

# OUTLOOK TWEEDE HELFT 2022

Uit een enquête van Bank of America onder institutionele beleggers in mei van dit jaar blijkt dat het monetaire beleid en niet de geopolitieke ontwikkelingen als grootste risico voor de stabiliteit op de financiële markten wordt gezien. Wat staat beleggers de komende periode te wachten?

Door *Harry Geels*

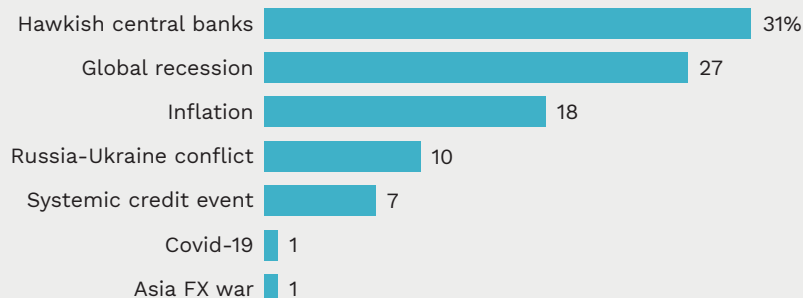
Volgens de mei-enquête van Bank of America (BofA) storten beleggers zich op contanten, nu de vooruitzichten voor de wereldwijde groei flink zijn gedaald en de bezorgdheid over stagflatie toeneemt. Het cashniveau onder beleggers bereikte het hoogste niveau sinds september 2001, zo bleek uit het rapport, waarbij BofA de resultaten omschreef als 'extreem bearish'. Het onderzoek onder beleggers met een gezamenlijk beheerd vermogen van \$ 72 miljard toonde ook aan dat het strakkere monetaire beleid wordt gezien als het grootste risico, gevolgd door een wereldwijde recessie, terwijl de vrees voor stagflatie gestegen is tot het hoogste niveau sinds 2008.

Het BofA-onderzoek liet nog een aantal andere interessante uitkomsten zien, namelijk dat er nu door actieve beleggers op technologieaandelen de groot-

ste shortpositie is opgebouwd en dat beleggers verder vooral negatief zijn over Europese aandelen en Emerging Markets. BofA benadrukt overigens dat extreme uitslagen als deze later vaak als contra-indicator kunnen worden gezien. Beleggers zijn aan de andere kant positiever over grondstoffen en defensieve aandelen. De respondenten verwachten verder nog 7,9 renteverhogingen door de Fed (dat was in de april-enquête nog 7,4). Tot slot is de Fed-put nog niet dood verklaard. Rond een S&P 500-niveau van 3.530 punten zou die weer geactiveerd kunnen worden, bijvoorbeeld door het monetair beleid tijdelijk te verruimen.

Wat vinden vier bekende beleggings-experts van de huidige stand van zaken op de financiële markten en hoe zien ze de tweede helft van dit jaar?

**FIGUUR 1: GROOTSTE ANGSTEN BELEGGEN**



Bron: BofA Global Fund Manager Survey, 288 beleggers met gezamenlijk \$ 72 miljard beheerd vermogen geïnterviewd tussen 6 en 12 mei.



## Bob Homan

### Hoofd, ING Investment Office

‘We achten de kans op een wereldwijde recessie op korte termijn niet groot.’

‘De grootste verrassing voor ons in 2022 tot nu toe is de snellere en sterker dan verwachte stijging van de rente, in reactie op de historisch hoge inflatie, een risicovolle ontwikkeling waarvoor we eind vorig jaar al waarschuwden en die zich nu sneller voltrekt dan gedacht. Dalende obligatiekoersen en een herprijzing van risicovolle beleggingscategorieën, waaronder aandelen, zijn het gevolg. Voor beleggers waren er buiten grondstoffen weinig plaatsen om te schuilen. We hebben onze wereldwijde economische groeiverwachtingen voor dit jaar verlaagd van 4,4% naar 3,4%. En hoewel we in sommige regio's en landen een stagflatiescenario zien, achten we de kans op een wereldwijde recessie op korte termijn niet groot.’

We verwachten dat de inflatiedruk in de tweede helft van dit jaar zal afnemen en dat centrale banken de beleidsrentes niet verder zullen verhogen dan wat markten reeds hebben ingeprijsd. Voor beleggers zien we na de herwaardering vooral kansen voor aandelen. Die zijn sinds eind

2021 namelijk 20% goedkoper geworden op basis van de opwaarts bijgestelde winstgroeiverwachtingen en de lagere koersen, terwijl de risicopremie nog bovengemiddeld is. Vergeet niet dat bedrijfswinsten in nominale termen zijn en de nominale economische groei zich, dankzij de inflatie, boven verwachting ontwikkelt. Onze voorspelling dat aandelen uit de sector Energie het dit jaar goed zouden doen, heeft nog beter uitgepakt dan verwacht. We zien hiervoor ook nog kansen voor de rest van dit jaar. Dat geldt ook voor onze voorkeur voor aandelen met ‘pricing power’ die we zowel vinden in waarde- als in redelijk geprijsde groeiaandelen.

Over (staats)obligaties zijn we ondanks de hogere rentes nog steeds weinig enthousiast en we houden voorslagnog vast aan een korte duration. We hebben binnen obligaties een voorkeur voor spreadcategorieën. Een economische teruggang die ontardt in een winststagnatie zien we als grootste bedreiging voor ons scenario.’

