



Counterpoint Weekly 17–23 januari 2022

Het hoogtepunt voorbij

Daniele Antonucci
Chief Economist &
Macro Strategist

Philipp Schöttler
Cross-Asset Strategist

Carolina Moura-Alves
Group Head of Asset
Allocation

Tom Kremer
Senior Macro Strategist

Philip Odum
Macro Strategist

Bill Street
Group Chief
Investment Officer

De economische groei en de stimuleringsmaatregelen zouden dit jaar weliswaar een minder positieve bijdrage moeten leveren, maar daar staat tegenover dat de inflatie en de impact van het virus ook zouden moeten afnemen. We hebben een tactische overweging in Amerikaanse aandelen en in een reeks bedrijfsobligaties.

Wat u moet weten

- In *Counterpoint 2022* bespreken we hoe twee positieve marktfactoren – economische groei en ondersteunend beleid – dit jaar zouden moeten afvlakken en minder bepalend worden. Maar twee negatieve marktfactoren, de hoge inflatie en de impact van Covid-19, zullen waarschijnlijk ook afvlakken en minder negatief worden. De macro-omstandigheden zijn gunstig voor de aandelenkoersen en voor de obligatierente, die beide stijgen.
- We behouden onze tactische overweging in Amerikaanse aandelen. Het sterke marktherstel van 2021 ligt achter ons en de winstgroei van de bedrijven heeft waarschijnlijk gepeikt. Maar de cyclus is nog niet voorbij en de winstcijfers zullen waarschijnlijk robuust blijven. De consumptieve bestedingen van de Amerikaanse huishoudens zijn robuust en het prijszettingsvermogen van met name Amerikaanse technologiebedrijven is sterk, waardoor de hoge winstmarges houdbaar kunnen blijven.
- Hoewel we verwachten dat de rentes wereldwijd weer zouden moeten stijgen ten opzichte van hun dieptepunten van vorig jaar, blijft het vinden van aantrekkelijk rendement op obligaties een uitdaging. We zijn dus op zoek naar rentevergoedingen in segmenten die volgens ons hun kredietrisico goed compenseren. EM-staatsobligaties en Aziatische highyield-obligaties bieden momenteel het hoogste rendement, waarvoor we de voorkeur hebben boven obligaties met een lagere renteopbrengst.

We beginnen het jaar met een onveranderde tactische assetallocatie gebaseerd op een gematigde voorkeur voor risico, waarbij we zowel Amerikaanse aandelen als EM-staatsobligaties en Aziatische highyield-obligaties overwegen ten koste van laagrentende staatsobligaties en investmentgrade-obligaties (figuur 1). Hoewel de vroege-herstelfase van de conjunctuurcyclus (met zijn hoge aandelenwinsten) achter ons ligt, is de cyclus volgens ons nog niet op zijn eind. Aandelen zullen in deze fase waarschijnlijk nog steeds beter blijven presteren, en de Amerikaanse markt biedt een superieure binnenlandse groeidynamiek en een aantrekkelijke mix van conjunctuurgevoelige en defensieve aandelen en aandelen van technologiebedrijven. Vanwege het rentevoordeel behouden we ook onze voorkeur voor obligaties in USD boven EUR, (zelfs na afdekking van het valutarisico). Bovendien behouden obligaties in USD hun waarde beter gedurende periodes van marktvolatiliteit.

In tegenstelling tot de andere obligatiemarkten zijn Aziatische highyield-obligaties in 2021 onder druk gekomen, waarbij de risicopremies fors zijn gestegen en ook het nieuwe jaar slecht zijn begonnen. Beleggers hadden het risico van een wanbetalingsgolf in de Chinese vastgoedsector ingeprijsd, uit bezorgdheid dat meer dan een derde van de bedrijven failliet zou gaan. Vanwege de systemische risico's die het voor de Chinese economie zou opleveren, leek een dergelijk scenario ons te pessimistisch. Een aanwijzing voor ons standpunt dat beleidsmakers een onvermijdelijke vertraging zouden verzachten, is dat de Chinese overheid bepaalde beperkingen heeft versoepeld, terwijl de centrale bank haar beleid heeft verruimd. We zijn ons terdege bewust van de risico's voor de komende maanden, maar we blijven van mening dat deze beleggingscategorie in de komende 12 maanden, dankzij zijn hoge rentevergoeding en de volgens onze verwachting dalende risicopremies een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel biedt.

