

OUTLOOK 2022

Het jaar 2021 beloofde volgens de experts die we aan het einde van 2020 raadpleegden een volatiel jaar te worden vol onzekerheden, met name over de impact van de COVID-19-pandemie en de beschikbaarheid van vaccinaties. Inmiddels is gebleken dat vaccineren nog niet de definitieve uitweg biedt en dat het COVID-19-virus nog niet is bedwongen.

Door *Esther Waal*

Desalniettemin groeide de economie veel sterker dan verwacht. Aanhoudende financiële en fiscale ondersteuning van regeringen en centrale banken, de uitrol van vaccins en de geleidelijke hervatting van de economische activiteit zorgden voor een positief economisch tij. Op de aandelenmarkten was zowaar sprake van een hosanna-stemming, geholpen door sterke winstcijfers van bedrijven. Het ene record verpulverde het andere.

Maar alle recordregens verbloemen ook een stukje werkelijkheid. Namelijk dat er grote regionale verschillen zijn en dat binnen indices slechts een handjevol bedrijven verantwoordelijk zijn voor de grootste koersstijgingen. Daarmee kunnen we weer wijzen op de impact van COVID-19 en de nog niet volledige heropening van alle economische activiteiten en kunnen we de experts dus gelijk geven.

China werd eind 2020 genoemd als koploper van de economische groei. Die voorspelling is niet uitgekomen. Wel hadden de geraadpleegde deskundigen een goede inschatting gemaakt van de veerkracht van de Verenigde Staten en over de richting die de toen pas gekozen president Joe Biden op zou gaan ter ondersteuning van de Amerikaanse economie.

Wat de experts ook correct hadden voorzien, was dat de rente laag zou blijven. Ze dachten daarbij dat de inflatie in toom kon worden gehouden. Dat bleek dit jaar niet het geval. Maar is de opleving van inflatie tijdelijk van aard? En blijft ook in 2022 de rente laag?

Oftewel: wat zijn de economische vooruitzichten voor komend jaar en waar liggen de kansen en bedreigingen voor beleggers? Twee prangende vragen die we ook dit jaar weer stellen aan een indrukwekkende reeks beleggingsexperts.



Lukas Daalder

Chief Investment Strategist, BlackRock Nederland

‘De huidige stijging van de inflatie zal deels tijdelijk blijken te zijn, waarmee het risico van oplopende kapitaalmarktrentes wordt beperkt.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘Dé vraag die het afgelopen jaar standaard terugkwam in onze conversaties met klanten, was hoe het nou toch mogelijk was dat de aandelenmarkt bleef stijgen. China, COVID-19, inflatie, tekorten van halfgeleiders, exploderende gasprijzen; niets leek een blijvende impact te hebben op de aandelenmarkt. Het antwoord op die vraag is wat mij betreft duidelijk: de extreem lage kapitaalmarktrente. Simpel gezegd: in de obligatiemarkt is geen droog brood te verdienen, wat ertoe leidt dat beleggers op zoek gaan naar meer rendabele alternatieven. De opmars van de cryptomarkt kun je ook zeker niet los zien van dit fenomeen.

Daar ligt denk ik dan ook zonder meer het grootste risico voor beleggers voor volgend jaar. Een sterke stijging van de kapitaalmarktrente zou niet alleen nega-

tieve rendementen in de obligatieportefeuille tot gevolg hebben, maar ook een serieuze bedreiging voor aandelen vormen. Een dergelijk scenario kan bijvoorbeeld het gevolg zijn van oplopende inflatie of de vrees dat centrale banken de monetaire teugels zullen aantrekken.

Overigens is dat niet het hoofdscenario waar ik van uitga. De huidige stijging van de inflatie zal deels tijdelijk blijken te zijn, waarmee het risico van oplopende kapitaalmarktrentes wordt beperkt. De focus verschuift daarmee naar de aanhoudende robuuste groei van de wereldeconomie, wat niet ongunstig is voor aandelen. Overigens valt moeilijk te ontkennen dat de markt de afgelopen achttien maanden - ondanks sterke winstgroei - dunder is geworden, dus ik waarschuw wel voor een meer gematigde koerswinst dan we de afgelopen jaren hebben gezien.’

Bob Homan

Hoofd, ING Investment Office

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘Net als in 2021 verwachten we dat de economie in 2022 goed blijft groeien. Voor de wereldeconomie verwachten we een groeipercentage van 4,4%. Dat is weliswaar lager dan de 6,2% van dit jaar, maar nog steeds ruim boven potentieel. Praktisch elke grote aandelen-bearmarkt gaat samen met een economische recessie. Met een dergelijke groei lijkt de kans daarop klein.

Een bedreiging vormen wel de kapitaalmarktrentes, waarvan we verwachten dat die nog wat verder zullen stijgen nu de centrale banken hun obligatie-aankoopprogramma's terugschroeven. We denken echter niet dat de rentes dermate oplopen dat ze de aandelenmarkt echt pijn gaan doen. De hogere rentes worden namelijk vooral ingegeven door oplopende inflatie en we verwachten dat de reële rentes (nominale rentes minus inflatie) in de VS en Europa

laag en zelfs negatief blijven en daarmee steun blijven geven aan risicovolle beleggingscategorieën zoals aandelen.

