

## Langzamere, geleidelijkere groei



« In een van zijn befaamde fabels vertelt Aesopus over een race tussen een snelle haas en een langzame, maar vastberaden schildpad. Wanneer de schildpad de haas uiteindelijk verslaat, is het de bedoeling dat lezers verbaasd opkijken: vandaar de uitdrukking 'hardlopers zijn doodlopers'. **Economen werden eerder overdonderd door de enorme snelheid van het economische herstel**, maar intussen keert de groeisnelheid weer terug naar een normaal niveau en zijn positieve economische verrassingen minder frequent. Dit zien we echter niet als een negatieve ontwikkeling: **we zijn er juist van overtuigd dat deze koers beter houdbaar is en we blijven optimistisch over de macro-economische vooruitzichten voor de tweede helft van het jaar.** »

**Fredrik Skoglund** *Chief Investment Officer, BIL*

**Op korte termijn blijven economieën gehinderd door knellende toeleveringsketens.** Dit betekent dat de vraag wordt doorgeschoven naar het vierde kwartaal van dit jaar en naar 2022, waardoor de cyclus verlengd wordt, daar zijn we van overtuigd. Als we die knelpunten buiten beschouwing laten, kunnen we nog altijd dezelfde bronnen van groei aanwijzen:

- **De vaccinatiegraad blijft oplopen.** Er zijn nu over de hele wereld 5,3 miljard prikken gezet, en één vaccin (Pfizer-BioNTech), dat eerst uitsluitend in noodgevallen kon worden gebruikt, heeft nu volledige goedkeuring van de Amerikaanse FDA gekregen. Het grote aantal vaccinaties lijkt de ziekenhuisopnames en sterfgevallen effectief te beperken.
- **De fiscale steunmaatregelen blijven op koers.** In de Verenigde Staten heeft de Senaat een infrastructuurpakket van USD 1000 miljard goedgekeurd en daar wordt uiterlijk op 27 september in het Huis van Afgevaardigden over gestemd. In Europa zagen we in augustus de eerste uitkeringen uit het pan-Europees herstellfonds. 10 tot 13% van het bedrag waarop

bepaalde landen aanspraak hebben, is intussen vooruitbetaald en dit zou binnenkort al moeten doorsijpelen naar de reële economie. China maakte bekend de reserveverplichtingen voor banken te verlagen en de fiscale uitgaven op te schroeven.

- **Het monetair beleid blijft voorlopig verruimend, maar beleggers en centrale banken weten maar al te goed dat de inflatie door de huidige beleidskoers op den duur explosief zou kunnen stijgen.** De CPI van de eurozone steeg in augustus 3%, terwijl de barometer voor de VS onlangs (juli) 5,4% aanwees.

Gezien deze situatie staat tapering nu hoog op de agenda. Van de grote Aziatische centrale banken is de Zuid-Koreaanse de allereerste die haar beleidsrente heeft verhoogd (met 25 basispunten tot 0,75%), terwijl de Federal Reserve in haar notulen uitgaat van een geleidelijke afbouw van haar aankoopprogramma in het vierde kwartaal. Nadat een aantal ECB-prominenten een positieve toon aansloegen, werd de rentecurve van Europese staatsobligaties steiler. Beleggers hopen dat de

volgende beleidsvergadering op 9 september meer uitsluitsel biedt.

### Afbouw zonder turbulentie?

Toen de crisis van 2020 op zijn hoogtepunt was, werd 'Whatever it takes' het credo van de centrale banken. Dit zette de wereld helemaal op zijn kop en resulteerde wereldwijd in ruim USD 15000 miljard aan schuldpapier met een negatieve interestvoet. Sommigen vrezen dat de centrale banken zo diep in het bluswater staan dat ze er niet zomaar meer uit komen. Wij zijn er echter van overtuigd dat de Fed de maatregelen zonder al te veel turbulentie zal kunnen afbouwen. Ten eerste is de Amerikaanse centrale bank altijd erg transparant geweest, waardoor de markten zich al op een geleidelijke afbouw van de activa-aankopen konden voorbereiden. Ten tweede stelde de Fed op haar symposium in Jackson Hole de markten gerust: de bank bevestigde namelijk dat er geen mechanische schakel zit tussen de timing van de afbouw en de timing van een eventuele verhoging van de federal funds rate. Ten derde nadert het bbp van de VS dankzij het ongeziene monetaire en fiscale beleid weer het 10-jaarsgemiddelde van vóór de pandemie:

na de laatste taperingschok in 2008 duurde het ruim vijf jaar voordat de economie weer op het niveau van daarvoor zat. En ten slotte zouden de Reverse Repo Facility (RRP) en de Standing Repo Facility (SRF) extra schokken moeten kunnen absorberen.

## Aandelen

Voor risicovolle activa is de bloeitijd nog niet voorbij, hoewel de groei enigszins terugloopt. In augustus tekende de S&P 500 voor de zevende maand op rij een stijging op – het langste onafgebroken succes sinds 2017. Sommigen voorspellen pieken (bijvoorbeeld in de winstcijfers en de groei), maar wij zijn ervan overtuigd dat de steun voor aandelen in de vorm van ruime liquiditeit, sterk blijvende macro-economische omstandigheden en fiscale en monetaire steun nog aanhoudt. Bovendien hebben we met het tweede kwartaal een prachtig resultaatseizoen achter de rug, wat veelbelovend is voor toekomstige herzieningen. Op sectorniveau gaat onze voorkeur nog altijd uit naar cyclische sectoren zoals duurzame consumptiegoederen, materialen, energie en financiële instellingen, waarbij we ons met die laatste indekken tegen rentestijgingen.