2022 wordt voor centrale bankiers waarschijnlijk een druk jaar

Figuur 1: Onze tactische overweging van aandelen en een reeks bedrijfsobligaties

We hebben overwogen posities in zowel Amerikaanse aandelen als in EM-staatsobligaties en Aziatische highyield-obligaties en we onderwegen laagrentende staatsobligaties en neutrale grondstoffen



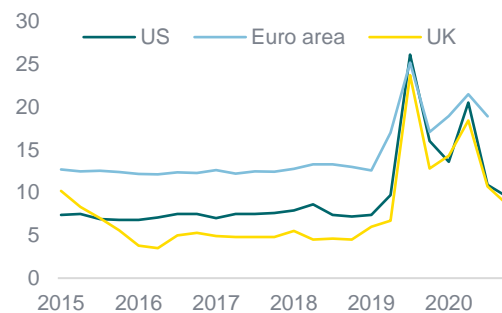
Bron: Quintet; opmerking: N = neutrale weighing van de beleggingscategorie binnen de SAA.

Twee positieve macrofactoren voorbij het hoogtepunt: groei en stimuleringsmaatregelen

Volgens ons zijn de economische groei en de winstgroei hun hoogtepunt voorbij. Een forse vertraging is vooralsnog onwaarschijnlijk, omdat de eerdere stimuleringsmaatregelen blijven doorwerken en zodra het grootste gevaar van omikron is geweken, zouden de economieën weer verder open moeten gaan. De gedurende de lockdowns geaccumuleerde besparingen, doordat de dienstensector deels stil heeft gelegen en dankzij de opgespaarde covid-uitkeringen, zijn nu gedeeltelijk uitgegeven (figuur 2). De koopkracht van consumenten zou dus lager moeten zijn. Het Amerikaanse begrotingsbeleid zal de komende tijd waarschijnlijk ten koste gaan van de BBP-groei (figuur 3). Dit kan voornamelijk worden toegeschreven aan een afname van de overdrachten op federaal niveau, omdat de tijdelijke uitbreiding van de duur en hoogte van de werkloosheidsuitkeringen en de rondes belastingkortingen zijn beëindigd. Tevens wordt het toegeschreven aan een verlaging van de federale niet-defensie gerelateerde uitgaven sinds de beëindiging van het leningsprogramma voor kleine bedrijven om hun werknemers te blijven betalen.

Figuur 2: besparingen van huishoudens (% van het beschikbare inkomen)

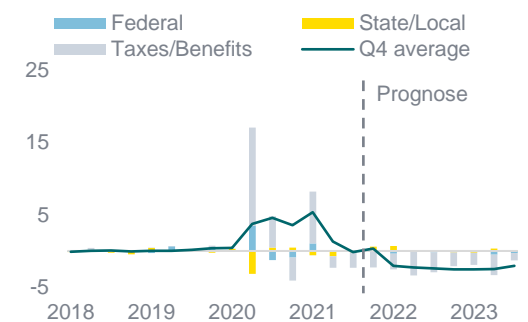
Inhaalvraag zal waarschijnlijk vertragen nu spaaroverschotten zijn uitgegeven



Bron: Quintet, US Bureau of Economic Analysis, Eurostat, UK Office for National Statistics, Bloomberg

Figuur 3: Effect begrotingsbeleid VS op reëel BBP (ppt op jaarbasis)

Beëindiging aanvullende uitkeringen heeft negatief effect op economische groei



Bron: Quintet, Brookings | Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy

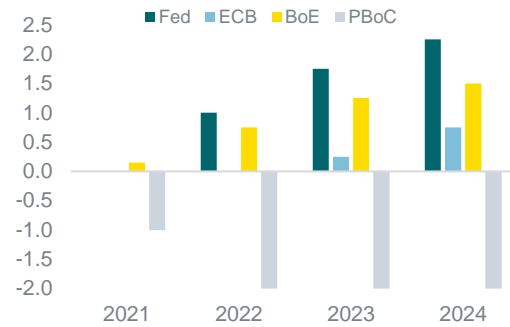
2022 wordt voor centrale bankiers waarschijnlijk een druk jaar (figuur 4 en 5). De Fed (vanaf april) en de Bank of England (met ingang van deze maand) zouden hun netto activa-inkopen moeten beëindigen en de recordlage rentes weer gaan verhogen. De Fed zal de rente dit jaar waarschijnlijk drie of vier keer verhogen met in totaal 75-100bps en het jaar daarna in eenzelfde tempo. De Bank