Gezien de iets stijgende rentes houden we bij obligaties een korte duration aan, zodat ze wat minder rentegevoelig zijn. Van risicovollere obligatiecategorieën, zoals high yield en emerging market debt, verwachten we door de hogere yield wat meer dan van staatsobligaties. Wel achten we de ruimte voor verdere spreadcompressie (en dus koerswinst) beperkt.

Bij aandelen hebben we een lichte voorkeur voor waarde aandelen. Kansen zien we bijvoorbeeld in de hoek van (duurzame) energie, waar investeringen ofwel achtergebleven zijn, zoals bij olie- en gasbedrijven, wat leidt tot hogere energieprijzen, ofwel bij bedrijven waar de investeringen nog ver moeten worden opgevoerd om de klimaatdoelstellingen te halen, zoals bij zonne- en windenergiebedrijven.’



‘We denken niet dat de rentes dermate oplopen dat ze de aandelenmarkt echt pijn gaan doen.’



Wes Crill

Head of Investment Strategists, Dimensional Fund Advisors

‘For the disciplined investor, stock markets remain an advantageous opportunity to grow wealth.’

What are the biggest opportunities and threats for investors?

‘Many see equity market valuations flirting with all-time highs as a potential challenge for generating returns in the future. But one person’s challenge is another person’s opportunity. There is weak support that market valuations are helpful for asset allocation decisions – stock returns are just too volatile to gain insights on when expected returns have increased or decreased. And history tells

us that investors giving up on stocks after strong market run-ups would have led to regret more often than not. For example, the S&P 500 Index ended at an all-time high 30% of the months during the 94-year period ending December 2020, and the average return over the following 12-months was 13.9%. For the disciplined investor, stock markets remain an advantageous opportunity to grow wealth regardless of recent market performance.’

Peter van der Welle

Strategist, Robeco

What is the economic outlook for 2022?

‘We are moving towards a midcycle environment. Yet, above trend growth is expected in developed economies, underpinned by strong consumption growth and corporate investment. High net wealth levels of households, very low real interest rates and a rosy labor market outlook outweigh the negative impact of sticky inflation for consumers. The inflation debate will remain largely undecided as declining non-cyclical inflation due to ebbing supply side pressures will be largely counteracted by rising cyclical inflation, thanks to wage growth and rising rents.

The market environment will get noisy. The actual disconnect between macroeconomic uncertainty and implied market volatility, and the discrepancy between the business cycle and the financial market cycle (midcycle versus late cycle), leave downside risk on the 12

month horizon. With both monetary and fiscal impulses on the decline, the rising tide that has lifted all boats in the post-COVID-19 recovery is receding in 2022, with industry, sector and stock selection effects becoming more important drivers of financial markets. Geopolitical risk is elevated in the second half of the year with the 20th Chinese Party Congress likely emboldening president Xi’s nationalistic stance ahead of the US midterm elections. The Fed conveys to markets it’s comfortable staying somewhat behind the inflation curve as evidence of declining supply side pressures emerges. In reaction, the yield curve steepens somewhat in the first half of 2022, but we are more constructive on taking duration risk in bond markets as the Fed moves closer to the rate lift-off date in the second half of 2022. Corporate earnings could still surprise to the upside, sustaining stretched valuation levels in financial markets.’



‘The market environment will get noisy.’



Stefan Hofrichter

Head of Global Economics & Strategy, AllianzGI

‘De vrees voor stagflatie is duidelijk misplaatst.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘Onze macro-economische vooruitzichten geven aan waar wij de grootste kansen voor beleggers zien in 2022. Wij verwachten een matiging van de wereldwijde groeidynamiek, maar wij denken ook dat de inflatie aanhoudender zal zijn dan tot dusverre door centrale banken en markten werd verwacht. Verstoringen die verband houden met COVID-19, met name verstoringen in de toeleveringsketen, kunnen deze groei- en inflatiedynamiek tot op zekere hoogte verklaren. Maar ook andere factoren spelen een rol, bijvoorbeeld de vertraging van de globalisering, beleidsmaatregelen in verband met klimaatverandering, structureel krappere arbeidsmarkten en buitensporige wereldwijde liquiditeit. Toch verwachten wij dat de wereldeconomie in expansiemodus zal blijven en dat de inflatie zal dalen ten opzichte van het huidige niveau. De vrees voor stagflatie is duidelijk misplaatst.’

Wat beleggingskansen betreft, blijven wij voorzichtig inzake staatsobligaties, omdat

de centrale banken gedwongen zullen zijn minder expansief te worden dan de markten thans verwachten. Risicovolle activa zullen het waarschijnlijk redelijk goed doen: aandelen en krediet hebben in het verleden positieve rendementen gegenereerd.

Toch blijven er risico's bestaan. Een zeer grote risicobereidheid bij beleggers - in combinatie met ambitieuze waarderingen van Amerikaanse aandelen, staatsobligaties en spreadmarkten - impliceert dat de foutmarge klein is. Een herwaardering van inflatierisico's - en een daaruit voortvloeiende herwaardering van het monetaire beleid en de groei van de bedrijfswinsten - kan een gelijktijdige tegenwind voor aandelen en obligaties genereren. Beleggers kopen uiteindelijk activa, niet de economie.

