

Contrasterende visies op de wereld



« Op de obligatiemarkten wordt een heel ander verhaal verteld dan op de aandelenmarkten. Vastrentende waarden zijn grondig herprijsd doordat beleggers de situatie pessimistisch bekijken: ze trekken hun conclusies uit de hardnekkige inflatie, de aanhoudende problemen aan de aanbodzijde en de naderende beleidsverkrappingsen van centrale banken. De aandelenkoersen naderen daarentegen recordhoogtes dankzij de verrassend sterke winstcijfers van de bedrijven van afgelopen zomer. Volgens ons ligt de werkelijkheid ergens in het midden: de risico's lopen op, maar dat is niet het einde van de wereld. We blijven dan ook overwogen in aandelen, die nog steeds een bovengemiddelde groei optekenen. We zijn ons er echter van bewust dat de volatiliteit de rest van het jaar nog kan toenemen en dus hebben we via onze sectorallocatie een defensievere houding aangenomen. »

Lars Naur Mogeltoft *Head of Equity Strategy*

Het macro-economische landschap

Naast vallende bladeren heeft de intrede van de herfst ook verhoogde volatiliteit in de economische cijfers met zich meegebracht, terwijl de problemen aan de aanbodzijde aanhouden en de prijsdruk verder oploopt. We zijn ervan overtuigd dat de sterke vraag uiteindelijk niet zal ontsporen, maar uitgesteld zal worden tot in 2022 totdat de plooiën in de wereldwijde toeleveringsketens gladgestreken zijn.

In de tussentijd heeft het bedrijfsleven een bittere cocktail van bottlenecks, arbeidstekorten en hogere input- en vervoerskosten weg te werken. De marges hebben nog niet wezenlijk onder deze factoren geleden. Om te voorkomen dat dit gebeurt, zijn bedrijven begonnen hun hogere kosten aan de consument door te rekenen. In de VS ligt de inflatie voor de vierde maand op rij boven de 5% en de eurozone heeft te maken met een inflatie van 3,4%, het hoogste niveau in dertien jaar. Het verruimend monetair beleid is nog niet van tafel, maar met

iedere verrassing in de inflatiecijfers komt het schip dichterbij kapseizen. De centrale banken zijn zich ervan bewust dat inflatieverwachtingen zich zomaar kunnen verankeren. Mocht dat gebeuren, dan stuwt dat de lonen waarschijnlijk omhoog. Wat eerst een tijdelijke opflakking van de inflatie was (als gevolg van ontwrichtingen in de nasleep van de pandemie) zou dan permanentier kunnen worden. De centrale banken zien zich nu echter in een klassieke catch 22 gevangen: als ze te enthousiast verkrappen, bestaat het risico dat ze de groei afknijpen en de financiële markten destabiliseren in een tijd dat de schuldenberg onophoudelijk groeit.

Obligaties

Op de markten wordt er nu al op gegokt dat de centrale banken eerder zullen moeten optreden dan het plan was. Dat geldt met name voor het Verenigd Koninkrijk, waar er ingeprijsd is dat de Bank of England in november de rente verhoogt. Op de markten wordt de kans dat de Fed de rente

in juli 2022 al verhoogt, ingeschat op 50%, en hetzelfde wordt in Europa voor 2023 verwacht. Hoewel deze verwachtingen in onze ogen wat te onbesuisd zijn, valt het niet te ontkennen dat de rentetarieven – en de rendementen – een stijgende lijn vertonen. Hierdoor zijn we over het algemeen voorzichtig ten aanzien van vastrentende waarden en duration. Binnen het obligatiesegment van onze portefeuilles gaat onze voorkeur uit naar investment-grade-bedrijfsobligaties, met name van financiële instellingen. Bedrijven zijn goed gefinancierd en de instroom in dit segment is fors doordat er met veel geld naar rendement wordt gezocht. De markten hebben echter een perfect scenario ingeprijsd voor bedrijfsobligaties, waardoor er minder ruimte is om verder te stijgen. Excess return is afhankelijk van selectiviteit en carry. We zijn ook positief gestemd over highyieldobligaties, nu de hefboomratio's weer even hoog zijn als vóór de pandemie en nu het aantal opwaartse herzieningen zowel in de VS als in Europa hoger ligt dan het aantal neerwaartse. We hebben opgemerkt dat de spreads van het Europese

highyieldsegment zijn verruimd, terwijl deze zich in de VS binnen dezelfde bandbreedte bewegen. Doordat de energiesector er sterker in vertegenwoordigd is, profiteert het Amerikaanse high-yield-segment van de gestegen olieprijs. Binnen obligaties uit opkomende markten gaat onze voorkeur uit naar bedrijfsobligaties in harde valuta's, die een gunstiger volatiliteits- en durationprofiel hebben. Bedrijfsobligaties zijn beter opgewassen tegen een stijging van de reële rente.