De hogere inflatie houdt langer aan dan oorspronkelijk verwacht, maar volgens ons blijft het een tijdelijke piek.

of England, die de rente al in december 2021 heeft verhoogd, zal de rente in 2022 waarschijnlijk twee of drie keer verhogen met in totaal 50-75bps en in 2023 hiermee doorgaan. De VS zullen er waarschijnlijk 18 maanden en het VK zes maanden over doen om hun beleidsrente weer op het pre-covid niveau te brengen (die toen ook al laag was). Beide centrale banken zullen waarschijnlijk ook beginnen met het afbouwen van hun balans. De ECB zal in 2022 haar netto activa-opkoopprogramma niet beëindigen en ook de rente niet verhogen. De Chinese Volksbank is bezig met renteverlagingen en is de financieringsvoorwaarden aan het versoepelen.

Figuur 4: Cumulatieve verandering beleidsrente

De Fed en de BoE bereiden renteverhogingen voor, de ECB maakt een pas op de plaats en China gaat door met het verlagen van de beleidsrente.



Bron: Quintet, central banks, Bloomberg

Figuur 5: Renteverhogingscycli van de Fed

De Fed zou dit keer op een relatief laag niveau van de beleidsrente moeten uitkomen

Recession trough	Hiking cycle			
	Lift-off (months from trough)	Duration (months)	bps	Terminal rate
Nov 82	5	17	325	11.75%
Mar 91	35	13	300	6.50%
Nov 01	31	25	425	5.25%
Jun 09	78	37	225	2.50%
May 20	22	33	225	2.50%

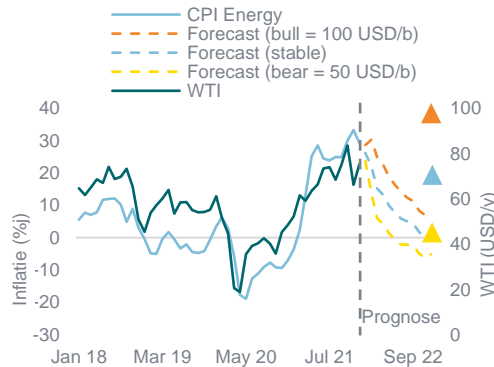
Bron: Quintet, Federal Reserve

Twee negatieve macrofactoren pieken later: de inflatie en de impact van het virus

De hogere inflatie houdt langer aan dan oorspronkelijk verwacht, maar volgens ons blijft het een tijdelijke piek. Hij zou dit jaar moeten dalen naarmate de energieinflatie afneemt (figuur 6). De olieprijsen zijn van een dieptepunt van USD 20/vat omhooggeschoten tot meer dan USD 75 eind 2021; dit betekent voor de Amerikaanse energieinflatie een jaar-op-jaar stijging van meer dan 30%. Zelfs als hij tot USD 100 zou stijgen, zou de energieinflatie in december tot 6% gedaald moeten zijn. Als de oliekoers op de huidige niveaus zou stabiliseert, verwachten we dat hij tot nul zou moeten dalen. Daarnaast was er ook sprake van een versnelde loongroei, aangejaagd door de sectoren met lagere lonen die door de pandemie het zwaarst waren geraakt (figuur 7). Maar verdere loongroei zou moeten worden getemperd door de geleidelijke terugkeer van arbeidskrachten die nu thuiszitten. De vertragende economische groei en het verkrappende beleid zouden ook moeten bijdragen.

Consumenten kunnen, met name in de VS, terugvallen op hun solide balansen en kunnen waarschijnlijk geld blijven uitgeven wanneer Covid geleidelijk verdwijnt of we ermee leren leven.

