

Halfway there



« De eerste jaarhelft is voorbij en financiële markten blikken terug op zes maanden turbulentie. Je zou bijna zeggen dat Bon Jovi 'Living on a Prayer' speciaal aan deze periode heeft gewijd – de 'prayer' is momenteel dat de centrale banken ondanks de verstrakking van hun monetair beleid een zachte landing voor elkaar krijgen. Maar zelfs als alles meezit, valt dit niet mee. Centrale banken worstelen momenteel met de hoogste inflatie in decennia, een gewapend conflict in Europa en risico's voor de toevoer van cruciale grondstoffen als gas en olie. Het biedt echter enige troost dat bedrijven en banken deze verkrappingscyclus met een gezonde kapitaalstructuur ingaan en dat de gezonde arbeidsmarkten de consumptie vooralsnog overeind houden. »

Robin Hamro-Drotz *Head of Portfolio Management*

Hoewel de economieën het nog altijd klaarspelen een positieve groei bijeen te schrapen, worden de prognoses neerwaarts bijgesteld. Het IMF voorspelt dat de mondiale groei in 2022 en 2023 vertraagt tot 3,6%, waar dat in 2021 nog 6,1% was. Dit is respectievelijk 0,8 en 0,2 procentpunt minder dan het in januari voor 2022 en 2023 voorspelde. Naarmate de groei afkoelt, zwellen de geruchten over een recessie aan. Op basis van de indicatoren die wij volgen, lijkt het er niet op dat een recessie nu al voor de deur staat, maar alles wijst op een verdere verslechtering van de macro-economische cijfers en een verhoogd recessierisico voor de komende zes tot achttien maanden, met name in Europa.

Economisch gezien lijkt de VS momenteel de sterkste regio, en de gegevens van eind mei schetsen een geruststellend beeld. Zo overtrof de ISM-enquête bijvoorbeeld de verwachtingen (56,1 tegenover 54,5), wat erop wijst dat de industriële productie blijft toenemen, ondanks tekorten en verstoringen in toeleveringsketens. Ondertussen noteerden de consumptieve bestedingen een flinke groei van 0,9% maand-op-maand, terwijl de cijfers over maart werden verhoogd van 1,1% naar 1,4%. De reële, voor prijsstijgingen gecorrigeerde bestedingen stegen ook fors, met 0,7% maand-op-maand, en de onderliggende cijfers wijzen erop dat de Amerikaanse consumenten dankzij de sterke arbeidsmarkt nog altijd bereid zijn hun spaargeld aan te spreken voor hun uitgaven.

Deze verhoogde bestedingen blijven alleen in stand als de consumenten hetzelfde beeld houden van de arbeidsmarkt: ze

moeten dus op onze hoede zijn voor de eerste tekenen dat de arbeidsmarkt afkoelt en hoe snel dat al dan niet gebeurt. Ook de meest recente resultaten van de JOLTS-enquête bevestigen dat de sterke vraag naar arbeidskrachten aanhoudt en dat het relatieve aantal openstaande vacatures (werkzoekenden per vacature) lager dan ooit is. Het netto-aantal mensen dat de banen 'voor het grijpen' vindt, is echter sinds mei 2021 niet meer zo laag geweest.

Voor Europa ziet de nabije toekomst er echter veel minder rooskleurig uit: de gevolgen van het conflict in Oekraïne en de sancties zijn namelijk veel voelbaarder in Europa – vooral omdat de regio zo afhankelijk is van olie en gas uit Rusland. De economische trend is nu al naar beneden bijgesteld vanwege macro-economische verrassingen. Het Europese bedrijfsleven kampt namelijk opnieuw met problemen in de toeleveringsketens, terwijl Europese huishoudens steeds terughoudender worden met hun aankopen, omdat hun reële besteedbare inkomens teruglopen. Het consumentenvertrouwen ligt onder het vriespunt op -21,1, ver beneden het langetermijngemiddelde.

De inflatie blijft aan beide zijden van de Atlantische Oceaan op koortstemperatuur. In mei stegen de prijzen in de eurozone 0,8% maand-op-maand (in april nog 0,6% m-o-m) tot 8,1% jaar-op-jaar – een nieuw record. De kerninflatie klom van 3,5% op tot 3,8% j-o-j en hoewel de inflatie in de eurozone grotendeels veroorzaakt wordt door de gestegen energieprijzen, is er bij nader inzien in bijna alle subcategorieën een hoogterecord gevestigd.

