

Kansen verschuiven in een wereld met een hogere inflatie

Door Michiel Pekelharing Fotografie Cor Salverius Fotografie



Welke regio heeft de beste beleggingsvooruitzichten? Zitten er voor Europa ook voordelen aan het protectionistische beleid van de Amerikaanse president Trump? En hoeveel zorgen moeten beleggers zich maken over een oploeiende inflatie? Tijdens het Outlook-seminar van Financial Investigator kwamen deze en andere vragen aan bod in een paneldiscussie over macro-economie en asset classes, onder leiding van dagvoorzitter Olaf van den Heuvel.

Volgens Ineke Valke, Senior Beleggingsstrategist bij Wealth Management Partners, zijn de inflatievooruitzichten sterk regiogebonden: 'De inflatie blijft in de VS waarschijnlijk hardnekkig hoger dan in Europa. Dat komt onder meer door de impact van nieuwe tarieven, de zwakke dollar en fiscale maatregelen, die de prijzen opdrijven. In Europa is het beeld meer gemengd. Deglobalisatie en overheidsinvesteringen zorgen voor een opwaartse druk. Tegelijkertijd drukken de sterkere euro, meer concurrentie en Chinese dumping de prijzen. Uiteindelijk verwacht ik in Europa een gematigd inflatiebeeld en een beperkte groei, mede door kostenbesparingen en belastingverlagingen.' Valke wijst erop dat de impact van de Amerikaanse handelstarieven nog niet volledig in de cijfers zit. 'De impact is vertraagd. Door politieke onzekerheid en doordat de regering-Trump niet alle maatregelen direct heeft doorgevoerd, worden de echte effecten pas in 2026 zichtbaar.'

Volgens Frédéric Leroux, Hoofd van het Cross Asset-team bij Carmignac, tekent zich op het vlak van inflatie een fundamentele omslag af: 'We zijn een nieuw tijdperk van structureel hogere inflatie ingegaan. De globalisering die decennialang de inflatie temperde, is voorbij. Deglobalisatie, demografische

trends, geopolitieke spanningen en sociale druk leiden tot blijvend hogere prijzen.' Volgens Leroux is het tijdperk van 'lage inflatie en lage rente' definitief voorbij: 'Trump wil de dollar verzwakken. Hij voert de druk op de Federal Reserve op om de beleidsrente te verlagen, en hij voert belastingverlagingen door. Dat is allemaal inflatoir. Zelfs als technologische vernieuwing banen vernietigt, zal dat te langzaam gaan om de opwaartse prijsdruk te compenseren.'

Charles Kalshoven, Expert Beleggingsstrategist bij APG Asset Management, ziet ook dat de structurele inflatierisico's zijn toegenomen. Hij focust voornamelijk op de Europese inflatie, die volgens hem gemiddeld waarschijnlijk iets hoger uitkomt dan de ECB-doelstelling van 2% op de wat langere termijn. 'De wereld is minder voorspelbaar geworden. Onder meer door deglobalisering en geopolitieke verrassingen neemt het gevaar van inflatieschokken toe. Als gevolg daarvan zal de gemiddelde inflatie hoger uitpakken dan het 2%-doel van de ECB. Die doelstelling blijft ongetwijfeld hetzelfde, maar de ECB gaat 'overshooting' niet compenseren met 'undershooting'. Na bijvoorbeeld twee jaar met 4% inflatie – dat is cumulatief 4% te veel – zal de ECB niet vier jaar lang gaan sturen op 1% inflatie om dit weer goed te maken. Om die reden zal de gemiddelde inflatie op de lange termijn eerder uitkomen op 2,25% à 2,5%. De jaren waarin de inflatie de 2% niet duurzaam haalde – zo tussen de GFC en Covid – liggen echt achter ons.'

Diversificatie: weg van de VS?

Dagvoorzitter Olaf van den Heuvel schuift de vraag naar voren of het verstandig is om met het vooruitzicht van een wat hogere inflatie om te schakelen naar een beleggingsbeleid waarin de VS niet langer centraal staat. De zaal is het daar grotendeels mee eens, maar de panelleden zien nuance.

'Ik zou uiteraard nooit volledig uit de VS stappen,' zegt Valke. 'De winstgevendheid van Amerikaanse bedrijven blijft indrukwekkend. De innovatiekracht – zeker op het gebied van AI – zorgt voor structurele kansen. Iedereen roept al maanden dat je uit de VS moet, maar de markt blijft sterk. In plaats van Amerikaanse aandelen te >



VOORZITTER

Olaf van den Heuvel

CIO, Achmea Investment Management



Charles Kalshoven

Expert Beleggingsstrategist, APG Asset Management



Frédéric Leroux

Hoofd Cross Asset Team, Carmignac



Ineke Valke

Senior Beleggingsstrategist, Wealth Management Partners

‘Grondstoffen zijn een wat onopvallende vriend: geen gangmakers op het feest, maar wel steunpilaren in nood.’

negeren, zou je naar mijn mening licht kunnen onderwegen in de portefeuille.’