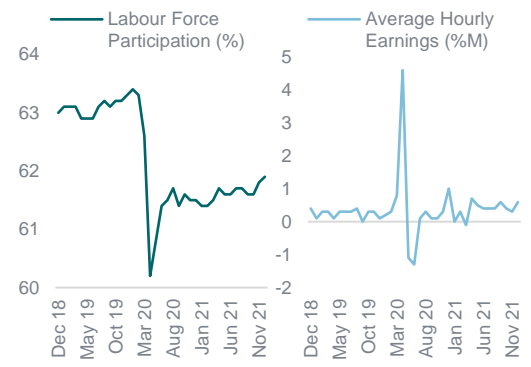
Figuur 6: Energieinflatie VS en oliekoersen
 De meeste scenario's voor olie wijzen op een vertragende energieinflatie. (Δ = koersdoel olie)



Bron: Quintet, Bloomberg

Figuur 7: Gemiddelde uurloon VS en arbeidsparticipatie

Loongroei zou door terugkeer arbeidskrachten moeten afnemen

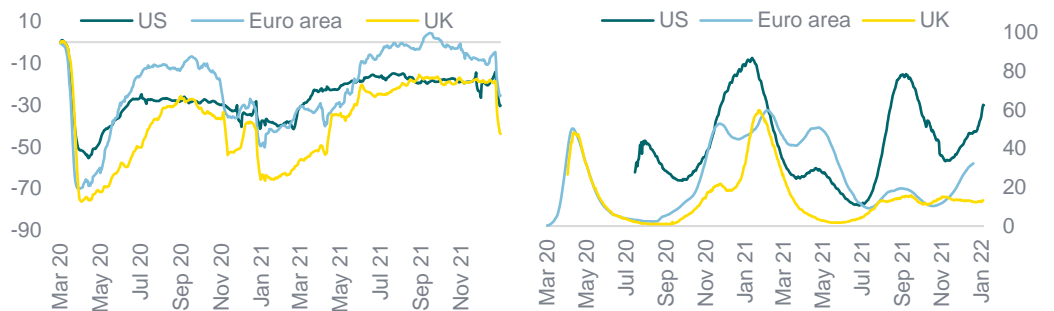


Bron: Quintet, US Bureau of Labor Statistics

Een ander voorbeeld van een minder negatief wordende negatieve factor is de impact van Covid-19 (figuur 8). De recente virusvarianten die weliswaar besmettelijker zijn, lijken minder ingrijpend en leiden tot minder verstoring van de economische activiteit. Ten gevolge van omikron is de mobiliteit weer aan het afnemen. Uit de cijfers blijkt echter ook dat de impact van elke nieuwe golf minder ingrijpend is. In de VS en in Europa is de bezetting van de intensive care is toegenomen, maar dit was nog steeds deels toe te schrijven aan de grotere aanwezigheid van de deltavariant. In het VK waar omikron al langer dominant is, ligt het aantal ernstige gevallen ver onder de eerdere piekcijfers. Doordat het virus voor minder problemen zorgt, zouden de toeleveringsketens moeten herstellen, met name in de opkomende markten waar de vaccinatiegraad nog steeds laag is maar toeneemt. Dit zou vervolgens weer moeten helpen om de piek in inflatie te doen dalen.

Figuur 8: Mobiliteit en ziekenhuisbezetting

De impact van Covid-19 op de mobiliteit van mensen (Google Mobility Index, links) en op de gezondheidszorgsystemen (Yves C-bezetting per miljoen, rechts) lijkt nu minder ingrijpend