## Michel Iglesias del Sol

### Chief Investment Strategist, Van Lanschot Kempfen

‘Ten opzichte van een half jaar geleden zijn wij behoorlijk somberder geworden over de economische vooruitzichten. We gingen het jaar in met een stevig momentum voor de wereldeconomie en de afbouw van monetaire en fiscale stimulering leek deze groei niet te gaan ontregelen. De toch al hoge inflatie is door de oorlog in Oekraïne echter nog verder gestegen en hoe langer deze situatie voortduurt, hoe breder de prijsstijgingen in de economie onderliggend doorsijpelen. Dit betekent dat centrale banken behoorlijk hard op de rem moeten gaan trappen om de economische groei te vertragen. Gecombineerd met de door de hoge inflatie teruglopende reële besteedbare inkomens zal de economische groei onvermijdelijk gaan vertragen. In Europa, waar de potentiële economische groei toch al laag

is, leidt dit dan al snel tot een, waarschijnlijk milde, recessie. In de VS, niet langer een netto-importeur van energie, lijkt een zachte landing mogelijk nu de inflatie mogelijk al heeft gepiekt en de arbeidsmarkt sterk blijft.’

Afnemende groei zal neerwaartse druk op inflatie geven, al zal dit tijd kosten. Mocht de inflatie om andere redenen dalen, dan kan de situatie snel verbeteren. In de tussentijd biedt dit kansen om de energietransitie te versnellen. Op de lange termijn kan zeker Europa hier sterker uitkomen. Voor beleggers is dit een lastige omgeving. Aandelen staan onder druk door afnemende groei en obligaties door stijgende rentes. De focus op diversificatie, inflatiegevoeligheid en alternatieve beleggingen zal daarom aanhouden.’



‘In de VS lijkt een zachte landing mogelijk nu de inflatie mogelijk al heeft gepiekt en de arbeidsmarkt sterk blijft.’



## Sander van Ginkel

Senior Investment Strategist, MN

‘De vraag is of stagflatie – als het al optreedt – lang kan aanhouden.’

‘Economisch gezien begon het jaar als verwacht. Onderliggende drijvers van de inflatie verloren wat aan kracht. Zo zagen we ontspanning in de mondiale aanbodketens door heropening van economieën. Bovendien daalde de gasprijs ten opzichte van de hoge piek in december. Tot Vladimir Poetin de wereld schokte met de invasie van Oekraïne. Grondstoffenprijzen schoten initieel omhoog en de verstoringen in de aanbodketens namen weer toe, zeker nadat ook delen van China in lockdown gingen. Geopolitieke verhoudingen zijn op scherp gezet, met een toegenomen risico op een bredere mondiale tweedeling. In onze scenario-analyse is de kans van het stagflatie-scenario dan ook significant verhoogd. Hogere grondstoffenprijzen drijven inflatie op en remmen – via koopkrachtverlies – economische groei. Potentiële de-globalisering herbergt theoretisch soortgelijke effecten. We hoeven slechts naar de jaren zeventig van de vorige eeuw te kijken, om te zien dat stagflatie voor financiële markten bepaald

geen positieve omgeving is. Recente koersbewegingen bevestigen dit beeld, hoewel dekkingsgraden nog profiteren van hogere rentes.

De vraag is echter hoe lang stagflatie – als het al optreedt – kan aanhouden. Een economische ‘stag’ ondermijnt de pijlers onder de hoge inflatie, via afnemende vraag naar grondstoffen, goederen, diensten en arbeidskrachten. Voor een meerjarige stagflatie-omgeving is ons inziens een stevige de-globaliseringstrend nodig. Daarvan zien we nog te weinig signalen. Op korte termijn zal de stagflatiezorg aanhouden en zijn we voorzichtig in ons portefeuille-advies. Later dit jaar zien we de inflatie echter dalen, als de prijsopdrijvende verstoringen van de pandemie en van de oorlog wegebben. De koopkracht herstelt dan en centrale banken kunnen hun monetaire verkrapping temporiseren. Daarmee ontstaat dan weer meer ruimte voor groei, van economieën en rendementen.’

## Lukas Daalder

Chief Investment Strategist, BlackRock Nederland

‘Eind vorig jaar noemde ik de stijgende kapitaalmarktrente als grootste bedreiging voor de beurs, waarbij ik aantekende dat ik de kans daarop niet heel erg groot achtte. Achteraf gezien klopte het eerste deel van deze analyse prima, want de oplopende kapitaalmarktrente is zeker één van de hoofdthema’s in de financiële markten geweest. Het heeft niet alleen geresulteerd in een stevige correctie in (technologie)aandelen, maar ook tot een koersval in de obligatiemarkt geleid die zijn weerga niet kent. De verliezen in de brede Duitse en Amerikaanse obligatiemarkt liepen dit jaar op tot zelfs -10%, een correctie die we zelfs in de jaren zeventig niet hebben gezien.

Waarom achtte ik de kans op een dergelijke uitkomst dan toch klein? Om de simpele reden dat de uitgifte van nieuwe

schuld de afgelopen twee jaar weer records heeft gebroken, waarmee de rentegevoeligheid van de wereldeconomie verder is toegenomen. Kan de wereldeconomie een stijging van de kapitaalmarktrente wel aan? Daar ligt de grote onzekerheid voor de tweede helft van dit jaar: hoe weet de economie zich staande te houden in een omgeving van gestegen kapitaalmarktrentes, hoge inflatie, een verkrappend monetair beleid en een voortslepend internationaal conflict (Oekraïne)? Hierbij lijkt de consensusverwachting te zijn dat we op een negatief scenario afstevenen. Hoewel die kans – zeker in Europa – reëel is, zie ik toch ook lichtpuntjes. Niet alleen is een deel van het negatieve nieuws al ingeprijsd, in een recessiescenario lijkt de opmars van de kapitaalmarktrente bovendien weer achter de rug te zijn.’



‘In een recessiescenario lijkt de opmars van de kapitaalmarktrente weer achter de rug te zijn.’