Dit verklaart ook waarom uit ons onderzoek is gebleken dat de S&P 500 - zoals de beroemde Amerikaanse econoom Paul Samuelson zou hebben gezegd - ‘negen van de laatste acht recessies heeft voorspeld’

Keith Wade

Hoofdeconoom, Schroders

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2022?

‘Wij blijven optimistisch over de economische groeivoorzichten naarmate de wereldeconomie verder heropent. Wel zal de inflatie in 2022 op een relatief hoog niveau blijven. Dit is een reactie op de sterke opleving van de vraag, waardoor de aanbodketens onder druk zijn komen te staan, wat tot hogere prijzen heeft geleid.’

Over het geheel genomen wijzen de vooruitzichten in een stagflatoire richting. Het risico is aanwezig dat de wereldeconomie last blijft houden van tekorten aan arbeidskrachten, onderdelen en grondstoffen. De inflatie loopt dan op terwijl de economische groei afzwakt.

Er zijn wel belangrijke regionale verschillen in onze groeiprognose. Voor het eerst

sinds 2007 kan de groei in Europa in 2022 hoger liggen dan die in de VS. Deels is dit een kwestie van timing, het gevolg van langdurige lockdowns, een vertraagde verspreiding van vaccins in de eurozone en een later ingezette inhaalbeweging. Daarnaast zullen de budgettaire stimuleringsmaatregelen en de inhaalvraag in Europa nog een tijd doorlopen. Ook zijn er minder problemen in Europa om arbeidskrachten weer aan het werk te krijgen.

Wat het monetaire beleid betreft, verwachten wij nog steeds dat de Fed eind 2022 de rente zal verhogen. Ondanks de verbeterde groeivoorzichten en de oplopende inflatie zal de ECB haar beleid niet in 2022 verkrappen. Pas in 2023 zal de inflatie duurzaam op of boven de drempel van 2% liggen die nodig is om de centrale bank tot handelen aan te zetten.’



‘Over het geheel genomen wijzen de vooruitzichten in een stagflatoire richting.’



Maurice Geraets

Senior Investment Strategist, Achmea Investment Management

‘Vertrouwens-indicatoren duiden op een aanhoudende economische expansie.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2022?

‘De groei van de wereldeconomie zet in 2022 naar verwachting door. Vertrouwens-indicatoren duiden op een aanhoudende economische expansie. Het groeitempo zwakt wel af ten opzichte van 2021. Vooral de Chinese economie verliest aan economisch momentum. Ook in de Verenigde Staten en de eurozone zal de economische groei afzakken, maar deze ligt nog steeds boven trendniveau.’

In 2022 zal blijken hoe ‘tijdelijk’ de huidige inflatiestijging is. We verwachten dat in 2022 de inflatiestijging afvlakt en het tempo van de geldontwaarding terugvalt richting de doelstelling van de centrale banken. De problemen in de aanvoerketens zullen afnemen en de jaar-op-jaar stijging van de grondstofprijzen zal afvlakken. In de eurozone is er nog overcapaciteit op de arbeidsmarkt, waardoor een structurele

stijging van de inflatie minder waarschijnlijk is. Het inflatierisico voor de Verenigde Staten is groter, mede door de krapte op de arbeidsmarkt.

De druk om het monetaire beleid te normaliseren neemt toe nu de economieën zijn hersteld van de coronacrisis en de inflatie is opgelopen. Sommige centrale banken zijn hiermee al begonnen. Maar de belangrijkste centrale banken acteren in een traag tempo om het economische herstel niet te dwarsbomen. Deze dovish houding is vol te houden zolang de huidige inflatiestijging tijdelijk is. Wanneer dit niet het geval blijkt, zullen financiële markten een snellere normalisatie afdwingen. Een dergelijke ommezwaai is een van de belangrijkste risico's voor de financiële markten in 2022. Daarnaast is een hernieuwde opleving van het coronavirus met bijbehorende beheersingsmaatregelen een risico voor de economische expansie.’

Kevin Thozet

Member of the Investment Committee, Carmignac

What is the economic outlook for 2022?

2022 could be the year when we see both the economy slowing down and lasting inflationary pressures.

Global economic growth is expected to continue on its deceleration path in 2022. The economic cycle is maturing and global growth is facing several headwinds, which are expected to weigh on the pace of growth, namely: higher commodity prices, a cyclical and structural (linked to deleveraging) Chinese slowdown, tighter global liquidity in the wake of lesser monetary accommodation in emerging and developed economies, as well as impending passive fiscal tightening in developed markets after the fiscal largesse induced by the pandemic – one should not rule out the risk to see some form of seasonal COVID-19 resurgence slowing consumer spending either.

While at the same time this cycle should also be marked by higher inflation than what has prevailed in previous cycles, reflecting both more cyclical factors (energy prices, bottlenecks – with the risk to see some of them forming elsewhere) which should abate somewhat as we advance in the year, and the potential for more durable factors to form (mainly shelter and wages).

As such, 2022 could be the year when we could see BOTH the economy slowing down AND lasting inflationary pressures.

Another point of attention is that – being a relatively closed economy, an energy exporter and a global reserve currency issuer – the US is the least exposed to these headwinds. As such we could see the country's decoupling from the rest of the world being one of the key drivers from both a macroeconomic and a market perspective in 2022.



‘Global economic growth is expected to continue on its deceleration path in 2022.’