Bron: Quintet, Google, Our World in Data

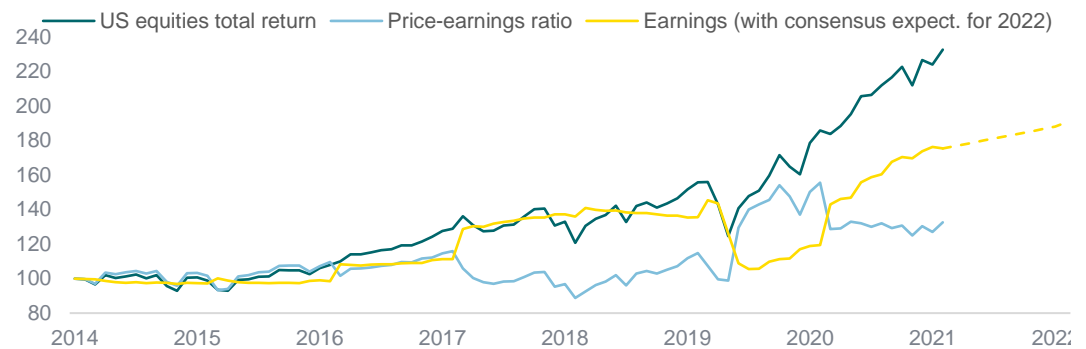
Amerikaanse aandelen blijven op kop

Nu de wereldeconomie qua groei over zijn hoogtepunt heen is, is dat ook van invloed op de bedrijfswinsten. Maar de aandelencyclus is nog niet op zijn eind. De omstandigheden blijven over de hele lijn gunstig, ondanks het feit dat het miraculeuze herstel van 2021 steeds meer tot het verleden behoort. Consumenten kunnen, met name in de VS, terugvallen op hun solide balansen en kunnen waarschijnlijk geld blijven uitgeven wanneer Covid geleidelijk verdwijnt of we ermee leren leven. Ondertussen zijn er veel bedrijven het afgelopen jaar hebben laten zien dat ze zelfs bij een toenemende inflatie hun hoge winstmarges kunnen handhaven. De grotere Amerikaanse technologiebedrijven hebben een sterk prijszettingsvermogen. In 2022 zou de winstgroei dan ook robuust moeten blijven (figuur 9). De door analisten verwachte groei bedraagt gemiddeld 10% per

jaar; iets boven het dertigjaarsgemiddelde. In dezelfde periode hadden Amerikaanse aandelen een rendement van 11% op jaarbasis.

Figuur 9: Rendement Amerikaanse aandelen, koers-winstratio en winst (consensusprognose voor 2022)

Toenemende bedrijfswinsten zullen waarschijnlijk een (meer gematigde) aandelenrally ondersteunen

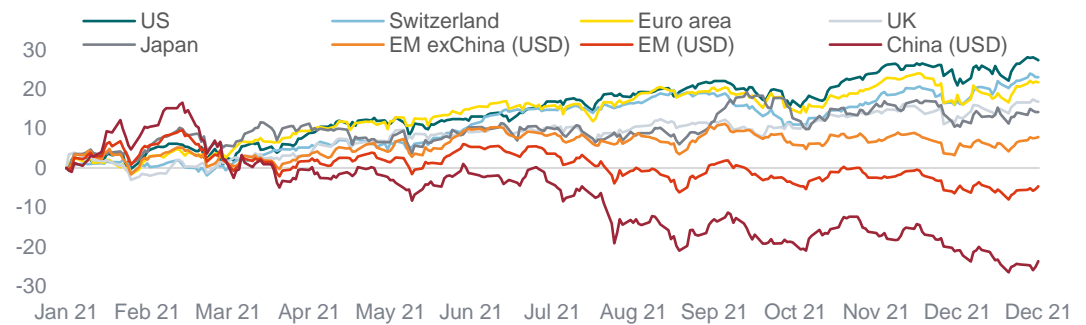


Bron: Quintet, Bloomberg; opmerking: in het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Risico's voor onze positieve vooruitzichten zijn onder meer een verslechtering van de pandemie waardoor grootschalige lockdowns worden afgekondigd en de economische activiteit vervolgens verzwakt. Mocht de groei afnemen, dan zullen volgens ons het begrotings- en monetair beleid waarschijnlijk worden uitgebreid, waardoor de koersen enigszins gesteund worden. In ons basisscenario voor dit jaar gaan we niettemin uit van een afnemend ondersteunend beleid. Maar beleggers hebben voor 2022 inmiddels al drie tot vier renteverhogingen door de Fed ingeprijsd; de aandelenkoersen zouden dus alleen door een beleid gebaseerd op hogere rente kunnen worden afgeremd. Over de hele lijn verwachten we dat Amerikaanse aandelen beter blijven presteren dan obligaties, hoewel met een lager tempo dan vorig jaar. We behouden onze tactische overweging. Met een totaalrendement van 26% in 2021 hebben de VS alle andere regio's achter zich gelaten. Volgens ons is dit ook een sterke uitgangspositie voor het begin van het nieuwe jaar (figuur 10).

