

## Flinke turbulentie, maar een aantal schokdempers zijn nog intact



« Inmiddels hebben de meesten van ons de pijnlijke prijsstijgingen in levenden lijve ervaren. De centrale banken staan in toenemende mate onder druk om te voorkomen dat de inflatie zich in de verwachtingen verankert en de angst zichzelf bewaarheid. Hoewel het inflatiecijfer oploopt (deze trend werd al lang voor het conflict in Oekraïne ingezet) en de rente stijgt, heeft dit vooralsnog nauwelijks consequenties voor de winstmarges in het bedrijfsleven. Analisten verwachten momenteel dat het huidige resultaatseizoen over het eerste kwartaal het zwakste seizoen van heel 2022 wordt, terwijl de cijfers aan beide zijden van de Atlantische Oceaan tot nog toe boven de verwachtingen lagen. »

**Lars Naur Mogeltoft** *Head of Equity Strategy*

Veel economen voorspelden dat 2022 in het teken zou staan van forse economische groei. Verstoringen in de toeleveringsketens zouden verholpen worden, waardoor bedrijven alle handen vrij zouden krijgen om volledig te voldoen aan de uitgestelde vraag onder consumenten, die ongebruikelijk veel hadden gespaard. Alleen al bij het vooruitzicht hierop begonnen de markten te waterlanden en schoten de koersen de hoogte in. Dankzij eerdere en lopende steunmaatregelen is er liquiditeit in overvloed, waardoor beleggers zich en masse op uiteenlopende activa stortten (denk aan meme-aandelen, NFT's en SPAC's). Op het recente Met Gala in New York werd hier overduidelijk op ingespeeld: Gilded Glamour – een hommage aan de periode vol weelde, industrialisatie en groei tussen 1870 en 1890.

Hoewel de marges in het bedrijfsleven nog steeds op algemene welvaart wijzen, hangen er donkere wolken boven de uitgelaten groeistemming: inflatie. Inmiddels heeft het vertrouwen onder consumenten al een duikvlucht ingezet en beginnen huishoudens de hand op de knip te houden. Het Met Gala wordt dan ook flink bekritiseerd om zijn thema: de organisator wordt beschuldigd van onverschilligheid voor de schrikbarende stijging van de inflatie waar huishoudens mee geconfronteerd worden.

De portiers (centrale banken) gingen ervan uit dat de inflatie na een tijdje weer de hiel zou lichten, maar ze blijkt niet zomaar te vertrekken, en nu proberen de

centrale banken de geldontwaarding met harde hand te bestrijden. Dat geldt zeker voor de VS, waar de inflatie nu ook in structurele domeinen van de economie speelt, zoals huisvesting en lonen, wat nog versterkt wordt door een uitzonderlijk sterke arbeidsmarkt – in maart stond er een recordaantal van 11,5 miljoen vacatures open: twee vacatures voor iedere werkloze. Een interventie van de centrale bank is daardoor nog dringender. De Fed stapt over van 25 naar 50 bp. Na de vergadering van maart kondigde de Fed een verhoging van 25 bp aan, maar in mei werd de rente met 50 bp verhoogd, gevolgd door het nieuws dat er meer renteverhogingen van dat formaat "op de agenda" zouden staan bij de volgende twee vergaderingen. Op de markten wordt ervan uitgegaan dat de federal funds rate tegen het einde van het jaar op zo'n 2,8% ligt.

In Europa worstelt de ECB met "een ander beest", in de woorden van Lagarde zelf, aangezien ongeveer 50% van de gehele inflatie te herleiden is naar de gestegen energieprijzen (waar de centrale bank weinig invloed op heeft). Gezien het aanzienlijke belang van Rusland voor de Europese energievoorraad is er op korte termijn waarschijnlijk geen einde aan de tekorten te verwachten. Hoewel de inflatie zeker nog wat wind in de zeilen heeft, zijn de eerste tekenen van een piek al zichtbaar. De ECB stelt zich daarom voorzichtiger op en bevestigde de obligatie-aankoop in het derde kwartaal helemaal afgewikkeld te hebben en "enige tijd daarna" de rente

meerdere keren te verhogen, om het jaar af te kunnen sluiten met een depositorente van nul of zelfs hoger. De markten hebben tot eind 2023 bijna negen renteverhogingen ingeprijsd (tot 1,5%). Er wordt dus rekening mee gehouden dat de bank vrij ingrijpend gaat optreden. In onze ogen extrapoleert de markt in principe het gevoel van urgentie van de Fed naar andere centrale banken.

