

De winter brengt een nieuwe golf



« De winter doet zijn intrede in het noordelijk halfrond en tegelijkertijd neemt het aantal coronabesmettingen weer sterk toe. Overheden zien zich dan ook genoodzaakt nieuwe beperkende maatregelen in te voeren. In Oostenrijk is weer een volledige lockdown afgekondigd en de Duitse minister van Volksgezondheid kon gezien de explosieve toename van het aantal besmettingen de kans op een lockdown in de grootste economie van Europa niet uitsluiten. De markten proberen de gevolgen voor de groei en het monetair beleid te overzien, terwijl de inflatie nog altijd als een dreigende wolk boven de wereldeconomie hangt. »

Robin Hamro-Drotz *Head of Portfolio Management*

Macro-economische vooruitzichten

Na een enigszins turbulente herfst voor de macro-economische cijfers, vallen de economische verrassingen weer positiever uit in westerse economieën.

De VS: positief over de hele lijn – De VS is overduidelijk de krachtigste regio op macro-economisch gebied. De industriële bedrijvigheid draait er zelfs op een hoger tempo dan voor de coronapandemie, bedrijven vullen hun voorraden zo snel mogelijk aan en de detailhandelsverkoop liggen 21% hoger dan in februari 2020. Maar de industriële productie kan de vraag nog steeds nauwelijks bijbenen. De inflatoire druk heeft nog geen consequenties voor de consumptie, maar begint wel op het sentiment te wegen.

Europa: begeeft zich op dunner ijs – Ook een aantal economische barometers voor de eurozone slaan positiever uit. De recentste inkoopmanagersindexen (PMI's) zijn optimistischer uitgevallen dan de consensusverwachtingen, voor zowel de kernproductie-index (58,6) als de dienstenindex (56,6), en ook het bbp over het derde kwartaal was met +2,2% verrassend positief. Maar onder de oppervlakte blijken Europese bedrijven veel harder geraakt te zijn door de aanhoudend

ontwrichte toeleveringsketens, oplopende inputkosten en tekorten, en de nieuwe coronagolf strooit alleen maar meer zout in de wonde.

China: moeizame inspanningen – De recente achteruitgang van de economische cijfers werd in China het hardst gevoeld en op korte termijn probeert de economie met moeite weer op stoom te komen. De PMI voor de productiesector daalde in oktober tot 49,2, terwijl de PMI voor de dienstensector tot 52,4 zakte. Vastrentende beleggingen zijn in principe stabiel, maar zwakke vastgoedbeleggingen leveren onzekerheid op voor de nabije toekomst. We verwachten voor 2022 dat de economische groei weer opstart en China zijn normale groeitempo weer bereikt dankzij verruimend begrotingsbeleid in samenwerking met een geleidelijke toename van de consumptie.

Inflatie

De prijsdruk, aangedreven door zowel de vraag- als de aanbodzijde, breidt zich uit en wordt hardnekkiger. In oktober lag het Amerikaanse inflatiecijfer op het hoogste punt sinds begin jaren 90 (algemeen +6,2%, kern +4,6%), terwijl het in de eurozone in dertien jaar niet meer zo hoog is geweest (algemeen +4,1%, kern +2,0%). Centrale banken beginnen stilaan te erkennen dat we langer aan de prijsdruk vastzitten dan eerst werd verwacht, maar ze hebben nog niet verklaard

dat er dringend opgetreden moet worden – zeker nu de winter in aantocht is, waarin duidelijk gaat worden hoe succesvol de vaccinatiecampagnes zijn geweest.

De Fed heeft haar visie op de inflatie anders geformuleerd: waar het eerst "in grote lijnen een afspiegeling van tijdelijke factoren" was, is het nu "een afspiegeling van factoren die waarschijnlijk van tijdelijk aard zijn".

In ons basisscenario gaan we ervan uit dat de inflatie na het eerste kwartaal van 2022 een redelijker koers zal inslaan naarmate de volatiele energieprijzen stabiliseren en er meer plooiën in de toeleveringsketens worden gladgestreken. De belangrijkste bronnen van inflatie verspreiden zich echter en het risico bestaat dat wat eerst mogelijk een tijdelijke opflakking van de inflatie was, permanentier zal worden. In dat scenario zullen centrale banken waarschijnlijk sneller dan verwacht moeten verkrappen, wat de groei in gevaar brengt.

BELEGGINGSSTRATEGIE

Aandelen

We blijven overwogen in aandelen, die nog steeds een bovengemiddelde groei optekenen en waarvoor geen aantrekkelijke alternatieven zijn. Een negatieve

reële rente maakt andere activaklassen (zoals contanten en obligaties) namelijk oninteressant.

Tijdens de recentste bijeenkomst van ons Assetallocatiecomité hebben we onze overweging in Amerikaanse aandelen uitgebreid, omdat deze regio in onze ogen economisch het krachtigst is. De winstgroei is er fors, aangezien de hogere inputkosten nog geen wezenlijke impact op de marges hebben, en de winstherzieningen vallen ook nog steeds positief uit. Bovendien blijft het begrotingsbeleid verruimend: het kersverse infrastructuurpakket bedraagt zo'n USD 1 biljoen, terwijl er al wordt gesproken over een nieuw begrotingsplan voor een sociaal vangnet. 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 risicomijdend klimaat doorgaans beter presteren).