Paul O'Connor

Head of Multi-Asset, Janus Henderson Investors

'The year ends with the global economy transitioning from the strongest phase of the pandemic recovery into a more complicated economic environment.'

What is the economic outlook for 2022?

'The year ends with the global economy transitioning from the strongest phase of the pandemic recovery into a more complicated economic environment. The big picture for 2022 is one of another year of robust growth, albeit with notable regional differences and significant uncertainty surrounding inflation dynamics.'

Impressive progress on vaccinations and COVID-19 treatments should keep the major European countries and the USA on the path to a continued reopening of their economies. Households in these regions have accumulated sizeable savings balances over the pandemic, which should support significant pent-up demand for services. Corporates too are likely to be a decent source of growth in the months ahead, as they look to rebuild inventories and raise investment expenditure in many industries.

The outlook for the emerging economies looks more varied, with continued strong growth in India, contrasting with more muted expectations for Brazil and other emerging economies, where central banks are raising interest rates to fight inflation. The rapidly deteriorating health of many Chinese property developers looks sure to cast a long shadow over the outlook for Chinese growth well into 2022.

This year's surge in goods inflation looks set to fade in the months ahead as bottlenecks ease in many industrial sectors. This should allow central banks to proceed very slowly with winding down asset purchases and raising interest rates. A sustained uplift in service sector inflation and wage growth are the key risks to this benign policy outlook.'

Robert W. Sharps

Head of Investments and Group CIO, T. Rowe Price



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'De vooruitzichten voor de meeste grote economieën blijven gunstig. De deltavariant lijkt het wereldwijde herstel alleen maar te hebben vertraagd in plaats van te hebben ontspoord.'

Er liggen wel uitdagingen aan de horizon. De belangrijkste daarvan is het afbouwen van het buitengewone accommoderende monetaire beleid in de ontwikkelde landen. De inflatie is een andere uitdaging voor beleggers, maar die is waarschijnlijk van voorbijgaande aard. Beleggers moeten er wel rekening mee houden dat de inflatiestorm nog voldoende kracht heeft om door te razen. Ook zal de verkrapping van het stimuleringsbeleid van de overheid beleggers voor een aantal uitdagingen stellen.

De overvloed aan liquiditeit heeft her en

der geleid tot speculatie, maar het is lastig om precies aan te geven waar die in de markt te zien is en hoe beleggers deze 'pockets of excess' kunnen vermijden. Ik heb geen uitgesproken mening over de aantrekkingskracht van groeiaandelen ten opzichte van waarde aandelen, of over de aantrekkelijkheid van ontwikkelde versus opkomende markten, of over Amerikaanse versus niet-Amerikaanse beleggingen. De recente sterke prestaties in sommige beleggingscategorieën zijn juist een extra argument om een sterk gediversifieerde portefeuille aan te houden.

Beleggers hebben nog niet alle vruchten van het herstel geplukt. Veel bedrijven zijn nog niet teruggekeerd naar het pandemie niveau en het is cruciaal om te achterhalen welke bedrijven opnieuw voet aan de grond krijgen of de markten weten te ontwrichten door innovatie.'

'De vooruitzichten voor de meeste grote economieën blijven gunstig.'



Jordy Hermanns

Portfoliomanager Multi-Asset, Aegon Asset Management

‘We verwachten voor de meeste beleggings-categorieën rendementen die onder het historisch gemiddelde liggen.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘Onze verwachting is dat de economie in 2022 zal normaliseren. Dat betekent dat het economisch herstel doorzet, maar dat het groeitempo wel zal afzwakken en de inflatie in toom blijft. We denken dat de steunmaatregelen hebben gepiekt in 2021. De economie en de markten zullen te maken krijgen met minder genereus monetair en fiscaal beleid in 2022, maar nog steeds ruim voldoende om de economie te ondersteunen. We houden er rekening mee dat de beleidsrentes van centrale banken relatief laag zullen blijven. Reeds aangekondigde fiscale impulsen, zoals het infrastructuurplan in de VS en het Europese herstelplan, zullen volgend jaar positieve effecten hebben.

Een van de risico's voor 2022 is een aanhoudende hoge inflatie. In de afgelopen maanden is de inflatie sterk opgelopen,

onder andere door tijdelijke effecten. Wanneer inflatie structureel hoog blijft, moeten centrale banken sneller in actie komen. Dat kan zorgen voor een volatiele periode op de financiële markten, zowel voor vastrentende waarden als voor aandelen.

De omstandigheden waar financiële markten in de afgelopen periode mee te maken hebben gehad, zoals sterk negatieve reële rentes en hoge waarderingen, zullen ook volgend jaar waarschijnlijk blijven. Dat betekent dat we voor de meeste beleggings-categorieën rendementen verwachten die onder het historisch gemiddelde liggen. We zijn relatief positief over beleggingen met een hoger risico, zoals aandelen. Binnen vastrentende waarden verwachten we de beste prestaties binnen alternatieve categorieën, zoals Nederlandse hypotheeken, ABS en riskpremie strategieën.’

Joost van Leenders

Senior Beleggingsstrateeg, Van Lanschot Kempen

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2022?