De Fed heeft rechtstreeks de strijd aangeboden met de inflatie. Jerome Powell heeft aangekondigd de rente in juni met 50 bp te verhogen en in juli opnieuw, en in juni begint de Fed tevens haar balans te af te bouwen, met USD 47,5 mld. per maand, wat in september wordt opgeschroefd tot USD 95 mld. Aangezien dit duidelijk gecommuniceerd is, zou het daadwerkelijke startschot niet tot paniek op de markten moeten leiden.

Het lijkt erop dat de ECB eindelijk heeft besloten ook een strengere beleidskoers in te slaan: de bank heeft namelijk aangekondigd haar netto-obligatieaankopen heel vroeg in het derde kwartaal stop te zetten, wat de weg vrijmaakt voor een renteverhoging op de vergadering van juli, in het verlengde van de forward guidance. Volgens Christine Lagarde ligt de ECB op koers om het negatieve-rentebeleid tegen het einde van het derde kwartaal helemaal los te laten, waarvoor renteverhogingen van 25 bp op de vergaderingen van juli en september nodig zijn.

Investment Outlook

Vanwege de minder gunstige groeivoorzichten gaan we in het tweede halfjaar behoedzamer te werk, met een neutrale aandelenpositie. U vraagt zich misschien af waarom we niet helemaal naar een onderweging zijn afgezak. Dat komt doordat een wereldwijde recessie nog verre van onvermijdelijk is. Als ze wordt vermeden en het bedrijfsleven ontkomt aan een winstrecessie, komt er nog wel een opleving van de aandelenkoersen. De markten zien de toekomst uiterst pessimistisch

in – het zal er allemaal van afhangen. Economische cijfers of nieuws over beleidsverstrakkingen bij de centrale banken hoeven niet per se positief te zijn – als het iets positiever uitvalt dan de zwartgallige verwachtingen, biedt het risicovolle activa al wat soelaas. Aan de andere kant zijn de bedrijfswinsten nog altijd hoog en de analisten verwachten dat dit in 2022 zo blijft.

We hebben onze aandelenpositie afgebouwd tot neutraal door nog meer onderwogen te zijn in regio's waar we de grootste risico's zien, namelijk Europa en de opkomende markten (zonder China). Opkomende landen hebben zwakkere groei-vooruitzichten, hoge inflatiecijfers, hogere reële rentes in USD, en de omikronvariant, waar Azië zwaar onder gebukt gaat, met lockdowns in veel regio's. We hebben een sterke voorkeur voor de VS, aangezien deze regio nog altijd gezonde macro-economische cijfers heeft en profiteert van de vlucht naar veilige havens – vooral omdat de Verenigde Staten relatief weinig betrokken zijn bij het conflict in Oekraïne.

Onze portefeuille is goed gespreid naar sectoren, met een overweging in sectoren die het doorgaans goed doen in de laatste fase van de cyclus, zoals **energie** en **materialen**, en in defensievere sectoren als **Europese nutsbedrijven** en **gezondheidszorg**. Aangezien er in de koersen doortastende beleidsverstrakkingen van de centrale banken zijn ingeprijsd, blijven we bij onze overweging in **IT**. We hebben besloten onze blootstelling aan Amerikaanse financiële instellingen te reduceren, omdat we ervan overtuigd zijn dat de verwachtingen voor de inflatie, voor renteverhogingen en verkrappingsmaatregelen bij de Fed al hebben gepiekt. Wanneer de groei vertraagt, blijft de Amerikaanse rentecurve waarschijnlijk relatief vlak (omdat bezorgdheid over de groei op de langere rente weegt), wat doorgaans geen goed nieuws is voor de marges in deze sector.

Wat de obligatiemarkten betreft, doen staatsobligaties opnieuw dienst als veilige havens. Daarmee zijn de zorgen om de groei uitgetroefd tot het belangrijkste thema op de markt en ze stellen de ophanden zijnde verstrakkingen van het monetair beleid in de schaduw.

We zijn neutraal blootgesteld aan het kredietrisico en hebben onze **onderwogen durationpositie teruggebracht**. Daarvoor hebben we onze allocatie aan Amerikaanse kortlopende

investmentgrade-bedrijfsobligaties verlaagd ten gunste van **Amerikaanse Treasury's**. Op die manier zijn de portefeuilles beter beschermd en kunnen we tegelijkertijd inspelen op de relatief hogere rente als gevolg van de verkoopgolf in het eerste halfjaar van 2022.

