun lood. De vrees leeft dat we voor een obligatiecrash staan en een grote rotatie op de beurzen. *Jasper Vekeman*

“**B**uitengewoon positief”, noemde Jerome Powell zijn vooruitzichten voor de Amerikaanse economie bij de jongste Fed-vergadering.

Het optimisme van de voorzitter van de Amerikaanse centrale bank deed beleggers wereldwijd in een kramp schieten. Het resultaat waren neergaande beurzen en een minicrash op de obligatiemarkten. Op sociale media werd druk een grafiek gedeeld die toont dat de Amerikaanse rente uit de band van de afgelopen dertig jaar is gesprongen.

Als de rente blijft stijgen, betekent dat het einde van een trend die ruim dertig jaar geleden begon. Waarnemers vrezen dat de immer dalende rente één grote zeepbel heeft gemaakt van de obligatiemarkten, waar de koersen evolueren in spiegelbeeld van de rente. De

stijging tot boven 3 procent kan een symbool zijn, dat maakt dat de zenuwachtigheid begint toe te nemen. Het kan ook het begin zijn van een stevige correctie of zelfs een crash.

Een stijging van de Amerikaanse rente heeft gevolgen voor alle markten. De opvallendste slachtoffers vorige week waren de technologie-aandelen, een select kransje bedrijven met onder meer Facebook en Google, die de voorbije jaren de belangrijkste motor van de beurzen vormden. “De lage rente heeft ertoe geleid dat te veel kapitaal naar technologie-aandelen stroomde”, zegt Cole Smead, lid van het investeringscomité van Smead Capital Management. Dat beheert een Amerikaans aandelenfonds dat in het dakfonds van de Belgische vermogensadviseur Truncus zit. Smead denkt dat de technogiemanie op haar

einde loopt. “Zodra de Amerikaanse rente de 3 procent gepasseerd was, zagen we onmiddellijk dat de aandelen die Wall Street tot dan had aanbeden, het moeilijk begonnen te krijgen.”

Het is gebeurd

Beleggers waren er tot begin deze maand van overtuigd dat het zo’n vaart niet zou lopen met het Amerikaanse rentebeleid. Verschillende groeielanden zaten in de problemen, omdat de dollar en de rentes gestegen zijn. Dat bracht onzekerheid. En door de handelsspanningen tussen de Verenigde Staten en China leefde de verwachting dat de Federal Reserve geen haast zou maken met zijn monetaire verstrakking. Dat is niet de indruk die Powell gaf, toen hij verduidelijkte dat hij enkel naar de Amerikaanse economie zou kijken en ➔

“De lage rente heeft ertoe geleid dat te veel kapitaal naar technologie-aandelen stroomde” - COLE SMEAD, SMEAD CAPITAL MANAGEMENT

➤ dat hij meende dat de “huidige expansie nog een tijd kan doorgaan”.

Volgens Smead begint bij de markt langzaam door te sijpelen dat de zo gevreesde rentestijging is ingezet. “Veel beleggers lijken het maar niet te kunnen geloven. Nochtans zegt J.P. Morgan-topman Jamie Dimon al een half jaar dat we richting 4 à 5 procent gaan. Nu schrikken de beleggers omdat het inderdaad aan het gebeuren is.”

Opvallend is dat de markt de centrale bankiers nog altijd niet op hun woord wil geloven. “Volgend jaar worden maar twee renteverhogingen verwacht, terwijl de Fed zegt dat er drie zullen komen”, aldus Charles Zerah, fondsbeheerder bij de Franse vermogensbeheerder Carmignac. De obligatiespecialist ziet in die verschillende toekomstvisies een opwaarts risico voor de rente.

Volgens Zerah komt de hogere Amerikaanse rente niet uit de lucht vallen. “Die trend is al twee jaar bezig. Het was lang een heel geleidelijke stijging. Nu zien we een versnelling.” Dat is volgens de fondsbeheerder niet zo verrassend: “Die versnelling is het gevolg van de bevestiging van de sterkte van de Amerikaanse economie. Ze is ook gerechtvaardigd, gezien de twijfel over de groeilanden, de onzekerheid over de eurozone en de vraagtekens bij China.”

