

## Parallele scenario's



« De markt slingert voortdurend tussen twee verschillende scenario's – het ene moment staat de aanhoudend hoge inflatie centraal en het andere moment staart iedereen zich blind op het groeiende recessierisico. Gezien de langdurig verhoogde inflatiecijfers houden verkrappingsgezinde bankiers voorlopig de overhand – maar hoelang dat zo blijft, valt nog te bezien. Veiligheid en liquiditeit opzoeken bij de vastrentende waarden is momenteel het devies, lijkt ons. Binnen de aandelensegmenten van onze portefeuilles hebben we de conjunctuurgevoeligheid op sectorniveau verder teruggeschroefd, terwijl we op regionaal niveau onze blootstelling aan China hebben verdubbeld. Waar de rest van de wereld een verkrappingscyclus heeft ingezet, vaart dit land namelijk duidelijk een andere koers.»

**Lieven De Witte** *Head of Fixed Income Strategy, BIL*

### Het macro-economische landschap

In de Verenigde Staten en Europa wijzen voorlopende indicatoren nog altijd op groei, maar er zijn duidelijke signalen dat de regio's in de nabije toekomst een wezenlijke groeivertraging te wachten staat. Vooral boven Europa hangen donkere wolken, vol dreigende energietekorten en een teruglopende vraag (behalve in de reissector, die goed is voor 10% van het bbp van de EU). De uitgestelde orders en de vakantieuitgaven zorgen nog voor extra momentum, maar zodra deze steun is weggeëbd, staat de regio waarschijnlijk nog dit jaar een milde recessie te wachten.

De Verenigde Staten staan aan de vooravond van een 'technische' recessie: in het eerste kwartaal is er een negatieve groei (-1,6%) genoteerd en er wordt voorspeld dat de economie in het tweede kwartaal stagneert. Een ingrijpende en slepende neergang zou echter het meeste gevaar opleveren voor de markten. Hier gaan we in ons basisscenario echter niet van uit, omdat de arbeidsmarkt gezond is (de werkloosheid ligt op slechts 3,6% en de loonkosten naderen de pieken van voor de pandemie razendsnel), huishoudens nog altijd bereid lijken op hun spaargeld in te teren voor consumptieuitgaven en vroege tekenen impliceren dat de inflatie mogelijk piekt (zo bekoelde de 'ISM Prices Paid'-diffusie-index bijvoorbeeld van 82,2 in mei naar 78,5 in juni, het laagste niveau in vijf maanden). De krimp in het eerste kwartaal was hoofdzakelijk toe te schrijven aan een toename van de import, waardoor het bbp wezenlijk lager uitviel vanwege de handelsbalans (3,2

kk). De problemen in toeleveringsketens verzachtten namelijk en groot- en detailhandelaars zagen hierin het uitgelezen moment om hun voorraden opnieuw op te bouwen. De reële voorraad noteerde in het eerste kwartaal een kolossale groei van USD 150 miljard, maar omdat deze overschaduw wordt door de toename in het vierde kwartaal van vorig jaar (USD 193 miljard), viel het bbp-cijfer desondanks 1,1 basispunten lager uit. De import van goederen met een nominale waarde (exclusief olie) maakte een duizelingwekkende (en onhoudbare) stijging door van 42% op jaarbasis, terwijl de export met 6% groeide. Voor het tweede kwartaal is het doorslaggevend om te weten in hoeverre de explosieve groei van de voorraden weer ongedaan zal worden gemaakt.

Met het oog op de milde CPI- en PPI-cijfers van China (respectievelijk 2,1% en 6,4% in mei) heeft Beijing veel meer ruimte om de beleidssteun eventueel op te schroeven en daarmee tegen de mondiale verkrappingscyclus in te gaan. De Chinese overheid heeft al van deze ruimte gebruikgemaakt: er wordt gewerkt aan een kredietlijn van USD 120 miljard voor infrastructuurprojecten. Volgens Bloomberg hebben plaatselijke overheden lijsten met duizenden grote projecten en investeringsplannen voor het hele jaar opgesteld, in totaal voor grofweg RMB 14,8 biljoen (dat is USD 2,3 biljoen – dubbel zoveel als het infrastructuurpakket van USD 1,1 biljoen dat onlangs het Amerikaanse Congres is doorgelopen en over vijf jaar wordt uitgesmeerd). Bovendien wijzen hoogfrequente gegevens erop dat het dieptepunt voor de Chinese vastgoedsector mogelijk al bereikt is: dat is te danken aan stadsspecifieke