In de nabije toekomst naderen we mogelijk de piek van het agressieve inprijken van een streng monetair beleid en centrale banken van ontwikkelde landen gaan hun aandacht waarschijnlijk steeds meer op binnenlandse factoren richten, waardoor de normalisering van het beleid overal anders zal verlopen.

De doorslaggevende vraag is of centrale banken een einde aan de inflatie kunnen maken (of ze in elk geval weten te bedaren) zonder het feestje helemaal stop te zetten (door het beleid zo agressief te verkrappen dat de groei stopt).

### Gevolgen voor de financiële markten

De taak waar centrale banken zich toe geroepen zien, maakt de situatie op de financiële markten alleen maar gecompliceerder. Al decennialang gedijen de markten uitstekend bij een en dezelfde gok: dat de Fed bij verslechterende financiële voorwaarden in de bres springt en de activa koersen stut door de rente te verlagen en

obligaties aan te kopen. Voor beleggers heeft het credo 'koop laag' zich dus in feite altijd uitbetaald. Het is een bescheiden lichtpuntje voor 2022 dat deze zogenaamde 'Fed-put' tot op zekere hoogte mogelijk vervangen kan worden door een 'CFO-put'. Met andere woorden, bedrijven met royale cashreserves hebben de inkoop van eigen aandelen en dividenduitkeringen op de agenda gezet, wat de waarderingen hoger kan stuwen op een moment dat de steun vanuit centrale banken juist wegeeft.

Zoals uit het lopende resultaatseizoen blijkt, blijven de bedrijfswinsten solide. Vooralsnog zijn ze nauwelijks geraakt door de stijgende rente en de oplopende inflatie: bedrijven geven blijf van een aanzienlijk prijszettingvermogen. Analisten voorspellen dat het huidige resultaatseizoen het zwakste seizoen van het hele jaar wordt en dat de cijfers daarna weer omhooggaan, waardoor de marges in het derde kwartaal weer een recordhoogte kunnen bereiken. Hoewel er veelvuldig van uit wordt gegaan dat de inflatie ergens tegen het midden van het jaar piekt, is dit mogelijk wat te optimistisch (zeker met een aanhoudend gewapend conflict voor de deur van Europa) en we sluiten een aantal neerwaartse bijstellingen niet uit. Aandelenmarkten kunnen echter prima blijven presteren zolang er geen sprake is van een winstrecessie – waar we in ons basisscenario ook van uitgaan.

Hoewel de risico's voor de groei toenemen, zien we nog steeds ruimte voor een stijging van de markt in de komende twaalf maanden en blijven we dan ook bij onze overwogen aandelenpositie. In dit segment hebben we niets aan onze allocatie veranderd: we geloven nog steeds dat de VS de regio met de beste vooruitzichten is. Qua sectoren blijven we blootgesteld aan energie en materialen, die het goed kunnen doen in de laatste fase van de cyclus. Naarmate de cyclus voortschrijdt, is de kans groot dat defensieve sectoren uitstekend presteren, en daar hebben we ons al op ingesteld via posities in gezondheidszorg en Europese nutsbedrijven. We handhaven onze overweging in Amerikaanse financiële instellingen – de Fed staat op het punt zich op de inflatie te storten en

daarmee loopt het tijdperk van extreem lage rente, waar de bankbalansen jarenlang onder hebben geleden, eindelijk op zijn einde. We hebben onze overwogen positie in IT ongemoeid gelaten: hoewel de oplopende rente zwaar woog op de sector, geloven we dat de meeste renteverhogingen inmiddels wel zijn ingeprijsd. Doorsnee genomen bestaat de IT-sector uit kwaliteitsbedrijven met een sterke cashflow, solide winstgroei en een gezonde balans.