Aandelen

De factoren die gunstig zijn voor risicovolle activa houden weliswaar nog altijd stand, maar ze eroderen langzaam: de absolute groeicijfers blijven sterk, maar het positieve verrassingselement is weggeëbd; de winstherzieningen zijn nog steeds positief, maar de trend draait de andere kant op; de rente ligt nog steeds op een historisch laag niveau, maar renteverhogingen zijn niet langer verre toekomstmuziek; het monetair beleid is nog steeds erg soepel, maar de grote centrale banken zijn overduidelijk een verkrappende koers ingeslagen. De langzame erosie van de drijvende krachten achter de aandelenmarkt kan volatiliteit tweewegbrengen, zeker zolang de problemen aan de aanbodzijde nog niet verholpen zijn. In onze sectorallocatie hanteren we daarom een barbellstrategie: we beleggen zowel in cyclische sectoren (energie, materialen en financiële instellingen), die doorgaans uitstekend gedijen in een inflatoir klimaat, als in defensieve effecten (gezondheidszorg). Die laatste categorie heeft minder te lijden onder inflatie, opgelopen inputkosten, arbeidstekorten en problemen in toeleveringsketens.

We hebben onze positie in duurzame consumptiegoederen teruggeschroefd naar onderwogen in de VS en naar neutraal in Europa. Onze reden hiervoor is dat de heropeningshousse in de VS al grotendeels achter de rug is en de winstherzieningen negatief uitvallen, terwijl de rechtstreekse begrotingssteun aan huishoudens

afgebouwd wordt. In de eurozone blijft de stijgende lijn in de detailhandelsverkoop tamelijk robuust en verspreid over diverse categorieën, voornamelijk diensten, en het sentiment onder consumenten is nog beter dan vóór de crisis.

Tegelijkertijd hebben we onze positie in de industrie juist teruggeschroefd naar onderwogen in Europa, en neutraal in de VS. Bottlenecks en de inflatoire druk blijken hardnekkiger dan verwacht en de Europese industrie lijkt ondanks een gezonde vraag in vrije val te raken, terwijl de Amerikaanse economie zich erdoorheen lijkt te slepen (de bestellingen en het transport van duurzame goederen blijven sterk). De Europese achteruitgang is voor een groot deel te wijten aan uitlatingen van de auto-industrie en autofabrikanten, die duidelijk maakten dat ze verwachten volgend jaar nog met bottlenecks te zitten.

Om die reden gaat onze voorkeur op regionaal niveau uit naar de VS, waar een betere winstgroei en een beter macro-economisch momentum te vinden is. Het is bovendien goed nieuws dat verhogingen van de Amerikaanse vennootschapsbelasting waarschijnlijk geen deel zullen uitmaken van Bidens wetsvoorstellen voor infrastructuur. Ook de vlucht naar veiligheid maakt de VS een aantrekkelijke regio als er sprake is van risicoaversie (er zijn meer hoogwaardige aandelen in de VS die in een dergelijk klimaat doorgaans goed presteren). We handhaven ook onze overweging in Europa: hoewel de regio wat macro-economische cijfers en winstcijfers betreft achterblijft bij de VS, pakken de hogere rente en de hogere inflatie gunstig uit voor de Europese markt, die meer op waarde gericht is. Op monetair vlak is de ECB bovendien aanzienlijk verruimingsgezinder dan andere belangrijke centrale banken.

Sectorvoorkeuren

NEGATIVE

Consumer Staples, Industrials (Europe), Consumer Discretionary

NEUTRAL

Utilities, Industrials (US), Consumer Discretionary (Europe), IT, Real Estate, Communication Services

POSITIVE

Financials, Materials, Energy, Healthcare

Alternatieve beleggingen

Het beleid normaliseert, de rente loopt op en de Amerikaanse dollar is sterker, waardoor we terughoudend zijn wat betreft goud. We zijn optimistisch over olie, aangezien de recente productieverhogingen door de OPEC+-landen de geëxplodeerde wereldwijde vraag voorlopig niet kunnen bijbenen. Binnen het valutasegment is ons standpunt van neutraal naar positief gegaan ten aanzien van de Zwitserse frank. Zwitserland heeft tijdens het herstel van de coronacrisis bewezen aan de aanbodzijde erg veerkrachtig te zijn en de Zwitserse frank stijgt van oudsher in een inflatoir klimaat met beperkte groei.

Conclusie

Een blik op de obligatiemarkt geeft een heel andere indruk dan een blik op de aandelenmarkt. Op de obligatiemarkten wordt de toekomst gitzwart ingezien. Marktdeelnemers zijn ervan overtuigd dat de rente verhoogd moet worden om de vicieuze cirkel in de inflatiecijfers, die de groei uiteindelijk schaadt, te doorbreken. De aandelenmarkten impliceren juist dat de economie blaakt van gezondheid, hoewel het voor bedrijven een steeds grotere uitdaging wordt om te functioneren. Waar de steun voor risicovolle activa eerst overduidelijk was, helder en scherp als een olieverfschilderij, ziet die er nu eerder uit als een vervaagde aquarel. Wij leggen beide visies naast elkaar en blijven op basis daarvan voorzichtig overwogen in aandelen, met een gebalanceerder palet van defensieve en cyclische effecten in onze portefeuilles.

Aandelenstrategie

26/10/2021

Wereldwijde allocatie	+	N	-	Aandelen	+	N	-	Obligaties	+	N	-
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 (N) of terughoudend tegenover de activaklasse staan (-).

Verandering: Geeft aan hoe onze blootstelling is veranderd sinds het assetallocatiecomité vorige maand samenkwam: positief, negatief of neutraal.