‘Over de economische groei voor 2022 zijn we redelijk optimistisch. We voorzien groei boven trendmatige niveaus in de VS, de eurozone en Japan. Er is ruimte voor groei aangezien economieën nog niet helemaal zijn hersteld van de coronapandemie. Fiscale en monetaire stimulering zullen afnemen, maar er is een stevig zelfstandig momentum opgebouwd. In China zal een financiële crisis door de problemen in de vastgoedsector worden voorkomen, maar een minder dynamische huizenmarkt heeft zijn weerslag op de groei.

De inflatie is nu hoog, maar dat is groten-deels tijdelijk. Energieprijzen zullen niet blijven stijgen en problemen in productieketens zullen afnemen. Centrale banken nemen stappen richting een minder ruim monetair beleid. Het beleid van renteverhogingen zal in opkomende markten nog wat worden doorgezet. In de VS is de inflatiedruk het

hoogst en hier ontstaan ook loonstijgingen, wat aanleiding kan zijn voor één à twee renteverhogingen nadat het obligatie-opkoopprogramma in de zomer is afgerond. De ECB zal het wegvallen van het noodopkoopprogramma slechts deels compenseren.

Groei, inflatie en centrale banken oefenen opwaartse druk uit op rentes. Daardoor zullen rendementen op vastrentende waarden laag of zelfs negatief zijn. Risico-opslagen op investment grade- en high yield-bedrijfsobligaties zijn laag en bieden dus weinig buffer tegen oplopende rentes. Dit geldt minder voor obligaties uit opkomende markten. Aandelen zullen de rendementen van 2021 niet evenaren. Maar voortgaande groei en winstgroei leiden wel tot hogere rendementen dan bij vastrentende waarden, zelfs als waarderingen wat afnemen en aandelenprijzen de winstgroei niet geheel bijhouden. Illiquide beleggingen als infrastructuur en land kunnen bescherming bieden tegen inflatie.’



‘Groei, inflatie en centrale banken zetten opwaartse druk op rentes.’



Ewout van Schaick

Head of Multi Asset, NN Investment Partners

'Aandelenwaarderingen zijn weliswaar hoog, maar zeker niet in extreme mate.'

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'In 2022 zal het economisch herstel kunnen doorzetten als de impact van het COVID-19-virus langzaam wegebt en de veelbesproken verstoringen in de productieketen afnemen. De economische groei wordt verder geholpen door een actievere rol van overheden met nieuwe investeringen in de infrastructuur (VS, China) en de energie-transitie (EU). In deze omgeving liggen er opnieuw kansen voor aandelenbeleggers. Winstverwachtingen in de markt zijn voorzichtig in vergelijking met de verwachte economische groei en geven ruimte voor positieve verrassingen. Aandelenwaarderingen zijn weliswaar hoog, maar zeker niet in extreme mate. De meeste ruimte voor hogere aandelenkoersen zien we in Europa. Europese aandelen hebben een hogere risicopremie ten opzichte van de Amerikaanse en laten een sterkere winstgroei zien in 2021 en 2022.

Europese aandelen zullen bovendien profiteren van investeringen uit het Europese herstellfonds en zijn minder gevoelig voor een geleidelijk oplopende rente.

De belangrijke risico's voor de economie en voor beleggers zijn gerelateerd aan inflatie en het monetaire beleid. Als inflatie in 2022 persistenter blijkt dan nu wordt verwacht, zouden centrale bankiers nerveus kunnen worden en over kunnen gaan tot een snellere afbouw van het opkoopprogramma alsmede eerder renteverhogingen kunnen inzetten. Dit zal in eerste instantie leiden tot hogere renteverwachtingen en lagere obligatieprijzen. Als deze beweging onverwacht snel gaat, zal dit ook op andere asset-categorieën, zoals aandelen en vastgoed, invloed hebben. Vooral de groeiaandelen die het de afgelopen jaren zo goed hebben gedaan, zijn dan kwetsbaar.'

Edin Mujagić

Hoofdeconoom, OHV Vermogensbeheer



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2022?

'2022 wordt het jaar van zowel bovengemiddelde economische groei als bovengemiddelde inflatie. De economische groei komt hoog uit, vooral als gevolg van het herstel van de economische krimp in 2020. De bovengemiddeld hoge inflatie wordt deels daardoor veroorzaakt, maar ook door factoren zoals toenemende schaarste aan arbeidskrachten, kosten die te maken hebben met het reduceren van de CO₂-uitstoot en de gevolgen van het zeer ruime monetaire beleid van het afgelopen decennium. Dat alles wil niet zeggen dat torenhoge inflatie in het verschieft ligt, maar wel dat de kans groot is dat de inflatie meer in lijn zal komen te liggen met de gebruikelijke waardes (van om en nabij 2% per jaar).

De combinatie van hogere inflatie en eco-

nomisch herstel zal het in toenemende mate lastiger maken voor centrale banken het huidige monetaire beleid voort te zetten. Het fundament onder 0% rente en kwantitatieve verruiming werd immers gevormd door deflatie- en recessiegevaar en die verdwijnen naar de achtergrond.

De ECB en de Fed zullen het monetaire beleid minder ruim moeten maken of dat op zijn minst aankondigen. Omdat het gevaar bestaat dat daarmee de groei en financiële stabiliteit in gevaar komen, vooral doordat de schulden te hoog zijn, is de kans klein dat het monetaire beleid in 2022 of erna echt krap wordt, maar wel minder ruim in de loop der tijd. Ik houd dan ook rekening met de op termijn per saldo stijgende langetermijnrentes en eerder opwaartse dan neerwaartse druk op de aandelenkoersen.'