Kalshoven benadrukt dat een hogere inflatie geen aanleiding zou moeten zijn om de regiospreiding van de portefeuille tegen het licht te houden. Een reden is dat aandelen in feite real assets zijn. In plaats daarvan is het een betere benadering om de dollarexposure af te dekken, omdat een hogere inflatie zich uiteindelijk vertaalt in een zwakkere munt. Kalshoven: ‘Veel institutionele beleggers hebben hun dollar-afdekking dit jaar vergroot. Dat lijkt me zinvoller dan een geografische rotatie puur vanwege inflatie.’

Leroux rekent er wel op dat een wat hogere inflatie zich in de beleggingswereld laat voelen via een stijgende rente. ‘Dat is slecht nieuws voor groeiaandelen. De hele pro-VS trade van het afgelopen decennium wordt in zo’n scenario afgewikkeld. Beleggers zullen winst nemen op Amerikaanse tech-aandelen en overstappen naar waarde-aandelen in Europa, Japan en opkomende markten. Dat is een fundamentele rotatie. Dus weg van de VS, richting cyclische en door waarde gedreven markten.’

Het vooruitzicht dat een hogere inflatie zich laat voelen in de beleggingswereld, roept bij Van den Heuvel de vraag op of grondstoffen en goud een betrouwbare inflatiebescherming blijven. ‘Ja,’ zegt Leroux zonder aarzeling. ‘Inflatie en economische groei gaan de komende jaren hand in hand. Overheden hebben al

jarenlang geprobeerd om de verhouding tussen het bbp en de staatsschuld te verlagen via het inkrimpen van de staatsschuld. Dat is niet gelukt, dus nu zetten ze in op een hoge nominale groei. Dat creëert een enorme vraag naar grondstoffen. AI drijft bovendien de vraag naar energie en metalen als koper verder op. Grondstoffen zijn een logische hedge, maar veel beleggers hebben zichzelf die optie ontnomen vanwege ESG-criteria of reputatierisico’s. Daardoor zal de allocatie naar grondstoffen laag blijven, terwijl ze juist nodig zijn.’

Daar maakt Kalshoven wel een aantekening bij: ‘Grondstoffen zijn een wat onopvallende vriend: geen gangmakers op het feest, maar wel steunpilaren in nood. De gemiddelde langetermijnrendementen zijn niet spectaculair, maar bij inflatieschokken doen ze het goed. Ze functioneren als verzekering. Je hoopt dat je ze niet nodig hebt, maar in tijden van stress bewijzen ze hun waarde.’

De grondstofdiscussie roept in de zaal de vraag op of goud een plaats verdient in de beleggingsportefeuille. De afgelopen jaren is de waarde flink gestegen. Leroux: ‘Achter de goudrally gaan twee factoren schuil. Centrale banken diversifiëren weg van de dollar, en reële rentes blijven laag of negatief. Dat is een perfect klimaat voor goud. Op korte termijn kan het corrigeren, maar structureel blijft het interessant.’ Kalshoven gaat daar grotendeels in mee: ‘Voor beleggers met een 60/40-portefeuille kan goud een waardevolle stabilisator zijn, juist als rente- en aandelenmarkten tegelijkertijd onder druk staan.’

Waar liggen de kansen?

Na de inflatie- en grondstoffendiscussie verschuift Van den Heuvel het gesprek naar de vraag waar in dit veranderende macroklimaat kansen liggen voor beleggers. Valke kijkt daarbij naar specifieke marktsegmenten: ‘Wij zien veel potentie in Japan, China, smallcaps en private assets. In Japan is er eindelijk een generatie bedrijfsleiders die bereid is te hervormen. De corporate governance wordt aangescherpt en de winstgevendheid verbetert structureel. De nieuwe premier brengt die voor beleggers

‘De winstgevendheid van Amerikaanse bedrijven blijft indrukwekkend. De innovatiekracht – zeker op het gebied van AI – zorgt voor structurele kansen.’

gunstige ontwikkelingen in een stroomversnelling. De yen is wel een risicofactor, maar het structurele beeld is positief. Iets naar het westen tekent zich ook in China een omslag af. Daar mogen bedrijven tegenwoordig winstmaximalisatie nastreven. Bovendien stimuleert de overheid de binnenlandse vraag. Lage waarderingen maken het aantrekkelijk om daar nu in te stappen. Een ander interessant segment zijn smallcaps, die een inhaalslag kunnen maken. Deze aandelen zijn lang achtergebleven bij largecaps, maar profiteren straks van lagere korte rentes, stijgende overnames en aantrekkelijker waarderingen.'

