

Inflatie en rente

Door *Jules Stevens*, Senior Portfolio Manager



Jules Stevens
Senior Portfolio Manager
Foto: Cassandre Sturbois

Het inflatieniveau bepaalt in economieën die een sterk muntbeleid voeren in grote mate het niveau van de beleidsrente van de centrale bank¹, dus het renteniveau op korte termijn. De rente op lange termijn wordt bepaald door de inflatieverwachtingen op langere termijn. Het eerste is dus een quasi mathematische één op één redenering, het tweede is een inschatting. Maar het inflatieniveau op lange termijn vloeit uiteraard wel voort uit het inflatieniveau op korte termijn.

We hebben u in onze vorige nieuwsbrief uitgelegd waarom te hoge inflatie een desastreuus fenomeen is voor een duurzame ontwikkeling van onze economische groei en welvaart.

De rentecurve van de VS (grafiek 1) geeft een renteniveau van 3,537% op 10 jaar, en dat stemt overeen met een genormaliseerde inflatieverwachting op LT van +/- 2%, het streefdoel van de Amerikaanse centrale bank, de Fed. De Fed heeft nu 9 renteverhogingen (op korte termijn) achter de rug en het schip is aan het keren. De inflatie is afgenomen van 9,1% naar 5,0% (grafiek 2).

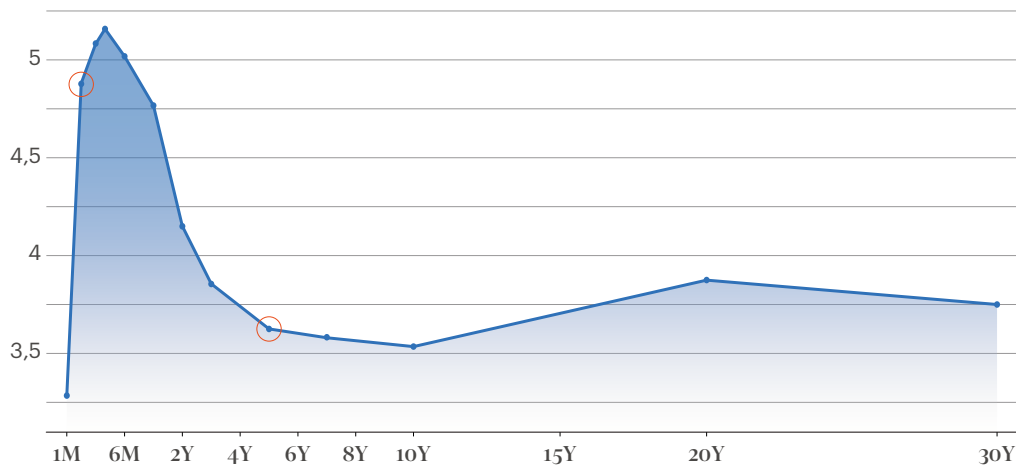
In se is inflatie een positief gegeven: de vraag overstijgt het aanbod en dat leidt tot tekorten en dus prijsverhogingen. Zowel van materiële productiefactoren als computerchips, voedsel, energie enz. als van arbeid als van kapitaal. Aan het tekort van die eerste productiefactor valt meestal wel te verhelpen na verloop van enige kwartalen door het opdrijven van de productie en dus een verhoging van het aanbod. Maar aan die tweede factor, arbeid, niet. De enige manier om een oververhitte arbeidsmarkt af te koelen is de vraag verminderen; het aanbod verhogen lukt immers niet in de loop van een paar kwartalen.

De enige manier om een oververhitte arbeidsmarkt af te koelen is de vraag verminderen

¹ De tweede beleidsbepalende factor is de economische conjunctuur.

