

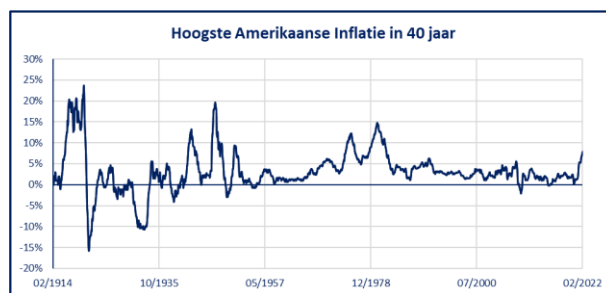
**Luxemburg – 14 april 2022. Nu de oorlog in Oekraïne blijft aanslepen, zal ook de economische impact ook groter te worden. De Europese sancties worden steeds strenger en de druk op de energieprijzen en op de globale toeleveringsketens doet ook de inflatie verder oplopen. De centrale banken sturen nu aan op zeer stevige ingrepen, ondanks de groeirisico's. Van de Fed wordt verwacht dat ze dit jaar de beleidsrente nog met 2.5% zal verhogen. De ECB volgt wellicht in december met een eerste renteverhoging.**

Het lijkt er almaar meer op dat we in Oekraïne in een soort van patstelling verzeild zijn geraakt waarbij de oorlog en de humanitaire ramp nog een hele tijd kan aanslepen. Poetin bijt zich duidelijk de tanden stuk op de taaiheid en op het verzet van de Oekraïners. De kans dat zijn eisen ooit allemaal zullen ingewilligd worden, wordt met de dag kleiner. Vriend en vijand mogen het er dan intussen min of meer over eens zijn dat Oekraïne geen lid kan worden van de NAVO – zelfs president Zelenski lijkt dit al min of meer aanvaard te hebben – Poetins andere eisen worden steeds minder realistisch. Zeker de kans dat er in Kiev daadwerkelijk ooit een pro-Russische regering aan de macht komt, is de voorbije weken flink geslonken. In zo'n scenario zou hij bovendien ook een reusachtige troepenmacht nodig hebben om dat regime aan de macht te houden.

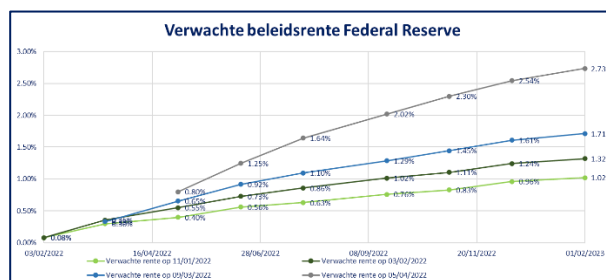
We hebben de voorbije weken evenwel kunnen vaststellen dat de Russische militaire machine stevig sputtert. Het lijkt dus steeds onwaarschijnlijker dat Poetin op korte termijn zijn ambities zal kunnen verwezenlijken. Intussen voert Europa de economische druk steeds verder op: de vijfde reeks sancties werden begin April goedgekeurd en die sancties gaan intussen zelfs al verder dan die tegen Noord-Korea. Of Europa op korte termijn daadwerkelijk ook zo ver zal durven te gaan om de Russische gaskraan volledig dicht te draaien, blijft eerder onwaarschijnlijk. We bereiden ons dan ook niet meteen voor op dat scenario. Het is wel interessant om aan te stippen dat wij vandaag veel meer in de VS beleggen dan in Europa (voor de meeste van onze portefeuilles investeren we ongeveer driemaal meer in de VS dan in Europa). Dit is een strategische visie om verschillende redenen die ook in deze specifieke situatie zijn vruchten afwerpt. De VS zijn zelfvoorzienend op het vlak van energie dus ze hebben netto veel minder last van stijgende olie- en gasprijzen.

**Renteverhogingen op til**

De nog steeds aanzwellende inflatie blijft uiteraard ook vandaag een bijzonder hot topic. De renteverwachtingen werden de voorbije maand door beleggers nog maar eens naar boven bijgesteld. Opvallend genoeg stelde ook Fed topvrouw Lael Brainard – die gekend staat als een voorstander van soepel beleid – nu resoluut dat de oplopende inflatie op dit moment de belangrijkste economische uitdaging is. Lees: zelfs als renteverhogingen de economische groei onder druk zetten of de werkloosheid omhoogjagen, dan moet het bestrijden van inflatie vandaag als prioritair worden gezien. Enerzijds heeft een centrale bank het mandaat om prijsinflatie laag te houden (in de VS rond de 2% gemiddeld), anderzijds heeft monetair beleid ook als doel om te streven naar maximale tewerkstelling. Dit is altijd al een precare evenwichtsoefening geweest maar vandaag is het voor een centrale bank natuurlijk extra lastig om tussen beide doelen te balanceren.



Beleggers verwachten in de VS voor dit jaar intussen al negen renteverhogingen. Na de eerste verhoging met 0.25% in maart volgt wellicht tweemaal 0.5% in mei en in juni, en vervolgens nog een aantal keer 0.25% tot het einde van het jaar. De lange termijnrente staat in de VS intussen al op 2.6% en in Duitsland zitten we aan 0.6%. De verwachtingen over renteverhogingen in de VS zijn nu wel heel fors en ons inziens ook wat overdreven. In alle geval geeft dit wel aan dat de inflatie context vandaag heel onzeker is en dat er risicopremies worden ingebouwd.