Daar sluit Leroux zich bij aan: 'Smallcaps zijn inderdaad ondergewaardeerd. Daarnaast heb ik twee extra ideeën voor beleggers. De eerste is om inflatieswaps te kopen. De markt prijst een gemiddelde inflatie in van 2,5% voor de komende tien jaar in de VS. Dat is te laag en met inflatieswaps profiteer je daar veel slimmer van dan met inflation linked-obligaties. Daarnaast is het interessant om nu naar energie te kijken. Beleggers hebben momenteel heel kleine posities in grondstof- en energiesectoren, precies zoals bij China net voordat die markt herstelde. Trump's beleid zal de samenwerking tussen Rusland, China en India versterken, wat groei in die regio's aanjaagt. Dat kan de energieprijzen omhoog jagen.'

Kalshoven noemt geen specifieke beleggingskansen, maar ziet wel een uitgelezen mogelijkheid voor Europa: 'Trump maakt de VS met onder meer een streng immigratiebeleid en aanvallen op universiteiten minder aantrekkelijk voor toptalent. Dat biedt Europa de kans om wetenschappers en innovators aan te trekken. Dat klinkt misschien indirect, maar het is wél een concurrentievoordeel op lange termijn. Kennisnetwerken kunnen verschuiven richting Europa als we het slim aanpakken.'

Obligaties en actief versus passief

Uit de zaal komt de vraag naar voren of beleggers zich zorgen moeten maken over de kwaliteit van Europese staatsobligaties, nu overheden meer willen investeren en begrotingen willen verruimen. Valke kijkt

'We zijn een nieuw tijdperk van structureel hogere inflatie ingegaan. De globalisering die decennialang de inflatie temperde, is voorbij'

bij de positionering op de vastrentende markt vooral naar de gemiddelde resterende looptijd: 'Wij hebben een lagere rentegevoeligheid in de portefeuille, omdat we verwachten dat de rente zal oplopen. Binnen de obligatiemarkten zien we vooral kansen in investment grade-obligaties en wereldwijd hoogrenderende leningen. De fundamentals zijn sterk, en er is nog voldoende buffer om eventuele defaults op te vangen.' Leroux waarschuwt dat het inflatierisico onderschat wordt: 'De markt prijst te weinig inflatie in. Dat is een gevaar. Wie nu alleen op staatsobligaties vertrouwt, loopt een asymmetrisch risico. Wij prefereren kortere duur en instrumenten die direct profiteren van hogere inflatie.'

Tot slot vraagt Van den Heuvel of dit het moment is om terug te keren naar actief beleggen, in plaats van het passief volgen van een index. Valke neigt daar wel naar. 'We zitten laat in de cyclus, de verschillen tussen regio's en sectoren nemen toe. Dan loont een iets actievere selectie. Tegelijkertijd blijft kostenefficiëntie belangrijk, dus een gemengde aanpak is logisch.' Kalshoven waagt zich niet aan het timen van de marktcyclus: 'Er is een plek voor actief beleggen, maar dat zit meer in fundamentele analyse dan in timing. Vertrekpunt voor een langetermijn-belegger is toch vooral de marktportefeuille. Afwijken is alleen zinvol als je echt overtuigd bent. Concentratie in AI-aandelen is een risico, maar wie zegt dat het niet nog jaren doorloopt? Het is lastig om de winnaars te kiezen.' Volgens Leroux is dat echter geen doorslaggevend argument om voor indexoplossingen te kiezen: 'Ik ben meer een macro-man dan een stockpicker. Maar ik zie dat beleggers te zelfgenoegzaam zijn geworden door de jarenlange outperformance van passieve strategieën. In een wereld met meer volatiliteit en inflatie komt actief beheer terug.' ■

IN HET KORT

Inflatie blijft hoger en volatieler door deglobalisatie, geopolitieke spanningen en Amerikaans beleid.

De VS blijft belangrijk, maar een lichte onderweging is logisch. Dollarafdekking is relevanter dan regio-rotatie.

Grondstoffen en goud bieden blijvende bescherming bij inflatieschokken.

Kansen liggen onder andere in Japan, China, smallcaps, energie en inflatieswaps.

Europa kan profiteren van Amerikaans protectionisme door talent en innovatie aan te trekken.

Actief beheer wint aan waarde in een volatieler klimaat.