Figuur 10: Totaalrendement van regionale aandelenmarkten (%), plaatselijke valuta tenzij anders vermeld)

Amerikaanse aandelen lagen in 2021 op kop en volgens ons zal dat in 2022 ook zo zijn



Bron: Quintet, Bloomberg; opmerking: in het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

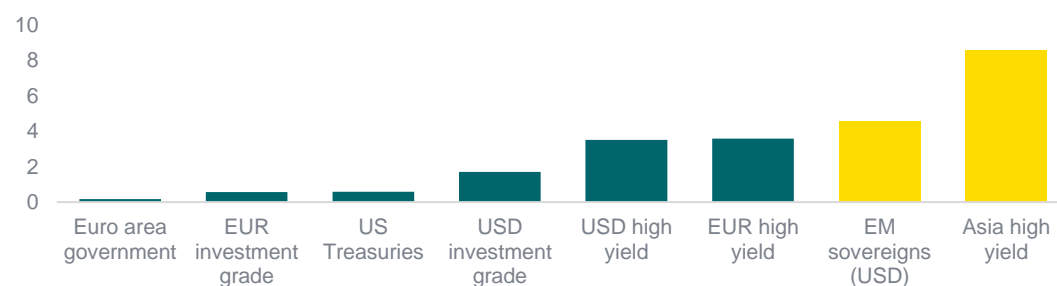
Een aantal EM-landen kampt met problemen

Rentevergoeding is hoofdzaak, ook nu de rente weer uit het dal klimt

Hoewel de rentes wereldwijd weer zouden moeten stijgen ten opzichte van hun dieptepunten dit jaar, blijft het vinden van aantrekkelijk rendement op obligaties een uitdaging (figuur 11). We zijn dus op zoek naar rentevergoedingen in segmenten die hun kredietrisico goed compenseren. EM-staatsobligaties en Aziatische highyield-obligaties bieden momenteel het hoogste rendement, die wij de voorkeur geven boven obligaties met een lagere renteopbrengst. Een aantal EM-landen staat er slecht voor; Turkije zit in een valutacrisis en een groot aantal Afrikaanse landen gaat gebukt onder de pandemie, omdat de vaccinatiegraad er nog steeds erg laag is. Niettemin hebben EM-obligaties ongeveer in lijn met US Treasuries gepresteerd en de turbulentie van 2021 dus redelijk goed doorstaan. Voor 2022 verwachten we dat de risicopremies zich horizontaal blijven ontwikkelen en dat de rentevergoeding van momenteel 4,5% (in EUR) een belangrijke factor in het rendement is.

Figuur 11: Yield-to-worst van verschillende obligatiesegmenten (EUR hedged)

De zoektocht naar rendement houdt aan



Bron: Quintet, Bloomberg

Aziatische highyield-obligaties hadden in 2021 het slechtste jaar van het afgelopen decennium. Dit was hoofdzakelijk te wijten aan strengere regelgeving, die onder Chinese vastgoedontwikkelaars een zware tol had geëist (figuur 12). Ten gevolge van de correctie zijn de huidige waarderingen met een gemiddeld rendement van 10% (in EUR) aantrekkelijk. De risico's zijn naar onze mening adequaat ingeprijsd en de eerste tekenen van stabilisering zijn al zichtbaar. De Chinese overheid heeft maatregelen genomen om de financieringsvoorwaarden te versoepelen, in ieder geval voor solvabele vastgoedbedrijven, en benadert de sector over de hele lijn met een meer verruimingsgezinde aanpak. Vorig jaar waren er enkele omvangrijke wanbetalingssituaties (Evergrande en Kaisa), maar hierdoor hebben beleggers uiteindelijk weer vertrouwen gekregen in de resterende (meer solide) bedrijven en is de weg vrijgemaakt voor een verkrapping van de risicopremies. Voor 2022 verwachten we dat het aantal wanbetalingssituaties hoog zal blijven, maar het rendement op deze beleggingscategorie zal na de uitverkoop in 2021 waarschijnlijk herstellen.