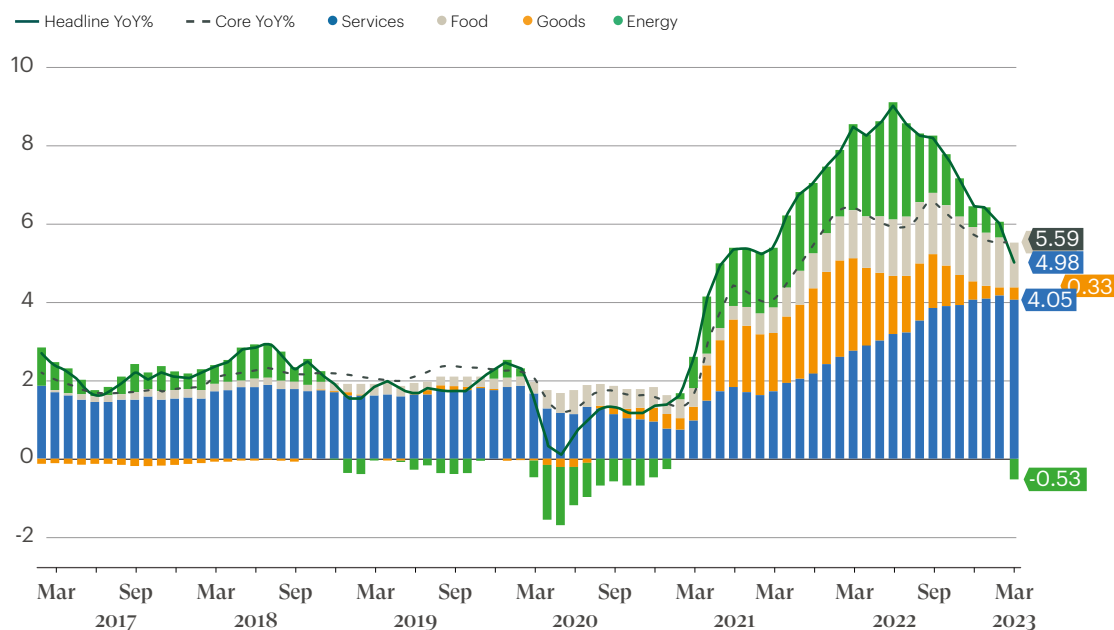
Grafiek 1: Rentecurve VS

Bron: Bloomberg 24/4/2023



Grafiek 2: Inflatie VS

Bron: Bloomberg 24/4/2023



Vandaar het belang van de derde productiefactor, kapitaal. Door de rente te verhogen maakt de centrale bank de kost van kapitaal duurder en remt daarmee de conjunctuur af. Het blijft dan natuurlijk de vraag hoeveel die beleidsrente dient verhoogd te worden, vooraleer het gewenste effect intreedt, en ook niet meer dan dat.

Het gewenste effect is een normalisering van de inflatie naar 2% bij een positieve conjunctuur ('soft landing'). Mocht die inflatiedaling gepaard gaan met een recessie spreken we van een 'hard landing'. Mogelijks wordt het beoogde doel ook bereikt met een lichte recessie. **Voorlopig wijzen de cijfers nog op een 'soft landing'.**



Bankencrisis in de VS: BTFP en restrictief effect van een renteverhoging zonder renteverhoging.

Een goed functionerende financiële sector is cruciaal voor economische groei. Zowel consumenten als bedrijven zijn afhankelijk van krediet, sommigen wat meer dan anderen. Consumenten hoofdzakelijk voor de aankoop van hun gezinswoning, bedrijven voor de externe financiering van hun investeringen. Economische actoren kunnen die activa ook financieren met eigen vermogen maar dan gaan de zaken een heel pak trager vooruit. Als je eerst 500.000 EUR moet gespaard hebben vooraleer je je gezinswoning kan aanschaffen, is meestal meer dan de helft van je leven voorbij én heb je een klein fortuin aan huur verkwist. En wat de bedrijven betreft: zonder banken noch krediet noch internationale handel. We zouden nu nog in de donkere middeleeuwen leven.

Maar **elke bank is een hefboomconstructie**. Het eigen vermogen van BNP Paribas bedraagt 125 miljard op een balanstotaal van 2.500 miljard EUR, dat geeft dus een directe solvabiliteitsratio van 5% of een factor van 20 EUR vreemd vermogen per EUR eigen vermogen. Mochten de activa van BNP Paribas zelfs maar 5% minder waard blijken dan de boekwaarde, dan valt het eigen vermogen op nul. BNP Paribas houdt meer dan 1.200 miljard EUR aan klantendeposito's aan. Die zijn onmiddellijk opvraagbaar. Het is dus kritiek voor BNP Paribas dat het die massa aan werkmiddelen kan blijven aanhouden om haar activa te financieren en te blijven aanhouden. Mochten die activa ook op korte termijn verzilverbaar zijn, stelt zich geen probleem, maar daar heerst dikwijls een 'mismatch': de activa zijn meestal geïnvesteerd op middellange of lange termijn.



Foto: ©Noah Berger - Getty Images

Een conservatiever activa/passiva beleid in de Amerikaanse banksector zal leiden tot een minder gulle kredietverlening, zodat we het restrictief effect van een renteverhoging bekomen zonder renteverhoging.

