

2023, een jaar in het teken van recessie, inflatie en volatiliteit

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Veel beleggingsexperts zijn het erover eens dat er een recessie aankomt. Dat werd bevestigd tijdens het door Financial Investigator georganiseerde seminar 'How to position your portfolio for 2023 and beyond'. De vraag is alleen hoe ernstig die recessie wordt. Dat, samen met het feit dat inflatie en volatiliteit sterke invloed hebben op de financiële markten, heeft gevolgen voor de samenstelling van beleggingsportefeuilles.

Hoe beleggers hun portefeuilles volgend jaar en daarna kunnen inrichten, is de centrale vraag van de paneldiscussie ter afsluiting van het seminar. Als eerste wil dagvoorzitter Harry Geels van de deelnemers weten wat hun visie op de huidige macro-economische situatie is. Roelof Salomons, Professor Investment Theory and Asset Management aan de Universiteit van Groningen, zegt onomwonden dat hij daar 'schizofreen' tegenover staat, wat zoveel wil zeggen als 'gespleten'. 'Op de korte termijn is het overduidelijk dat we met een recessie te maken krijgen. Nadat de inflatie jarenlang onderschat is, denk ik dat die voor de komende twee jaar wordt overschat. Dat wil zeggen dat de huidige inflatie weer gaat dalen. Daarna zit ik een beetje gevangen, omdat ik denk dat de langetermijnvisie op de wereld is veranderd: de overheid is terug en op de financiële markten zijn inflatie en volatiliteit terug. Dat zet een domper op de waarden van de meeste asset classes en betekent waarschijnlijk dat de inflatie weer op gaat spelen en dat de reële rente en de obligatierente hoger moeten worden. De vooruitzichten voor de korte en lange termijn zijn dus nogal verschillend.'

De onvermijdelijke recessie

Steven Oh, Global Head of Credit and Fixed Income bij PineBridge Investments, is het ermee eens dat de tijdschikhorizon bij het denken over macro-economische vooruitzichten een belangrijke rol speelt. 'Ik denk dat iedereen het erover eens is dat er een recessie komt, het gaat er alleen om hoe

ernstig die wordt. Wat mij betreft is het duidelijk dat zowel de Fed als de ECB in hun rentebeleid te ver zijn doorgeschoten. Ik denk wel dat het destructiever is als de ECB de beleidsrente naar boven de 2% verhoogt dan als de Fed naar 4,5% gaat. De gevolgen daarvan zullen echt doorwerken in de economie en een recessie veroorzaken zonder een sterke fiscale reactie.'

Dagvoorzitter Geels wil weten welke economische of beleggingsfactoren volgend jaar in de gaten moeten worden gehouden. Bob Homan, Chief Investment Officer van het ING Investment Office, is van mening dat dit soort factoren, als altijd, aandacht verdienen. 'Ik denk dat de recessie vrij mild zal uitpakken, want dit jaar is al het slechte al tot ons gekomen, waardoor de koopkracht ernstig is aangetast. Volgend jaar, vanaf januari, wordt er meer verdiend omdat de lonen zullen stijgen en de inflatie misschien wat naar beneden komt, met als gevolg dat het economisch sentiment beter wordt.' Volkert de Klerk, Chief Investment Officer bij Roots Investments, zegt dat het family office waar hij voor werkt niet al te veel tijd besteedt aan macro-economie. 'We praten er natuurlijk wel over en ja, er komt een recessie aan en de korte rentes gaan omhoog.'

Wees er vroeg bij

Homan denkt dat de bedrijfswinsten, die dit jaar over het algemeen gegroeid zijn, volgend jaar gemiddeld rond de nul uit zullen komen. Hij verwacht een risicopremie voor aandelen van rond de 5% en dat koers-winstverhoudingen, die nu onder het gemiddelde liggen, in de loop van volgend jaar wat omhoog kunnen. 'Dat zou vrij goed zijn voor aandelen. Ik ben dus, in tegenstelling tot veel anderen, niet al te negatief over aandelen.' Volgens Salomons gaat de gemiddelde belegger ervan uit dat er volgend jaar nog steeds sprake zal zijn van winstgroei. 'Tot nu toe hebben we alleen een aanpassing van de waardering gehad. In een recessie gaat ook de winstgroei negatief worden. Maar omdat de financiële markten zo volatiel zijn, kan die aanpassing hard gaan. Beleggers moeten er wel tijdig bij zijn om te kopen.'

Oh beaamt dat je er als belegger vroeg bij moet zijn. 'Wij zeggen graag dat je moet kopen op de weg naar beneden. Dat geldt nog meer voor credit dan voor aandelen. >



VOORZITTER

Harry Geels

Senior Investment Advisor,
Auréus



Bob Homan

Chief Investment Officer,
ING Investment Office



Volkert de Klerk

Chief Investment Officer,
Roots Investments



Steven Oh

Global Head of Credit and Fixed
Income, PineBridge Investments



Roelof Salomons

Professor Investment Theory and
Asset Management, Universiteit
van Groningen, Investment
Consultant en Lid van
verschillende beleggingscomités

Niemand verkoopt op de weg omhoog. Momenteel zijn we vooral bezig met het verminderen van het portefeuillerisico. Om een voorbeeld te geven: ik houd niet van hoge high yield spreads ten opzichte van investment grade credit. Op dit moment is high yield echter relatief goedkoop vergeleken met aandelen, wat betekent dat het kopen van high yield het risicoprofiel van de portefeuille verbetert.’