maatregelen zoals verlagingen van de vereiste aanbetaling of kortingen op de hypotheekrente. De kans bestaat dat Beijing de teugels van de vastgoed- en internetsector over niet al te lange tijd weer enigszins laat vieren, geloven onze analisten. Daardoor zou de bestaande vraag de markt in de tweede helft van 2022 kunnen overspoelen. Bovendien zijn de coronabeperkingen wat versoepeld, waardoor een deel van de economische bedrijvigheid weer kon worden hervat – de haven van Shanghai draaide eind mei weer op ruim 95% van de normale capaciteit, terwijl er in april nog aanzienlijk minder containers konden worden verwerkt. China krabbelt weer op, en dat kan de Amerikaanse en Europese economieën steun bieden en de problemen in de wereldwijde toeleverketens helpen verlichten.

De knelpunten verzwakken al geleidelijk, terwijl de grondstofprijzen buiten de energiesector hun hoogtepunten lijken te hebben bereikt. Hierdoor bekoelt de inflatie op haar beurt waarschijnlijk en in dat geval hoeven centrale banken niet zo hard aan de noodrem te trekken. Maar vooralsnog is de wereld nog gehuld in onzekerheid en hoogstwaarschijnlijk zijn we voorlopig nog niet van de marktvolatiliteit af, nu het sentiment tussen de twee mogelijke interpretaties blijft schommelen: enerzijds het scenario van aanhoudend hoge inflatie en anderzijds het groeiende recessierisico.

### Centrale banken

De afgelopen maand stond in het teken van een aantal renteverhogingen door centrale banken van over de hele wereld.

In de Verenigde Staten verhoogde de Fed de rente met 75 basispunten, waar de bank bij een eerdere vooruitblik (forward guidance) nog een verhoging van slechts 50 basispunten in het vooruitzicht stelde. Wij zijn van mening dat de Fed zo lang mogelijk aan haar verkrappingsgezinde beleidskoers zal blijven vasthouden, zeker nu de bank met de tussentijdse verkiezingen in het vooruitzicht onder politieke druk staat om de prijsstijgingen binnen de perken te houden. Jerome Powell heeft verklaard zich "onvoorwaardelijk toe te leggen op de strijd tegen de inflatie", hoewel hij erkent dat een zachte landing "geen sinecure" is.

De ECB is naar eigen zeggen bereid "zo ver als nodig is" te gaan om de prijsstijgingen te beperken, en er wordt in juli een renteverhoging van 25 bp van de bank verwacht, en weer een van minstens 25 bp in september. De lidstaten van de eurozone staan er echter economisch allesbehalve hetzelfde voor, waardoor de ECB enigszins in haar functioneren is beperkt. Het bestuur van de ECB heeft op 15 juni al een noodvergadering ingelast om de markten te kalmeren. Naar aanleiding hiervan werd een anti-fragmentatiemiddel aangekondigd waarmee aflopende obligaties 'flexibel' worden herbelegd in het kader van het pandemie-noodaankoopprogramma (PEPP). Het precieze herbeleggingsmechanisme is echter nog niet uit de doeken gedaan en het systeem is onderhevig aan wezenlijke politieke beperkingen: waarschijnlijk komt de ECB op de volgende beleidsvergadering van 21 juli met meer informatie.

## Beleggingsstrategie

In periodes waarin de markt aanzienlijk daalt, doen veel beleggers een poging om het precieze kantelpunt van de markten vast te stellen – met andere woorden het punt waarop de verkoopgolf afzwakt, wat een concreet voorteken van een duurzame heropleving kan zijn. Sentimentsbarometers geven momenteel gemengde signalen af: sommige wijzen er onmiskenbaar op dat de markt oververkocht is, terwijl andere veel minder eenduidig zijn. Er is een mogelijkheid dat de échte stressfase, die zo typisch is voor het einde van een bearmarkt, nog voor ons ligt. Op basis daarvan blijven we neutraal ten aanzien van aandelen.

Binnen ons neutrale aandelensegment gaat onze voorkeur uit naar de US, en bij de recentste herijking hebben we Chinese aandelen opgetrokken naar een overweging en onze lage blootstelling daarmee in alle risicoprofielen verdubbeld (gelijmatig verdeeld over A-aandelen en H-aandelen, die respectievelijk op het Chinese vasteland en in Hongkong worden verhandeld). We staan neutraal tegenover Japanse aandelen en zijn onderwogen in Europa en opkomende markten (m.u.v. China).