Hoe moet het nu verder? “Het grote risico is de aantrekkende inflatie”, zegt Zerah. Hij wijst erop dat de jongste

data wijzen op een stijging van de looninflatie. Stijgende lonen zijn een voorbode van hogere prijzen en dus van inflatie. “De nominale groei in de Verenigde Staten bedraagt 6 procent en toch staat de rente maar op 3,2 procent. Dat plaatje klopt niet helemaal. De Amerikaanse rente kan naar 4 procent”, klinkt het.

Onmogelijke groei

De minicrash op de obligatiemarkten valt dus niet los te zien van de ontwikkelingen in de Amerikaanse economie. De werkloosheid is tot onder 4 procent gedaald, het laagste peil sinds 1969. Ook de reële groei is met 4,2 procent verrassend hoog. “Niemand dacht dat zulke groeicijfers nog mogelijk waren, maar we staan op het punt een tijd met lage groei achter ons te laten en een volgend tijdperk te betreden”, zegt Smead. Hij gelooft dat we voor een periode van sterkere groei staan, omdat een generatie van kapitaalkrachtige *millennials* op het punt staat haar schouders onder de economie te zetten.

Niet iedereen is even overtuigd van de duurzaamheid van de Amerikaanse groei. Met Donald Trump als president is de Amerikaanse economie een versnelling hoger geschakeld, maar economen vrezen dat dat louter te danken is aan de stevige dopingkuur van meer overheidsuitgaven en een drastische belastingverlaging. De vraag is dus hoe

snel de economie nog zal draaien nadat de doping is uitgewerkt. “Er is wat onzekerheid over hoe sterk de economie volgend jaar nog zal zijn”, zegt Zerah. “Maar door de belastingverlaging zijn bedrijven meer beginnen te investeren en de overheidsstimulus verdwijnt pas vanaf 2020.”

De verwachting is wel dat de handelsspanningen kunnen wegen. Al is de impact van de handelsoorlog met China niet van dien aard om de Amerikaanse economie volledig uit koers te slaan. “De lonen zullen stijgen, want er komt druk op de prijzen”, denkt Smead. “Dat zal de obligatiemarkt nog meer onder druk zetten. Het handelsconflict zal zo vooral de onrust over de stijging van de rente nog versterken.”

De grote vraag is hoe de Federal Reserve zal reageren als de inflatie inderdaad plots versnelt. De vorige voorzitter, Janet Yellen, had aangegeven dat ze de inflatie misschien even zou laten stijgen zonder in te grijpen. Ze maakte de vergelijking met een snelkookpan, waar ook druk op de ketel wordt gezet om het eten sneller klaar te maken. Net zo wilde ze de economie even laten oververhitten om de schade van de crisis definitief te boven te komen. De vraag is of haar opvolger ook van plan is niet meteen op de rem te staan.

Anker van de markt

Renteverhogingen zijn bedoeld om de economie af te koelen, maar vooral de markten dreigen in de diepvries te belanden. De Amerikaanse rente is als vergoeding van de meest liquide en veilige belegging ter wereld, het anker dat alle markten richting geeft. De rentestijging maakt de dollar aantrekkelijker, waardoor de euro is verzwakt. Door de Italiaanse zorgen in de eurozone is de Duitse rente opnieuw wat gezakt, maar de verwachting is dat ook de Europese rentes hoger gaan in het kielzog van de Amerikaanse rente. “Ik geloof nooit dat de Amerikaanse rente tot 4 procent kan stijgen zonder dat zoiets invloed heeft

JEROME POWELL

Het optimisme bij de voorzitter van de Amerikaanse centrale bank deed beleggers wereldwijd in een kramp schieten.



op de Europese rentes”, zegt Smead.

De hogere Amerikaanse rente zet de markten ook op hun kop, omdat er weer een alternatief is voor risicovolle beleggingen. Zerah nuanceert: “Voor Europese beleggers is er nog altijd geen echt alternatief. Door de kosten om het muntrisiko in te dekken, houden ze nog weinig over van het rendement op Amerikaans papier.” Hij verwacht ook geen stormloop op Amerikaans staatspapier met een rente 3,2 procent, “want beleggers weten dat de Fed de rente verder zal verhogen”.

