

Economen zullen zich op een later moment ongetwijfeld buigen over de vraag wat de laatste klap was die tot de stortvloed aan inflatie heeft geleid. In ieder geval spelen de *reboot* van de economie na corona, wereldwijde verstoringen van toeleveringsketens, de oorlog in Oekraïne en een decenniumlang extreem ruim monetair beleid een rol. Veel geld jaagt op goederen en diensten die er niet of nauwelijks zijn, en dat drijft prijzen op.

Waar experts, waaronder centrale bankiers, hoge inflatie lang afdeden als een tijdelijk fenomeen, blijkt deze hardnekkig. In de westerse wereld lag de inflatie in veertig jaar niet zo hoog.

## 2 WAAROM IS EEN HOGE INFLATIE SLECHT VOOR AANDELEN?

Verschillende onderzoeken laten zien dat aandelen het zwaar te verduren krijgen tijdens periodes met hoge inflatie.

De jaren 70 leren dat beursfondsen weliswaar hun omzet kunnen laten stijgen, maar dat de winstgevendheid wel onder druk komt te staan. Dit komt doordat hogere inputkosten – denk aan grondstoffen en personeel – niet volledig kunnen worden doorberekend aan klanten. Voor bedrijven met veel fabrieken, machines en voorraden deelt inflatie nog een extra stoot uit. De investeringen vallen fors hoger uit door hogere prijzen van machines. Het gevolg: van de al lagere winsten blijft nog minder kasstroom over.

Aangezien de lagere toekomstige kasstromen ook nog eens tegen een hogere rentevoet moeten worden teruggerekend naar vandaag – kapitaalverschaffers zullen immers een opslag eisen voor het inflatierisico – krijgen aandelen van dit soort bedrijven optaters.

Dit is geen theoretisch verhaal. Toen de inflatie eind jaren 60 van luttele procenten steeg tot boven de 10 procent in

de tweede helft van de jaren 70, kregen waarderingen een flinke knauw. Over die periode zakte de gemiddelde koers-winstverhouding (k/w) van rond de 18 tot (ver) onder de 10. Toen de inflatie halverwege de jaren 80, na nooit eerder vertoonde renteverhogingen door Paul Volcker, weer terug in de ketchupfles zat, keerden de waarderingen terug naar het historische gemiddelde.

## 3 HOE HARD GAAT DE BEURS NU SONDERUIT?

De beurs krijgt rake klappen, maar de verliezen op indexniveau van rond de 20 procent lijken op het moment van schrijven nog beperkt. De k/w van Amerikaanse bedrijven ligt nog altijd rond de 19. De inflatie blijkt hardnekkig, maar een jaren 70-scenario blijft ons bespaard, zo lijkt het althans als we afgaan op de marktwaardering van aandelen, andere financiële instrumenten en de consensus onder economen.

Wie onder de motorkap van de index kijkt, ziet wel dat rendementen sterk verschillen. Na jaren van erbarmelijke prestaties zijn het nu waarde-aandelen die relatief goed blijven liggen, terwijl groeiaandelen een flinke pandoering krijgen. Dit kan niet los gezien worden van stijgende rentes. Zo verdrievoudigde de rente op Amerikaanse staatsleningen met een looptijd van tien jaar in minder dan een jaar tot 3,2 procent.

De rente dient als anker in waarderingsmodellen die toekomstige winsten van een bedrijf terugrekenen naar vandaag. Hoe hoger de rente, hoe lager de waarde van toekomstige winsten. Van winsten die heel ver in de toekomst liggen, blijft snel niets meer over. Het is deze andere kant van het rente-op-rente-effect die ervoor zorgt dat technologie-aandelen, zoals Adyen en ASML in Nederland, onderuitgaan. Die bedrijven kenmerken zich door sterke groeiprognoses, maar nog relatief

weinig winst. In de VS daalden de aandelen van technologiebedrijven die pas over vele jaren winst gaan maken, tot wel 90 procent ten opzichte van hun top.

Bij waarde-aandelen als Shell ligt het zwaartepunt van de winsten juist in de nabije toekomst. Door de snelle terugverdiëntijd krijgen hogere rentes veel minder de tijd om winsten aan te vreten. Beleggers in Shell krijgen de komende jaren een flink deel van hun investering retour als dividenden die herbelegd kunnen worden tegen (mogelijk) hogere rentepercentages. Waarde-aandelen zijn dus een stuk minder gevoelig voor rentebewegingen.

## 4 WELKE WAPENS HEBBEN BEDRIJVEN TEGEN INFLATIE?

In de laatste maanden vertaalde renteangst zich onmiddellijk in een uitverkoop van technologie-aandelen. Beleggers hebben hiermee iets weg van het kwijlende hondje van Pavlov na het beroemde belletje.

Want hoewel hogere rentes vooral (hooggewaardeerde) groeiaandelen raken, kan juist dit type bedrijf de rentepijn vaak (deels) compenseren door zogenoemde prijsmacht. Ze beschikken vaak over sterke merken of leveren diensten waar klanten niet meer zonder kunnen. Het stelt ze in staat de steeds hogere rekening van toeleveranciers door te schuiven naar klanten.

Welke bedrijven hebben de beste papieren om de inflatiepijn af te wentelen? Een rondgang.

### → BEGEERLIJK EN ONMISBAAR

Het klassieke voorbeeld van prijsmacht is te vinden bij luxemerkbetrijven als LVMH (onder andere Louis Vuitton en Dior) en Kering (Gucci). De aantrekkingskracht van een Louis Vuitton-tasje is zo sterk dat het Franse modehuis LVMH verkoopprijzen ieder jaar kan opkrikken, zelfs als inputkosten als leer

IN DE LAATSTE  
MAANDEN  
VERTAALEN  
RENTAANGST  
ZICH  
ONMIDDELIJK  
IN EEN  
UITVERKOOP  
VAN  
TECHNOLOGIE-  
AANDELEN