We hebben de schaar gezet in onze blootstelling aan de US en Europa (respectievelijk onze overweging teruggeschroefd en onze onderweging uitgebouwd). Ondanks de hogere rente, verhoogde inputkosten en knelpunten, blijven de winstverwachtingen in beide regio's hoog (zeker in Europa, met een oorlog in zijn achtertuin) en we verwachten neerwaartse herzieningen.

Op sectorniveau gezien hebben we Europese materialen van overwogen naar neutraal teruggebracht, omdat bedrijven uit deze sector gevoeliger zijn voor de hogere aardgaspijzen (met name bedrijven uit de subsector chemicaliën). Daarmee hebben we de conjunctuurgevoeligheid van de portefeuilles verder afgebouwd. We houden vast aan onze overwogen positie in energie en Amerikaanse materialen en aan defensieve posities zoals gezondheidszorg en Europese nutsbedrijven. Deze laatste zijn een centrale speler in de structurele transitie naar een koolstofarme wereld en veel bedrijven in deze sector profiteren waarschijnlijk van de geplande staatssteun voor infrastructuur en vergroening van de economie (vooral in Europa, vanwege de urgente noodzaak voor alternatieve energie-oplossingen en de ambitie om het allereerste koolstofneutrale continent te worden). Aangezien er in de koersen doortastende beleidsverstrakkingen van de centrale banken zijn ingeprijsd, blijven we bij onze overweging in IT, een sector die onlosmakelijk met een andere krachtige trend is verbonden: de digitalisering.

Binnen het vastrentende segment zijn we neutraal blootgesteld aan kredietrisico en hanteren we een onderwogen durationpositie. Naarmate het monetair beleid – samen met de financiële voorwaarden – verstrakt, zullen de neerwaartse risico's voor de groei verder toenemen. In een dergelijk klimaat gedijen staatsobligaties in de regel het best, maar

voorlopig is de inflatie nog allesbepalend, waardoor het verkrappingsgezinde geluid nog de overhand heeft.

We hebben onze blootstelling aan Europese high-yield-obligaties met het oog op de groeivertraging verlaagd. Het wanbetalingscijfer is weliswaar nog niet omgeslagen, maar dit is doorgaans sowieso gebaseerd op historische cijfers en het high-yield-segment is nog niet zo sterk herprijsd als investment-grade-obligaties en aandelen. We zijn momenteel bijzonder terughoudend ten aanzien van senior leningen en voor zover we zijn blootgesteld aan high-yield-obligaties, gaat onze voorkeur uit naar BB boven B/C/C.

We nemen selectief posities in investment-grade-obligaties in. De Fed bouwt haar balans af en de ECB maakt een einde aan haar activa-aankopen. Dat leidt mogelijk tot meer volatiliteit en minder liquiditeit op de kredietmarkten, en de spreads op investment-grade-obligaties liggen in Europa al boven de 200 bp en in de VS boven de 150 bp. Dit wijst op een aanzienlijke groeivertraging, maar niet op een regelrechte crisis. Voor zover we wél zijn blootgesteld, richten we onze pijlen op hoogwaardige investment-grade-emittenten met gezonde kerncijfers en een aantrekkelijke rente.

Vanwege de verkrapping van de Amerikaanse én mondiale financiële voorwaarden, de zwakkere groeivoorzichten voor opkomende markten en de verhoogde inflatiecijfers zijn we terughoudend ten aanzien van staatsobligaties van opkomende landen.

## Conclusie

De markt slingert voortdurend tussen twee verschillende scenario's – het ene moment staat de aanhoudend hoge inflatie centraal en het andere moment staart iedereen zich blind op het groeiende recessierisico. Zolang de markten in de ban blijven van deze slinger, zullen de verwachtingen voor het monetair beleid moeilijk stabiliseren en blijft het dieptepunt van de markten vooruitgeschoven worden. Met dit alles in het achterhoofd hebben we onze portefeuille defensief ingericht en onze blootstelling aan China opgeschoefd – de milde stijging van de consumentenprijsindex in dit land betekent namelijk dat centrale bankiers daar niet voor zo'n Gordiaanse knoop staan.

## Aandelenstrategie

30/06/2022

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.