Mystieke private markten

De Klerk zegt dat zijn family office in de afgelopen paar jaar een grote stap heeft gezet in het verminderen van beursgenoteerde aandelen. ‘Het aandeel van alternatieven in de portefeuille is verhoogd tot meer dan 50%. De twee belangrijkste zijn private equity en real assets. Private equity zit nu rond de 20% en die allocatie zal de komende jaren waarschijnlijk oplopen tot meer dan 25%. We kiezen op dit gebied zowel voor primary beleggingen als voor co-investeringen, met een nadruk op de primarykant. Bij real assets gaat het om vastgoed en infrastructuur. Mede vanuit het oogpunt van bescherming tegen inflatie zijn dit in het huidige economische klimaat interessante strategieën. Verder zitten we ook in hedge funds. De keuze voor alternatieve beleggingen komt onder meer doordat de eigenaar van het family office ondernemer is en de toegevoegde waarde van private markets inziet. Die hebben het in de afgelopen jaren, en ik geef toe dat het om een korte periode gaat, beter gedaan dan de publieke markten.’

Homan ziet de aantrekkingskracht van private markten niet. Volgens hem zijn ze een beetje mystiek, wat spannend lijkt en veel mensen raakt. ‘Op private markets koop je vaak een soort zwarte doos en dat kan ik niet goed overzien. Maar ik moet toegeven dat ik er niet in kan investeren, omdat ze vanwege de liquiditeitsproblemen niet passen bij onze portefeuilles.’ De Klerk wil juist de illiquiditeitspremie incasseren. ‘Wij denken dat we op private equity-markten 300 tot 500 basispunten meer kunnen bereiken dan op openbare markten. In de tweede plaats geven private markets meer rust. Er is minder volatiliteit, hoewel deze smoothing-effecten wellicht enige window dressing of in ieder geval vertraging met zich meebrengen. We hebben wel de belangrijke filosofische

overtuiging dat private markets inefficiënter zijn dan public markets.’

Een van de trends in de beleggingswereld is volgens Oh de explosie van private strategies, of het nu gaat om private equity of private credit. ‘Historisch gezien is het absoluut juist dat ze buitensporige rendementen opleveren en zichzelf dus rechtvaardigen. Ik maak hier wel de kanttekening bij dat je voorzichtig moet zijn, omdat de IRRs door de manier van berekening de werkelijke rendementen typisch overschatten. In illiquiditeit zit waarde en het is geen slechte zaak om minder volatiele assets in je portefeuille te hebben.’

Goed jaar voor obligaties

De dagvoorzitter wil van alternatives overgaan op obligaties en zegt dat 70% van de aanwezigen in de zaal een goed jaar voor obligaties verwacht. Homan denkt ook dat het jaar 2023 er voor obligaties goed uitziet. ‘Als de recessie minder erg wordt dan verwacht, krijg je rendement uit je credit. En als het erger wordt, haal je wat rendement uit de rentevoeten, die dan zullen dalen.’ Oh zegt dat de Fed in vorige recessieperiodes agressief was in het verlagen van de rente, maar dat er een soort systeemshock nodig is om volgend jaar de rente te verlagen. ‘Ons basisscenario is dat obligaties uit gebieden met een hoger risico in de loop van volgend jaar een beter dan verwacht resultaat opleveren. Maar als er als gevolg van een krachtige recessie een Europese staatsobligatiecrisis zou uitbreken en landen als Italië bijna failliet gaan, zullen we niet aan ons basisscenario vasthouden en de portefeuille op die manier kantelen.’ De Klerk kijkt vooral naar de higher risk income bonds. Zelfs als de inflatie er penibel blijft uitzien of nog een beetje stijgt, zijn hoger renderende leningen zoals high yield of syndicated loans volgens hem aantrekkelijk. ‘We hebben hiernaar momenteel een redelijk hoge exposure.’

De obligatieportefeuille van Homan is ten opzichte van de totale portefeuille enigszins onderwogen, maar daarbinnen zijn credits overwogen en staatsobligaties onderwogen, terwijl EMD en high yield neutraal zijn. ‘Ik denk wel dat we op een bepaald moment zowel EMD als high yield bij gaan kopen, waardoor die categorieën waarschijnlijk overwogen zullen worden.’ Oh reageert: ‘Wij zijn ongeveer zes maan-

‘Het aandeel van alternatieven in de portefeuille is verhoogd tot meer dan 50%. De twee belangrijkste zijn private equity en real assets.’

den geleden defensief geworden en niet pas twee maanden geleden. Europese leningen lijken goedkoop, maar wij denken dat ze ten opzichte van Amerikaanse leningen nog goedkoper zullen worden. Timing is belangrijk, want zodra de economie en de bedrijfswinsten beginnen te dalen, zullen asset classes doorschieten en goedkoper worden. Wij proberen te kopen op het laagst mogelijke punt. We denken dat dat nog in het verschiet ligt.’