Dit levert bovendien een onderweging in investmentgrade-bedrijfsobligaties op, een activaklasse die mogelijk met meer volatiliteit en verminderde liquiditeit te kampen krijgt naarmate de Fed haar balans afbouwt en de ECB de handen van de markt aftrekt. Een lichtpuntje is dat het bedrijfsleven deze verkrappingscyclus uitstekend gefinancierd tegemoet treedt (in de VS en Europa ligt de netto-schuldenlast het laagst sinds 2017). Een bescheiden spreadverruiming vanaf het huidige niveau is mogelijk, maar op totaalrendement of inkomsten gerichte beleggers kunnen zich verheugen op waarde.

We houden vast aan onze overweging in **high yield**. Hoewel de druk in sommige subsegmenten zeker zal gaan oplopen, functioneren de krachtige kerncijfers in het bedrijfsleven als een stootkussen en achten we een scherpe stijging van de faillissementen op korte termijn onwaarschijnlijk. In de VS staan activa met lagere ratings overduidelijk onder druk en nemen ook de verschillen tussen hoogrentende obligaties toe naarmate de liquiditeit, de omvang en de kwaliteitspremies oplopen. We geven de voorkeur aan langlopende BB-obligaties boven CCC-obligaties, die de laatste zijn achtergebleven bij de markt.

Binnen ons valutasegment is ons standpunt ten aanzien van de Amerikaanse dollar omgeslagen van constructief naar neutraal. In het eerste halfjaar van 2022 heeft de markt zich en masse op de USD gestort, waardoor de munt overgewaardeerd is geworden. De verslechtering van de Amerikaanse handelsbalans en het strengere beleid van de ECB zijn potentiële blokken aan het been van de USD. We hebben ook onze visie op het Britse pond bijgesteld naar bearish, vanwege het zwakke consumentenvertrouwen in het VK en het feit dat de Bank of England terughoudender is met renteverhogingen.

We zijn neutraal ten aanzien van **goud**. We achten het namelijk vrij waarschijnlijk dat de goudprijs terugloopt doordat beleggers hun positie reduceren en de reële rente op staatsobligaties die als veilige haven gelden, is opgelopen. Door de

lens van de langere termijn blijft goud echter een aantrekkelijk middel voor diversificatie en waardeopslag.

2022 heeft ons tot nog toe de grootste outperformance van grondstoffen gebracht in de periode sinds 1960 waarover we cijfers hebben. Dat is terug te voeren op de ongekende schok aan aanbodzijde door de Russisch-Oekraïense oorlog. Dit gewapend conflict heeft vooral de internationale energiemarkten enorm ontwricht, gezien de enorme rol van Rusland als energieproducent. Er is nog geen einde voor de tekorten op de oliemarkten in zicht, al worden deze verlicht door leveringen uit strategische voorraden, productieverhogingen bij de OPEC+ en minder groei van de vraag. We spelen in op de hogere olieprijs met een overwogen positie in de energiesector binnen het aandelensegment, en blijven tegelijkertijd neutraal ten aanzien van olie als grondstof.

Conclusie

De centrale banken staan in 2022 voor de taak een van de moeilijkste beleidsverstrakkingen ooit tot een goed einde te brengen. Het extreme verruimingsbeleid waarmee op de pandemie is gereageerd stuwde de markten van hoogtepunt naar hoogtepunt maar maakt nu plaats voor een kater. Opnieuw in de woorden van Bon Jovi:

*I would drink of your river, it would always get me high
What was once my salvation, now tastes like bitter wine*

Naarmate het monetair beleid – samen met de financiële voorwaarden – verstrakt, zullen de neerwaartse risico's voor de groei verder toenemen. Het slepende conflict in Oekraïne, waar ook geen einde voor in zicht lijkt, verergerd de situatie nog verder.

Het is momenteel nog afwachten of de centrale banken in dit moeilijke klimaat een zachte landing voor elkaar krijgen – met andere woorden, de inflatie kunnen afremmen zonder de groei af te knijpen. We drukken de beleggers dan ook op het hart om zich defensief, gediversifieerd en geduldig op te stellen, en de blik op hun langetermijndoelen gericht te houden en op de uitkijk te blijven voor structurele beleggingsthema's die niet afhangen van de grillen van de conjunctuur – bijvoorbeeld digitalisering of de duurzame transitie.

Aandelenstrategie

30/05/2022

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 terughoudend (-), neutraal (N) of positief tegenover de activaklasse staan (+).

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