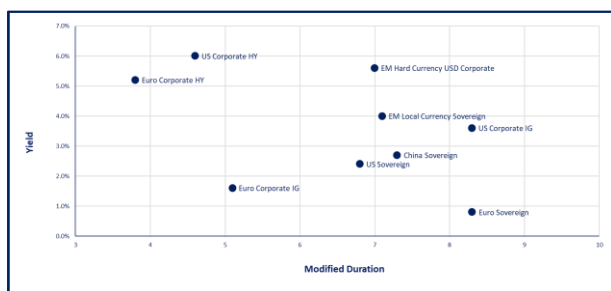


## Obligaties nog wat verder afbouwen

Het is redelijk uitzonderlijk, maar terwijl de aandelenmarkten in Europa vorig kwartaal globaal een verlies van zowat vier procent moesten slikken, deden de obligatiemarkten het slechter met de stijgende rentes.

Welke lessen moeten we hier nu uit trekken? Op dit moment lijkt het ons aangewezen om terug een deel obligaties in portefeuilles af te bouwen, en tijdelijk voor cash te kiezen. In de huidige context waarin centrale banken de oplopende inflatie trachten te stoppen met renteverhogingen, zelfs als die een negatieve impact kunnen hebben op de economische groei, komt het er vooral op aan om de schade te beperken. Beleggers lopen een hoog risico om in de klappen delen en we kunnen alvast de zwaarste klappen trachten te ontwijken door selectief te werk te gaan.

Binnen de obligatiemarkt zijn wel wat segmenten die we nog koopwaardig vinden, al staat er tegenover een hogere opbrengst ook een wat hoger risico. Zo blijft het Euro High Yield-segment in onze ogen wel nog interessant, omdat het enerzijds een stuk minder interestgevoelig is en anderzijds toch intussen al een rendement van zo'n 5% per jaar oplevert. Daarnaast blijven we ook vasthouden aan onze visie om selectief obligaties van opkomende markten in lokale munt op te nemen in portefeuilles.



## Neutrale visie op aandelen met voorkeur voor de VS

Op de korte termijn denken we dat de beursresultaten vooral zullen afhangen van de vraag wanneer we aan de piek zitten qua sancties en olieprijs. Het volledig dichtdraaien van de Russische gaskraan lijkt onwaarschijnlijk maar zolang dit scenario in de lucht hangt zal de onzekerheid hoog blijven. Ook de Amerikaanse Federal reserve gaf aan dat verdere sancties op Russische olie kunnen leiden tot een "onvermijdelijke recessie".

Toch blijft dit een doemscenario en schatten de meeste economen het risico op een wereldwijde recessie eerder laag in. Volgens schattingen van de OESO en de ECB zou de oorlogssituatie leiden tot zo'n 2% hogere inflatie en 1% lagere wereldwijde groei voor 2022. Bij haar laatste herziening in maart gaf de ECB nog aan dat er veel onzekerheid heerst maar dat ze de Eurozone groei voor 2022 zelfs in een ongunstig scenario nog op 2.3% inschat. Dit zijn reële groeicijfers uiteraard, met de hogere inflatie liggen de nominale groeicijfers een pak hoger.

In dit meest waarschijnlijke scenario, zien we op de middellange termijn het potentieel van aandelen een stuk rooskeuriger in. Koers-winst waarderingen noteren een pak interessanter dan enkele maanden terug en een groeiende economie zal de winsten waarschijnlijk blijven ondersteunen. Met de dalende beurstrend sinds november van vorig jaar zijn er intussen ook hier en daar interessante segmenten van de markt ontstaan. Zeker kwaliteitsaandelen – bedrijven met stabiele winsten en een lage schuldgraad – zijn in het eerste kwartaal stevig afgestraft hoewel net deze bedrijven beter bestand zouden moeten zijn tegen hogere inflatie. Dit biedt nu wel wat opportuniteiten.

In februari en maart hadden we wat voorzichtigheid in portefeuilles ingebouwd maar sinds de laatste weken van maart zijn we voorzichtig terug beginnen bijkopen. Per vandaag hebben we een neutrale visie op aandelen met een voorkeur voor de VS.

Deze nieuwsbrief is een uitgave van Shelter Investment Management met als verantwoordelijke uitgever Benedict Peeters, Rue de l'Industrie 22, Windhof, Luxemburg. Behoudens de uitdrukkelijke bij wet bepaalde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave vereenvoudigd opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt worden, op welke wijze ook, zonder de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de uitgever. Dit document verstrekt commerciële informatie en mag in geen geval gelijkgesteld worden met beleggingsadvies. De verstrekte informatie vormt geen aanbod betreffende financiële, bank-, verzekerings- of andere producten of diensten. De informatie in dit document is afkomstig van zorgvuldig gekozen bronnen. Shelter Investment Management geeft echter geen enkele garantie over de actualiteit, de nauwkeurigheid, de juistheid, de volledigheid of de opportuniteit van de informatie, gegevens of publicaties. De uitgever kan niet aansprakelijk worden gesteld voor het niet-verwezenlijken van de verwachtingen.