'2022 wordt het jaar van zowel bovengemiddelde economische groei als bovengemiddelde inflatie.'



Robert Tipp

Chief Investment Strategist en Head of Global Bonds, PGIM Fixed Income

‘Wij verwachten dat de aanhoudende economische expansie de kredietfundamenten zal ondersteunen, waardoor bedrijfsobligaties blijven outperformen.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2022?

‘We zijn nu ruim anderhalf jaar voorbij het dieptepunt van de COVID-19-crisis. Toch blijft de beleggingshorizon bezaaid met grote vragen, over onderwerpen variërend van fiscaal en monetair beleid tot de ontwikkeling van het virus. Veel van deze onderling samenhangende kwesties kunnen nog wel enige tijd in de lucht blijven hangen. Daarom zullen de belangrijkste economische data, zoals de detailhandelsverkoop, banengroei en inflatie, waarschijnlijk sterk blijven fluctueren in de komende kwartalen.

Ondanks de overvloed aan risico's blijven wij optimistisch dat de obligatie-bullmarkt gemiddeld genomen zal voortduren dankzij de lage rentetarieven, die maar beperkt opgetrokken kunnen worden, en de gunstige omgeving voor spreadproducten.

Verder vooruitblikkend zullen onderliggende fundamentele economische factoren, zoals de vergrijzing van de bevolking en de hoge schuldenniveaus, met nog meer neerwaartse kracht op de rentes

drukken. Als gevolg daarvan zullen veel centrale bankiers de rentetarieven dichtbij of op hun effectieve ondergrens laten, en zullen de renteverhogingscycli waarschijnlijk pieken op steeds lagere niveaus. Zo bezien waren de recente rentestijgingen waarschijnlijk te ver doorgeschoten, waardoor de huidige renteniveaus ons inziens dan ook waarde bieden.

Wat spreadproducten betreft, verwachten wij dat de aanhoudende economische expansie de kredietfundamenten zal ondersteunen, waardoor bedrijfsobligaties blijven outperformen. Echter, gezien de daling van de spreads tijdens het COVID-19-herstel tot historisch lage niveaus, verwachten wij slechts bescheiden excess returns, voornamelijk uit incrementeel rendement en de roll down.

Onze outlook is kortom overwegend contrair en onderhevig aan periodes van verhoogde volatiliteit, maar wel een die gestoeld is op optimisme over de prestaties van de obligatiemarkt in de komende kwartalen.’

Rob Almeida

Beleggingsstrateeg, MFS Investment Management

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2022?

‘Uit onderzoek blijkt dat mensen over het algemeen maar 10% tot 20% onthouden van wat ze hebben gelezen, maar zich wel 80% tot 90% herinneren van wat ze hebben meegemaakt. Dit is ook zo op de financiële markten en beleggers zullen daardoor de komende periode voor onverwachte veranderingen komen te staan. Men denkt dat de negatieve correlatie tussen aandelen en obligaties de afgelopen dertig jaar een normaal fenomeen zijn. Maar deze werd met name veroorzaakt door toenemende monetair acties van centrale banken en dalende rentes. Dat leverde decennia op van zeer hoge rendementen voor beleggingsportefeuilles met een mix van diverse beleggingssegmenten. Rendementen waar beleggers de komende jaren met een jaloerse blik op zullen terugkijken.

Historisch gezien is zo'n correlatie eerder uitzondering dan regel, want in de eeuwen hiervoor was er vrijwel altijd een positieve correlatie. We gaan mijns inziens weer terug naar het ‘oude normaal’. Aandelen en obligaties gaan weer met elkaar meebewegen, zo is mijn verwachting. Beleggers moeten daarom hun verwachtingen bijstellen, niet alleen vanwege de verschuiving in de aandelen-obligatiecorrelatie, maar ook omdat er waarschijnlijk een eind komt aan de negatieve reële rente.

Deze ontwikkelingen zorgen ervoor dat de rendementen onder druk komen te staan en dat beleggers weer eens met een nieuwe blik naar hun portefeuilles moeten gaan kijken. Met name actief diversifiëren binnen portefeuilles kan tegenwicht bieden aan de afnemende rendementen op de financiële markten.’



‘We gaan weer terug naar het ‘oude normaal’. Aandelen en obligaties gaan weer met elkaar meebewegen.’



Daniel Morris

Chief Market Strategist, BNP Paribas Asset Management

‘Earnings growth rates will inevitably decelerate next year, but equities remain one of the best performing asset classes in an environment of rising inflation.’

What is the economic outlook for 2022?

‘The restoration of supply chains, reallocation of labour, and rebalancing of supply and demand, will be the key factors determining economic growth in 2022 and the strength and persistence of inflation.’

The support provided by governments and central banks since the outbreak of the COVID-19 pandemic ensured that the world does not suffer from a lack of demand. Consumer and business confidence are high, households are spending, businesses are investing. The problems faced by the world economy stem from the inability to meet that demand, either because components or workers are lacking, or because products cannot be delivered. Some of these constraints on production will last longer than others (notably semiconductors), but they will resolve themselves eventually, enabling economies to revert to trend growth rates without generating higher inflation.