De obligatiemarkt wordt momenteel overspoeld door de ergste verkoopgolf in ruim dertig jaar: dat is rechtstreeks terug te voeren op de inflatiecijfers die telkens hoger uitvallen dan verwacht en de vrees voor een vervroegde en versnelde normalisering van het monetair beleid. Toen de rente omhoog schoot en de kredietspreads verruimden, was de buffer van de couponrente flinterdun of zelfs totaal afwezig doordat de obligatierente zo extreem laag lag. Voor obligatiebeleggers die zich op de eurozone richten, leidde dit tot een bijzondere situatie waarin 'veiliger' staatsobligaties slechter presteerden dan investmentgrade-obligaties, die het op hun beurt minder goed deden dan highyield-obligaties. Bovendien werden de obligatiemarkten op exact hetzelfde moment als de aandelenmarkten getroffen door een verkoopgolf, wat zelden of nooit voorkomt. Daardoor konden zelfs gediversifieerde portefeuilles de klap niet elders compenseren.

De neergang is erg pijnlijk, daar kunnen we niet omheen, maar dat neemt niet weg dat er hoop aan de horizon gloort: obligatiebeleggers kunnen zich eindelijk op een beter beleggingsrendement voorbereiden, aangezien de dagen van bedrijfsobligaties met negatieve rente (voorlopig) geteld zijn. Als we het highyield-segment in EUR als voorbeeld nemen, zien we een gemiddelde obligatierente van 2,1%, terwijl dat begin dit jaar nog op een magere 0,5% lag.

We handhaven onze overweging in highyield- en investmentgrade-obligaties. Het Committee heeft de laatstgenoemde positie uitgebouwd en de positie in bedrijfsobligaties uit opkomende markten daarbij omgeruild voor

Amerikaanse vastrentende investmentgrade-obligaties met een korte looptijd. Opkomende markten ervaren de gevolgen van het conflict in Oekraïne hoofdzakelijk door gestegen prijzen voor zowel harde als zachte grondstoffen, en als de reële rente in de VS oploopt en de Fed op de rem trapt, is dat doorgaans nadelig voor schuldpapier uit opkomende markten. Dankzij onze verschuiving naar Amerikaanse vastrentende investmentgrade-obligaties met een korte looptijd, kunnen we de potentiële volatiliteit beperken en het rendement aantrekkelijk houden (momenteel circa 3,3%). Dit segment profiteert opnieuw van het feit dat de meeste beleidstappen van de centrale banken al in de koersen zijn verwerkt. Moody's laat zich daarover als volgt uit: "Een geleidelijke renteverhoging verhoogt de kosten van leenvermogen voor het bedrijfsleven, maar behoudens extra economische schokken heeft dit niet per se negatieve gevolgen voor de fundamentals van de kredietmarkten".

De hoge inflatiecijfers en de beleidsverkrapping van de Fed zorgen er waarschijnlijk voor dat de vraag naar goudbeleggingen op middellange termijn terugloopt. Desondanks blijft goud een aantrekkelijk middel voor diversificatie en waardeopslag.

## Conclusie

De onzichtbare hand van de centrale banken trekt zich terug terwijl de inflatie nog steeds bijzonder hoog is. We zullen ons dus moeten voorbereiden op meer turbulentie en waarschijnlijk zal het rendement nóg meer teleurstellen. Maar de solide vraag, de gezonde balans van zowel consumenten als bedrijven en de groeiende winsten zullen soelaas bieden. In turbulente tijden moeten we bovendien niet de oude marktwijsheid vergeten: vermogensgroei op lange termijn hangt meer af van beleggingsduur dan van timing. Zelfs het geduld van engelen zal door de huidige markt op de proef worden gesteld. Maar zoals we in een eerder artikel schreven, zijn contenten niet de oplossing: daarmee verliest u gegarandeerd koopkracht, zonder enige kans op waardestijging.

## Aandelenstrategie

28/04/2022

Wereldwijde allocatie	-	N	+	Aandelen	-	N	+	Obligaties	-	N	+
Aandelen			▼	VS			▼	Staatsobligaties – ontwikkelde landen	▼		
Obligaties	▼			Europa	▼			Obligaties – opkomende markten	▼		▼
Goud		▼		China		▼		Bedrijfsobligaties – IG		▼	▲
Olie		▼		Japan		▼		Bedrijfsobligaties – HR		▼	
USD		▼	▲	Opkomende markten buiten China	▼						

**Positie:** Geeft aan of we terughoudend (-), neutraal (N) of positief tegenover de activaklasse staan (+).

**Verandering:** Geeft aan hoe onze blootstelling is veranderd sinds het assetallocatiecomité vorige maand samenkwam: positief, negatief of neutraal.