In de VS heeft Silicon Valley Bank (SVB) die 'mismatch' te sterk gespeeld, zonder over stabiele klantendeposito's te beschikken. Het leverde dikke winst op op korte termijn, maar toen klanten wat meer dan gewoonlijk deposito's opvroegen, diende SVB haar beleggingen in langlopende staatsobligaties te gelde te maken. Door de sterke stijging van de rente waren die obligaties sterk in waarde gedaald en diende SVB een zwaar verlies te boeken. Je mag gerust rekenen met waardedalingen van 30%. Er waren -begrijpelijkerwijze- geen privéaandeelhouders te vinden om dat verlies te dekken met vers kapitaal, dus heeft de overheid die portefeuille aan obligaties overgenomen aan nominale waarde en alle depositohouders vergoed. De factuur aan de Amerikaanse financiële sector zal nog wel volgen: meer regelgeving, hogere bijdragen van de banken voor de depositogarantie.

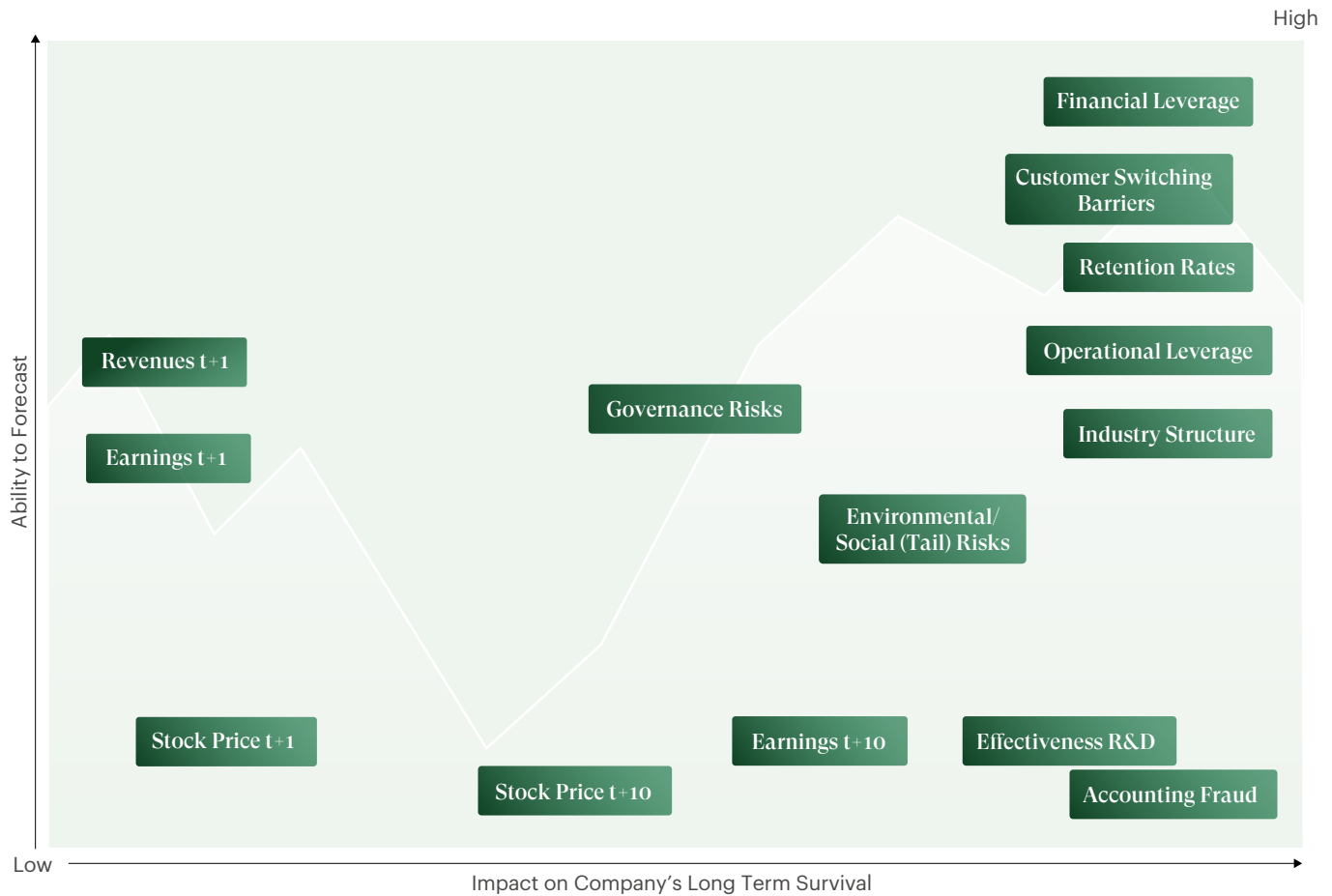
SVB is het meest extreme geval dat tot

56% van zijn passiva in obligaties had belegd. Maar tal van andere banken hebben dezelfde kaart getrokken. Ze hebben allemaal hetzelfde probleem. Zolang die deposito's stabiel aanwezig blijven, kan de bank de 'mismatch' uitzitten. Na de déconfiture van SVB, Signature Bank, First Republic Bank, Silvergate bank en het Zwitserse Credit Suisse in maart 2023 is de storm bekoeld. De Fed heeft juist en snel gehandeld door het **Bank Term Funding Program** (BTFP) op te zetten: het laat banken toe om hun portefeuille aan Amerikaanse staatsobligaties aan nominale waarde (en dus niet de veel lagere marktwaarde) te belenen bij de Fed in ruil voor onmiddellijke liquiditeiten. De druk is daarmee van de ketel.

Ondertussen zal een conservatiever activa/passiva beleid in de Amerikaanse banksector leiden tot een minder gulle kredietverlening, zodat we het restrictief effect van een renteverhoging bekomen zonder renteverhoging.

Grafiek 3: Impact on Company's Long Term Survival

Bron: Hidden Monopolies



Beleggingsproces SDM: "We say what we do – we do what we say".

Het beleggingsproces van SDM is in eerdere edities van Le Point al uitgelegd. Kort samengevat komt het erop neer dat wij beleggen in bedrijven die (1) participeren in een bovengemiddelde groeitrend en die (2) over een concurrentieel voordeel beschikken.

Wij besteden relatief meer werk aan de analyse van deze twee factoren, dan aan het gedetailleerde kwantitatief gedeelte waarin we kwartaalresultaten analyseren. Dat laatste is ook belangrijk, om een juiste appreciatie van het eerste mogelijk te maken. Elk verlies aan concurrentieel voordeel begint immers met een eerste slecht kwartaalresultaat, en dan een tweede enz.

Maar op lange termijn primeert het eerste – eerder kwalitatief- gedeelte van de analyse. Dat inzicht delen we met Hidden Monopolies die het in bovenstaande grafiek treffelijk voorstelt.