For most major economies those growth rates next year will be above average (between 4-6% in the US and Europe), even as the rate decelerates with the boost from reopening fading and countries making up the ground lost during lockdowns.

Even as COVID-19 outbreaks occasionally brake growth and interest rates rise, the global economic recovery is continuing and the macroeconomic outlook is positive. Earnings growth rates will inevitably decelerate next year, but equities remain one of the best performing asset classes in an environment of rising inflation.

The same fundamentals which favour equities also support corporate credit. Credit metrics are encouraging, though low spreads will limit the amount of outperformance.’

Hein Brans

Directeur Asset Management, MN

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘In ons basisscenario is de recente acceleratie van groei en inflatie tijdelijk. Deze kan nog aanhouden tot in de eerste helft van 2022, maar vervolgens is een daling richting de lagere pre-corona groei- en inflatieranges te verwachten. Dat hoeft voor bijvoorbeeld aandelen niet zo’n vervelend scenario te zijn: loon- en grondstoffenkosten zullen dan waarschijnlijk matigen – goed voor de winstmarges – en centrale banken kunnen een ruim beleid blijven voeren. Voor dekkingsgraden van pensioenfondsen is het grote nadeel dat ook rentes dan laag zullen blijven.’

Kansen liggen met name in de Build Back Better-investeringsplannen van de Amerikaanse en Europese regeringen en in de versnelling van digitalisering. Als deze in volle omvang worden uitgevoerd, neemt de productiviteit en daarmee de onderliggende trendgroei toe. Het resultaat is een

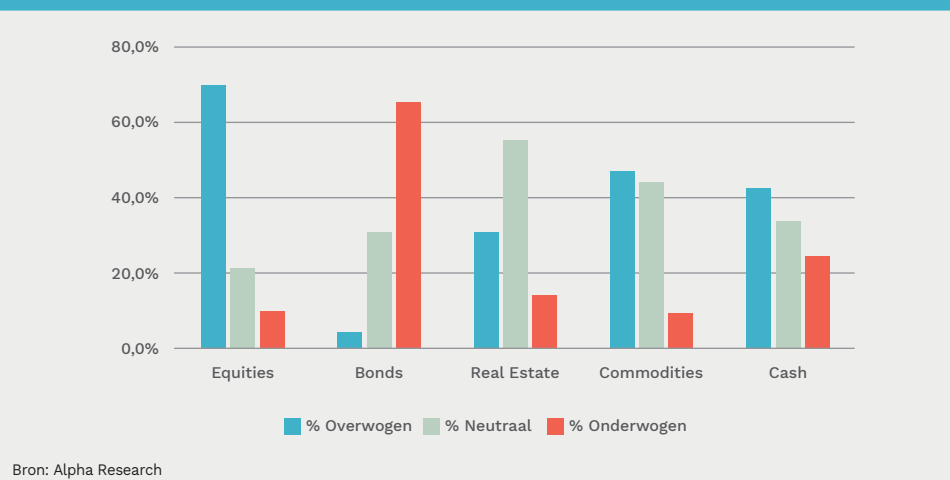
dynamische groeiomgeving waarin de hogere productiviteit de inflatie beteugelt. Dit is het meest positieve scenario voor return assets. Hopelijk kan dan ook de rente wat stijgen. En wel om de juiste reden, namelijk hogere economische groei.

De voornaamste bedreiging voor financiële markten ligt in de aanhoudend hoge inflatie, bijvoorbeeld door toenemende loonstijgingen. Hoewel hierop initieel de rente kan stijgen, heeft dit oververhitting-scenario het risico van een boom-bust. Centrale banken draaien hierbij versneld de geldkraan dicht, wat tot koersdalingen kan leiden. Bovendien kunnen stijgende rentes tot problemen leiden rond de hoge schuldposities van bedrijven. Hogere rentes kunnen ook bij overheden en consumenten problemen veroorzaken, wat vervolgens weer de markten drukt. Ook een virusvariant die ongevoelig is voor de vaccins zal een negatief effect kunnen hebben op financiële markten.’

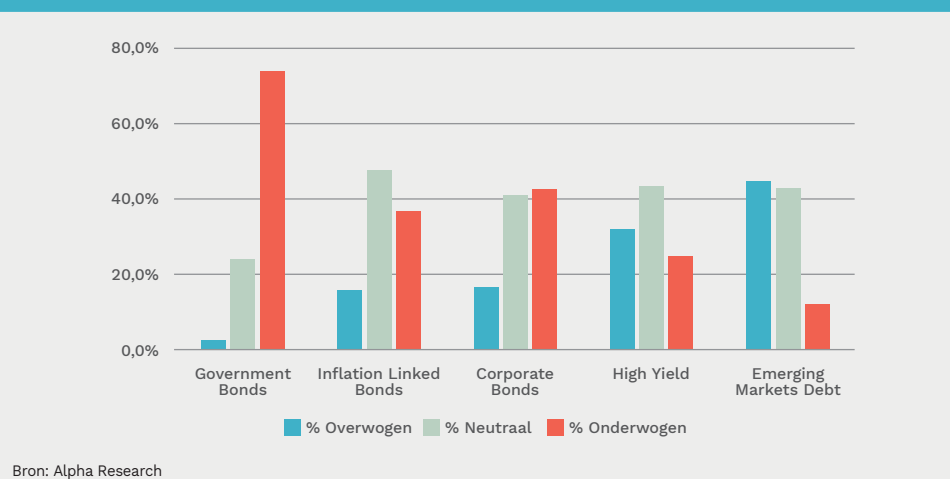


‘De voornaamste bedreiging voor financiële markten ligt in de aanhoudend hoge inflatie, bijvoorbeeld door toenemende loonstijgingen.’