Geografisch gezien zijn we overwogen in de VS, Europa en China. Het Amerikaanse bedrijfsleven kwam in het tweede kwartaal met een recordaantal verrassingen, terwijl de aangekondigde begrotingssteun positief uitpakt voor de werkgelegenheid, de groei en de aandelenmarkten. Hoewel het consumentenvertrouwen recent ontgoochelde, suggereert een groei in het aantal verscheepte goederen (1% in juli na 0,6% in juni) dat de bedrijfsinvesteringen in materieel de verwachte vertraging in consumentenbestedingen zal compenseren en zo de economie op koers zal houden in het derde kwartaal. In de VS handhaven we de nadruk op waarde aandelen: we zijn er namelijk van overtuigd dat de rente langzaam zal

opklimmen naarmate de Fed begint met de afbouw, wat gunstig zal uitpakken voor waarde aandelen.

Ook in Europa vielen de tweedekwartaalcijfers beter uit dan verwacht en voorsnog heeft de deltavariant betrekkelijk weinig invloed op het sentiment. Vanwege het belang van het waardesegment hoort Europa normaal gesproken bij de regio's die het meest profiteren bij een stijgende rente en inflatieverwachting.

De huidige waarderings maken China nog interessanter naast de stabiele resultaatseizoenen, vooral wanneer het wordt afgewogen tegen de groei mogelijkheden op langere termijn die de regio biedt. De recente PMI's stelden teleur, maar we zijn van mening dat dit hoofdzakelijk te wijten is aan tijdelijke factoren zoals overstromingen en nieuwe beperkingen ter bestrijding van de deltavariant. Natuurlijk brengt het huidige regelgevende klimaat wat risico's met zich mee en kunnen we niet uitsluiten dat er meer beleidsstappen genomen worden. De regulering van big tech en 'de nieuwe economie' is wereldwijd een belangrijk thema, zo ook in de VS en Europa. Beijing houdt er echter een aparte communicatiestijl op na, die afwijkt van wat internationale beleggers gewend zijn, maar we zijn ervan overtuigd dat de veroorzaakte prijschommelingen opportuniteiten bieden.

## Obligaties

We zijn voorzichtig ten aanzien van deze activaklasse: we verwachten namelijk een geleidelijke rentestijging in lijn met aanhoudende macro-economische groei. Wij verwachten dat de Amerikaanse 10-jaarsrente verder opklimt, wel langzamer dan tot nu toe, en de Europese rente mee volgt.

Onze voorkeur gaat uit naar investment-grade-bedrijfsobligaties (hoewel de spreads krap zijn en extra rendement afkomstig moet zijn van

selectiviteit en carry) en high-yield-schuld papier (het universum bij uitstek voor beleggers die op zoek zijn naar een hoger rendement: er is weinig schuld papier van noodlijdende bedrijven en de verhouding tussen het aantal ratingupgrades en het aantal ratingdowngrades is op het hoogste niveau in de laatste tien jaar (3x) zowel in Europa als in de VS).

In de opkomende landen blijven we de voorkeur geven aan bedrijfsobligaties, omdat ze een hogere buffer bieden tegen een stijgende reële rente. Bovendien zijn de beleggers in dit schuld papier standvastiger.

## Grondstoffen

Tegen een achtergrond van beleidsnormalisatie en oplopende rente, zijn we voorzichtiger geworden met goud. We blijven positief op olie. Ondanks het verwachte besluit van de OPEC+ om de productie met 400.000 vaten per dag op te schroeven, gaan oliefutures langzaam omhoog. De vraag naar olie blijft zich in de komende maanden waarschijnlijk verder herstellen. Beleggers houden de olieprijs nauwlettend in het oog nu orkaan Ida ruim 94% van de offshore olie- en gasproductie in de Golf van Mexico heeft lamgelegd.

## Samenvatting

In ons basisscenario voorzien we een combinatie van langzame maar zekere groei, het begin van tapering door de Fed en hardnekkigere inflatie zal de lange rente langzaam doen stijgen. We geloven echter niet dat hogere financieringskosten de groei kunnen fnuiken. Onmiddellijke renteverhogingen door de FED zijn niet aan de orde, dus de rentecurve kan nog verder versterken. Dit komt overeen met onze aanbevolen overweging in cyclische activaklassen en het waardesegment.

## Aandelenstrategie

31/08/2021

Wereldwijde allocatie	Aandelen	Obligaties
Aandelen	VS	Staatsobligaties – ontwikkelde landen
Obligaties	Europa	Obligaties – opkomende markten
Goud	China	Bedrijfsobligaties – IG
Olie	Japan	Bedrijfsobligaties – HR
USD	Opkomende markten buiten China	

**Positie:** geeft aan of we ♥ positief, ♣ neutraal of ♥ terughoudend tegenover de activaklasse staan

**Verandering:** Geeft aan hoe onze blootstelling is veranderd sinds het assetallocatiecomité vorige maand samenkwam: ▲ positief, ▼ negatief of () neutraal