Salomons vindt dat de centrale banken de laatste twee à drie jaar de plank volledig hebben misgeslagen door alsmaar te beweren dat de inflatie van voorbijgaande aard was. En nu beweren ze volgens hem vol overtuiging het tegenovergestelde. ‘Als je naar de persberichten kijkt, gaat het steeds over klimaatverandering, diversiteit en inclusie. Het woord inflatie werd de laatste jaren nooit genoemd. Nu denk ik dat we gaan doorslaan naar de andere kant, vooral in Europa.’ Op de vraag wat hij daarmee bedoelt, antwoordt Salomons dat het grootste risico voor Europa eruit bestaat dat de recessie veel dieper wordt dan nodig is, aangezien de centrale banken nu de inflatiestrijd moeten aangaan die al twee jaar geleden verloren is. ‘De obligaties zullen dalen en uiteindelijk zal de yield-curve invers worden. In de Verenigde Staten is dat al het geval. Ik denk dat de markt het altijd als eerste begrijpt en de centrale banken zal gaan vertellen dat zij in principe te veel doen. De centrale banken moeten verkrappen, maar dat kunnen ze niet. Ze hebben hun geloofwaardigheid de afgelopen twee jaar volledig verloren en die moeten ze terugwinnen.’

De Klerk wijst erop dat de beleggingscategorie EMD vaak te maken krijgt met onverwachte blow-ups, of het nu in Turkije, Rusland of Argentinië is. ‘Binnen EMD Local Currency hebben we in 2022 rente- en spread tegenwind gehad, maar valuitaire meewind. We hebben afscheid genomen van deze strategie met een klein positief resultaat. Daarnaast hebben we onze exposure naar aandelen uit Emerging Markets begin dit jaar gehalveerd.’

Wat betreft schuld papier uit opkomende markten heeft de werkgever van Oh de neiging om ernaar te kijken vanuit een indexniveau. ‘Je moet de componenten van die index scheiden. Je moet de index ont-

‘Ik denk dat de recessie vrij mild zal uitpakken, want dit jaar is al het slechte al tot ons gekomen.’

koppelen en op grond daarvan nagaan of de waardering je voldoende compenseert vanuit een premiestandpunt. Het is soms alsof ik met collega’s in Azië praat. Die zeggen: de wanbetalingspercentages zijn bijna nul als je eigendommen wegstreept. Dat kun je natuurlijk niet doen, want die wanbetalingen zijn er nu eenmaal. Dus moet je zowel op indexniveau als op specifiek asset class-niveau de zaak onder de loep nemen. Wij kijken op dezelfde manier naar high yield, een categorie die je niet geïsoleerd met leningen kunt vergelijken. Kijk naar het like-for-like granulaire risico.’

Onder- en overwegingen

Ten slotte stelt de voorzitter de vraag of er voor onder- of overwegingen van aandelen en obligaties moet worden gekozen en in welke sectoren je zou moeten zitten. Volgens Homan is sectorallocatie binnen aandelen belangrijker dan het onderscheid tussen aandelen en obligaties. Als voorbeeld noemt hij het verschil tussen de sectoren energie en communicatiediensten. ‘In dit stadium zijn we nog steeds overwogen in energie, financiën en gezondheidszorg, maar ik weet zeker dat we dit binnen drie of vier maanden volledig moeten veranderen.’ Oh stelt dat beleggen in aandelen afhangt van wat voor organisatie je bent. ‘Als je een pensioenfonds of verzekeringsmaatschappij bent, verminder dan in de huidige omgeving je aandelen-exposure. Als je een particulier bent, die naar verwachting nog een lange tijd heeft te gaan, of in het geval van een family office, zou ik nu aandelen toevoegen.’

Salomons stelt dat aandelen geen perfect antwoord zijn op de korte termijn, maar dat ze op de lange termijn wel de inflatie verslaan, wat natuurlijk goed is. Binnen aandelen wil hij bedrijven die prijszettingsvermogen hebben en niet het ‘groeispuul’ dat puur afhankelijk is van een dalende rente. Hij geeft de voorkeur aan reële assets die tastbaar zijn. ‘De tijd van een 60/40-portefeuille aandelen en obligaties is voorbij. Het gaat 40/30/30 worden met meer ruimte voor alternatieven.’ ■

IN HET KORT

Het lijkt erop dat zowel de Fed als de ECB in hun rentebeleid te ver zijn doorgeschoten.

Wellicht wordt 2023 voor obligaties een goed jaar.

Timing is belangrijk, want zodra de economie en de bedrijfswinsten beginnen te dalen, zullen asset classes doorschieten en goedkoper worden.

Sectorallocatie binnen aandelen is belangrijker dan het onderscheid tussen aandelen en obligaties.

De tijd van een 60/40-portefeuille aandelen en obligaties is voorbij. Er komt meer ruimte voor alternatieven.