Figuur 12: Aziatische HY-obligaties total return index

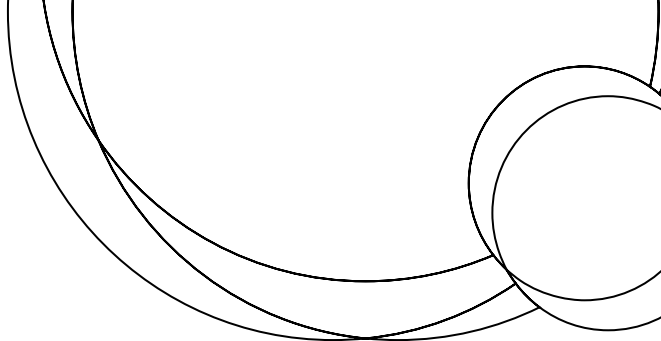
Aziatische highyield heeft zich na grote tegenslagen wel vaker hersteld



Bron: Quintet, Bloomberg; opmerking: In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Vooruitzichten

In onze [Counterpoint 2022](#) kunt u meer lezen over onze verwachtingen voor het komende jaar. Onze beleggingsexperts delen hier hun visie op de financiële markten en beleggen, en over de thema's die volgens ons de aanjagers van de economie van morgen zijn; van duurzaamheid en de strijd tegen klimaatverandering tot de voortschrijdende digitalisatie van een groot aantal aspecten van ons leven.



Quintet Private Bank

We zijn er trots op dat we klein genoeg zijn om u en uw familieleden dienstverlening op maat te kunnen bieden, en groot genoeg om u toegang te verschaffen tot het beste dat de financiële wereld te bieden heeft. Wat uw behoeften ook zijn, wij bieden u objectieve inzichten, advies en informatie over producten en diensten, die overeenstemmen met uw persoonlijke doelstellingen. Met kantoren in 50 Europese steden staan we overal voor u klaar, waar u zich ook bevindt. Onze doelstelling is het winnen van uw vertrouwen en het gesprek aan te gaan over wat voor u daadwerkelijk van belang is.

Over ons

Quintet Private Bank (Europe) S.A. is in 1949 opgericht, heeft zijn hoofdkantoor in Luxemburg en is met 2.000 werknemers actief in meer dan 50 Europese steden. Quintet is een algemeen erkende, toonaangevende private bank voor vermogende personen, hun families en een breed scala aan institutionele en professionele cliënten, waaronder family offices, stichtingen en andere vermogensbeheerders. De familie private banken van Quintet bestaat uit Brown Shipley (VK), InsingerGilissen (Nederland), Merck Finck (Duitsland), Puilaetco (België), Puilaetco (Luxemburg), Quintet Danmark (Denemarken), Quintet Luxembourg (Luxemburg) Ga naar www.quintet.com voor meer informatie.

Voor een rijker leven

Wij zijn van mening dat een rijk en zinvol leven veel verder gaat dan vermogen en bezittingen en dat levensdoelen, passie en impact er voor onze cliënten daadwerkelijk toe doen. Als u net als ons gedreven bent en nieuwsgierig naar manieren om uw leven rijker te maken, dan nodigen we u van harte uit om deel te nemen aan onze voortdurende dialoog over dit onderwerp. We voeren regelmatig gesprekken met mensen uit alle delen van de samenleving over impact, cultuur, onderwijs, nalatenschap en talloze andere onderwerpen – om belangrijke vraagstukken van vandaag vanuit een ander perspectief te benaderen.

www.foraricherlife.com

Counterpoint marktinzichten

We benaderen de wereld vanuit een ander perspectief, en publiceren regelmatig verschillende artikelen waarin we nader ingaan op recente gebeurtenissen in de wereldeconomie en op de financiële markten. Naast onze wekelijkse, maandelijkse en jaarlijkse Counterpoints, kunt u interviews bekijken met Bill Street, onze Chief Investment Officer en met onze economen, analisten en asset-allocatiedeskundigen.

www.quintet.com

Dit document is opgesteld door Quintet Private Bank (Europe) S.A. De uitspraken en opvattingen in dit document - gebaseerd op informatie uit betrouwbaar geachte bronnen - zijn die van Quintet Private Bank op de publicatiedatum (17 januari 2022) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard en vormt geen juridisch, boekhoudkundig, fiscaal of beleggingsadvies. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat in het verleden behaalde resultaten geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de waarde van beleggingen kan dalen of stijgen. Veranderingen in de wisselkoersverhoudingen kunnen er ook toe leiden dat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt of daalt.

Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2022. Alle rechten voorbehouden.