De rentebewegingen op de Amerikaanse obligatiemarkt inschatten, is aartsmoelijk. Enerzijds krimpt de vraag naar *Treasuries*, want de Fed bouwt zijn balans maandelijks tot 50 miljard dollar af. Anderzijds neemt het aanbod toe, omdat Washington grote tekorten boekt. Het resultaat van die tegengestelde bewegingen is moeilijk in te schatten. “Voor de obligatiebelegger zijn dat geen gemakkelijke vooruitzichten. Zeker niet in Europa, waar de negatieve rente beleggers nog altijd verplicht tot risico’s”, besluit Zerah, die in zijn obligatieportefeuille vooral inspeelt op een stijging van de rente.

Blind varen

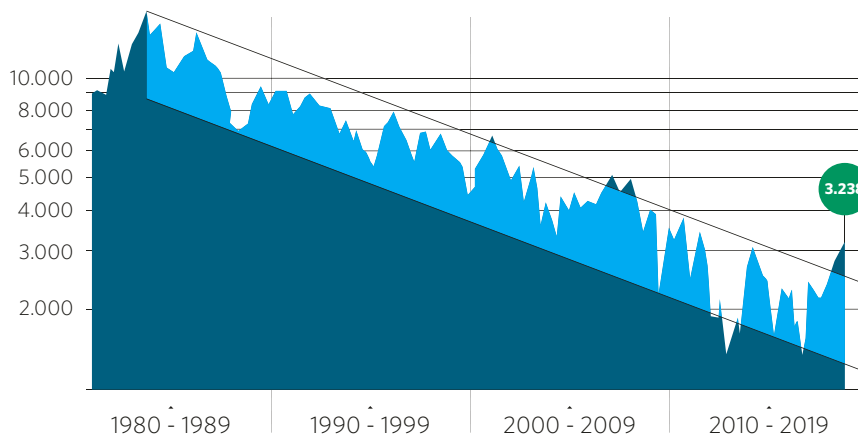
Ook voor de aandelenbelegger is het blind varen. De sterke economie is natuurlijk goed nieuws. De meeste analisten hebben hun winstverwachtingen voor de komende jaren naar boven bijgesteld, al zullen hogere rentekosten aan die winst knagen. “We hebben 4 procent groei en de belastingen zijn lager dan ze in decennia geweest zijn, en toch staan de beurzen onder druk”, merkt Smead op. “Wat goed is voor de economie, is niet noodzakelijk goed voor de markten. De sterke van de economie maakt dat kapitaal sneller dan verwacht duurder wordt en dat leidt tot spanning in de markten”

Belangrijker nog dan de financiële impact voor bedrijven is daarom wat de rente doet met het beleggerssentiment. De klap voor de technologie-aandelen getuigt dat het sentiment mogelijk aan het keren is. Daar zijn een pak redenen voor te verzinnen: na een jarenlange rally vinden beleggers de tijd rijp om winst te nemen, door de hogere rente

DE AMERIKAANSE RENTE SPRINGT UIT DE BAND

Bron: Bloomberg

De Amerikaanse tienjaarsrente sinds 1980



“Het grote risico is de aantrekkende inflatie”

CHARLES ZERAH, CARMIGNAC



STIJGENDE LONEN

Eenvoorbode van hogere prijzen en dus inflatie.

op ‘veilig’ papier neemt de risicoappetijt af, en in verhouding tot de hogere rente worden de toekomstige winsten minder waard.

Wat de belegger zich ook in het hoofd haalt, het lijkt erop dat een verandering is ingezet. Smead zweert bij waarde-aandelen, aandelen die ondergewaardeerd zijn door de markt. De grootste posities in zijn fonds zijn Dis-

covery, Amgen en American Express. Terwijl groeiaandelen zoals de techreuzen het goed deden in tijden van lage rente, doen waarde-aandelen het doorgaans beter bij stijgende rentes. “Als je aandelen goedkoop genoeg koopt, hoef je niet ongerust te zijn dat de komende jaren een moeilijke markt wacht omdat beleggers in het algemeen minder in aandelen geïnteresseerd zullen zijn.” ©