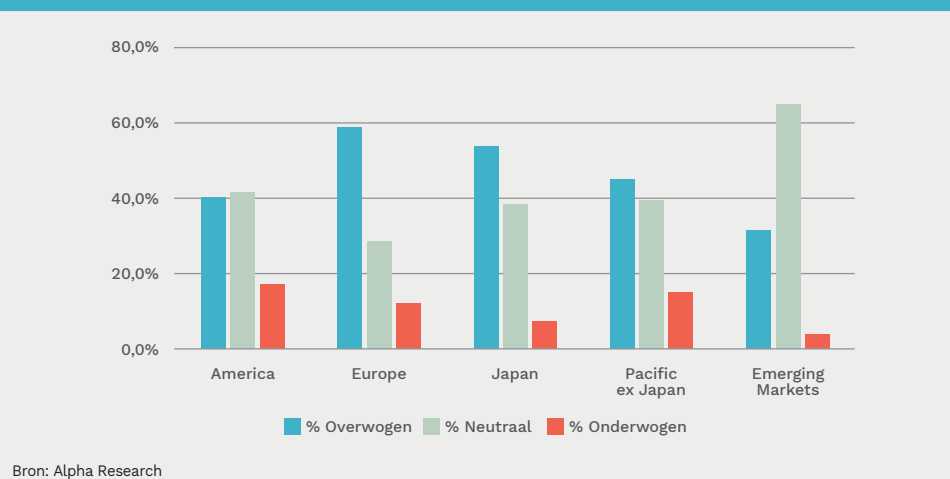
FIGUUR 1: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID ASSET CLASSES PER 29/11/2021



FIGUUR 2: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID OBLIGATIES PER 29/11/2021



FIGUUR 3: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID AANDELEN PER 29/11/2021



CONCLUSIE

Het beeld voor 2022 is volgens onze beleggingsexperts zonneklaar: de economie blijft groeien. De mate waarin ze dat doet, is nog wel wat ongewis. De ene specialist spreekt over een aanhoudende economische expansie, terwijl de andere voorspelt dat het groeitempo zal afzwakken. Voor de beleggingsrendementen is het, ondanks al het optimisme over de economie, evenwel oppassen geblazen. Hoewel aandelenmarkten ook in 2022 de voorkeur genieten boven die van fixed income, moeten beleggers rekening houden met gematigde koerswinsten.

De inflatie is een uitdaging voor beleggers, zo stellen onze deskundigen eensgezind. Die loopt op, gezien de toenemende loonstijgingen en de toenemende schaarste aan arbeidskrachten. Maar waar de meesten stellen dat die waarschijnlijk tijdelijk is, menen sommige anderen dat die aanhoudender zal zijn dan tot dusverre door centrale banken en markten werd verwacht. Een enkeling ziet zelfs een stagflatoire richting, hoewel een andere specialist aangeeft dat de vrees voor stagflatie duidelijk misplaatst is.

Ondanks het risico van een hogere inflatie zullen de beleidsrentes van de centrale banken laag blijven. Velen verwachten wel dat centrale banken stappen zullen zetten richting een minder genereus monetair en fiscaal beleid. Maar ze zullen in een traag tempo acteren om het economische herstel niet te dwarsbomen, zo verwacht een van de experts.

Regionale verschillen worden hierbij wel genoemd. Zo zijn centrale banken in opko-

mende economieën wat actiever met het verhogen van de rente om de inflatie in toom te houden. Ook voor de ontwikkelde economieën houden sommige experts hierbij een slag om de arm. Als de inflatie aanhoudt, zullen centrale bankiers eerder renteverhogingen inzetten en het opkoopprogramma sneller afbouwen.

Alles lijkt af te hangen van de inflatie. Wie een aanhoudende bovengemiddelde inflatie verwacht, gaat uit van een verkrapping van het monetaire beleid en stijgende langetermijnrentes. Wie meent dat de verhoging van de inflatie tijdelijk is, ziet de ECB zijn beleid in 2022 niet verkrappen en rentes laag blijven.

Maar onder deze onzekerheid gloort dus optimisme. Men ziet een actieve rol van overheden met investeringen in infrastructuur, de energietransitie en de digitalisering, met een hogere productiviteit tot gevolg. Dit zal in het voordeel zijn van aandelen en dan met name Europese aandelen, zo verwacht een van de experts. Binnen het vastrentende segment verwacht een ander dat bedrijfsobligaties blijven outperformen en voorziet een derde de beste prestaties in alternatieve categorieën zoals Nederlandse hypotheeken, ABS en riskpremiestrategieën.

Om alle onzekerheid het hoofd te bieden, menen enkele experts dat actief diversifiëren binnen de portefeuille het juiste tegenwicht kan bieden. En wie echt bevreesd is voor inflatie, zou volgens een van de deskundigen zijn toevlucht kunnen nemen tot illiquide beleggingen als infrastructuur en land.