Onze posities waren niet naar valuta's afgedekt, en daardoor groeide onze blootstelling aan de USD navenant. Dit komt overeen met onze verbeterende vooruitzichten voor de dollar. De monetair-beleidskoers is waarschijnlijk de belangrijkste factor voor de USD en krasser beleid vanuit de Fed (terwijl de ECB relatief verruimingsgezind blijft) zou samen met de verhoogde inflatiecijfers steun moeten bieden aan de munt.

Tegelijkertijd hebben we in onze blootstelling aan Europese aandelen gesnoeid, hoewel we over het geheel genomen nog steeds overwogen zijn in deze activaklasse. Op het continent werden in het derde kwartaal forse winsten geboekt, hoewel er minder positieve verrassingen waren dan in de VS, en Europa biedt dankzij de sterke vertegenwoordiging van het waardesegment afdekking tegen hogere inflatieverwachtingen en de opgelopen rente. De deltaxvariant is in Europa echter een grotere risicofactor geworden doordat het aantal besmettingen weer flink stijgt, en het bedrijfsleven (voornamelijk de auto-industrie) lijdt nog steeds

onder problemen in de toeleveringsketens. Het bekoelde sentiment in de industriële productie sijpelt bovendien langzaam door naar de dienstensector.

Wat beleggingsstijl betreft, hebben we de relatieve weging van waarde aandelen binnen onze positie in Amerikaanse aandelen teruggeschroefd. We blijven ervan overtuigd dat het waardesegment nog kan stijgen in dit klimaat van hogere inflatie, maar een evenwichtiger benadering lijkt ons gepaster. Stijlrotaties kunnen namelijk heel plotseling voorkomen en het kan dan pijnlijk zijn om helemaal aan de verkeerde kant te staan. We behouden een evenwichtige allocatie aan cyclische en defensieve sectoren, waarbij onze voorkeur uitgaat naar gezondheidszorg, industrie, energie en financiële instellingen.

Obligaties

Op de obligatiemarkten wordt er verwacht dat de rente in de nabije toekomst binnen een bepaalde bandbreedte zal blijven wegens onzekerheden in verband met COVID-19, maar wij zijn van mening dat diezelfde rente in de loop van 2022 door dat plafond breekt. Al bij al zijn we dan ook terughoudend ten aanzien van deze activaklasse, voornamelijk over staatsobligaties en duration van ontwikkelde markten. Met een fijne stofkam kunnen beleggers nog kansen ontdekken in het investment-grade-segment. Nu het perfecte scenario op het grootste deel van de markt is ingeprijsd, lijken de spreads een bodem te hebben bereikt. Mogelijk verruimen ze desondanks licht voor rentegevoelige emittenten/sectoren of bedrijven die potentieel onderwerp van fusies of overnames worden (zo bracht KKR onlangs een bod uit op Telecom Italia). We zullen dan ook op carry en selectiviteit moeten terugvallen om een rendement te realiseren – onze voorkeur gaat daarbij vooral uit naar financiële instellingen. Het high-yield-segment biedt ook kansen, maar we willen onze cliënten op het hart drukken niet te enthousiast

kredietrisico aan te nemen. BB-ratings zijn daarbij erg interessant: een groot aantal bedrijven staat namelijk op het punt om door te breken in het investment-grade-segment. Zulke 'rijzende sterren' worden vaak beloond met spreadverkrappingen.

Grondstoffen

De olieprijsen zijn onlangs weer wat gezakt, voornamelijk vanwege nieuwe beperkende maatregelen in Europa. Sommige beleggers vrezen bovendien dat de olievraag instort als de situatie verslechtert. Daarnaast heeft de Amerikaanse president Biden aangekondigd noodoliereserves – 50 miljoen vaten – aan te spreken, om de hoge brandstofprijzen te drukken. Dergelijke maatregelen hebben zelden een blijvende impact (de VS is in ongeveer 2,5 dag door zo'n hoeveelheid heen) en de OPEC+-landen kunnen een voorgenomen productieverhoging in reactie juist uitstellen, waarmee de nieuwe voorraadinjectie feitelijk gewoon verdampt. Al bij al heerst er nog veel krapte op de oliemarkt door een gebrek aan investeringen en de groeiende vraag. Dat is een uitstekende reden voor onze overweging.

Het beleid normaliseert, de rente loopt op en de Amerikaanse dollar is sterker, waardoor we wat goud betreft terughoudend zijn.

Conclusie

Dit is de laatste BILBoard van 2021, een jaar waarin aandelenindexen een dubbelcijferig rendement noteerden en de winstgroei uitzonderlijk krachtig uitviel. We gaan het nieuwe jaar in met onze overwogen aandelenpositie. We zijn ervan overtuigd dat de winstcijfers waarschijnlijk de belangrijkste drijfveer van beleggingsrendement blijven, en hoewel spectaculaire rendementen misschien uitblijven, zouden aandelen dus degelijke resultaten moeten opleveren.

Aandelenstrategie

22/11/2021

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.