Alhoewel we maar matig in staat zijn om voorspellingen te maken over de omzet- en nettowinst-ontwikkeling op korte termijn, wordt daar bovenmatig veel aandacht aan besteed in de kwartaalrapportering van de bedrijven. De impact daarvan op het lange termijn succes van het bedrijf is bovendien laag. Het is dus een tamelijk futiele oefening.

Veel prominenter is de impact van de schuldgraad, het concurrentieel voordeel, de productiviteit van de organisatie. En die factoren zijn dan nog tamelijk goed te voorspellen ook. Dat is dus waar we bij SDM op focussen. Terry Smith indachtig: "There are two kinds of investors: Those who do not predict the short term and those who don't know they cannot predict the short term". SDM behoort tot de eerste categorie. "We say what we do, and we do what we say" en daarom focussen wij op hetgeen relevant is en wat we ook met enige betrouwbaarheid kunnen voorspellen. •



There are two kinds of investors: Those who do not predict the short term and those who don't know they cannot predict the short term"

— Terry Smith



SECURITIES
DE MUNTER

LUXEMBURG
120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1
Fax (+352) 26440143

BELGIË
Franklin Rooseveltlaan 142
B-1050 Brussel
Tel (+32) 2 230 32 27
Fax (+32) 2 646 69 31

BTW LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER
Copyright © 2023 Securities De Munter.
Alle rechten voorbehouden.

Disclaimer. Dit magazine is een publicatie van Securities De Munter, gereguleerd door het CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) in het Groothertogdom Luxemburg. Deze uitgave mag niet worden gezien als een beleggingsvoorstel. Dit is een informatief document dat de vennootschap in geen geval bindt. De vennootschap Securities De Munter garandeert niet dat de financiële instrumenten die in dit document gebruikt worden geschikt zijn voor u. Alle financiële transacties die u verricht, rekening houdend met de financiële informatie in deze brochure, worden uitgevoerd met uw volle verantwoordelijkheid. Beleggen in bepaalde financiële instrumenten (zoals aandelen) kan een aantal grote risico's met zich meebrengen. Vóór de uitvoering van alle transacties moet de belegger over een kennis- en ervaringsniveau beschikken dat nodig is om de risico's verbonden aan het gebruik van bepaalde financiële instrumenten te begrijpen. In sommige gevallen kunnen deze risico's leiden tot een tijdelijke vermindering of zelfs verlies van een deel of het geheel van het belegde kapitaal. Medewerkers van Securities De Munter kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gereïtiseerd in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden. De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden. Securities De Munter kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Securities De Munter. Deze publicatie is onderworpen aan het Luxemburgs recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Luxemburgse rechtbanken.