

Langer hoger



« In de BILBoard van juli bespraken we de twee parallelle scenario's die voor het grootste deel van 2022 hun stempel op het marktsentiment hebben gedrukt: het ene scenario draait erom dat centrale banken zich met het oog op de aanhoudend hoge inflatie genoodzaakt zien om de beleidsrente zo lang als nodig is te verhogen, terwijl in het andere scenario een potentiële koerswijziging in het monetair beleid als gevolg van de teruglopende vraag centraal staat. De zomer stond vrijwel volledig in het teken van het tweede scenario, en risicovolle activa gedijden daar uitstekend bij; ten minste, tot het symposium van de Amerikaanse centrale bank in Jackson Hole van 26 augustus. »

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

Fed-voorzitter Jerome Powell sloeg een restrictieve toon aan en veegde alle hoop op een verruimd beleid van tafel toen hij stelde dat de inflatie met zware middelen naar een normaal niveau gedwongen zal worden, wat gepaard zal gaan met een economische vertraging die de huishoudens en het bedrijfsleven 'enige pijn' zal bezorgen, en dat het beleid 'enige tijd' verkrapt moet worden om te voorkomen dat de inflatieverwachtingen losgekoppeld raken van de werkelijkheid. Aangezien de ECB en andere belangrijke centrale banken in een vergelijkbare strijd zijn verwickeld, heeft 'langer hoger' zich ontpopt tot het hoofdthema op de wereldwijde markten.

Macro-economisch overzicht

De Amerikaanse economie heeft er wonderbaarlijk weinig onder geleden dat de Fed haar referentierente in nog geen zes maanden heeft opgehoogd van vrijwel nul naar een bandbreedte van 2,25% tot 2,5%. Met een werkloosheidscijfer van 3,7%, iets boven het laagste in vijftig jaar, en bijna twee openstaande vacatures per beschikbare arbeidskracht, blaakt de arbeidsmarkt nog steeds van gezondheid. Volgens schattingen hebben Amerikaanse huishoudens bovendien nog circa zes maanden aan spaargeld over dat ze tijdens de pandemie hebben opgebouwd. Met deze twee factoren als wind in de zeilen is er niets veranderd aan het uitgavepatroon van Amerikaanse consumenten, in weerwil van de zwaarmoedige sentimentsindicatoren. De kernverkoop in de detailhandel – een maatstaf voor de consumptie in de bbp-berekening – klom in juli 0,8 procentpunt hoger en we verwachten dat de consumptie voorlopig op hetzelfde niveau blijft.

We zien nu al dat consumenten positief reageren op de licht gezakte inflatie (de CPI bedroeg in juli 8,5%, waar dat eerder nog 9,1% was) en concreter op de daling van de gasprijzen. Dit leidde ertoe dat de geaggregeerde koopkracht wezenlijk is toegenomen en daardoor begint het consumentensentiment, zoals gemeten door de Conference Board, aan te trekken – in augustus lag het al op het hoogste niveau in drie maanden. Hoogfrequente gegevens, zoals het aantal restaurantreserveringen via OpenTable en het aantal vliegtuigpassagiers, vertonen een overtuigend stijgende lijn en uit de jaarlijkse herfstenquête naar reisgedrag van de American Automobile Association blijkt dat 73% van de respondenten van plan is op vakantie te gaan na Labour Day (5 september) en 52% daarvan gaat op roadtrip. Normaal gesproken luidt deze feestdag juist het einde van het hoogseizoen in, maar dit jaar lijkt het dat uitstapjes zijn uitgesteld tot in de herfst, met name vanwege de betaalbaarheid van benzine. Dit feit haalt de angel uit de zorgwekkend lage diensten-PMI, die in augustus op 43,7 stond.

In het bedrijfsleven is een vergelijkbare ontwikkeling te zien: het ondernemersvertrouwen is ook aan de beterende hand. De industriële productie is stabiel als een rots in de branding, doordat de inputkosten dalen en vraag en aanbod geleidelijk weer in balans komen. Een heropleving in de autobranche (het laatste grote segment met uitgestelde vraag), waar de productie in juli met een duizelingwekkende 6,6% steeg, houdt de industriële productie hoogstwaarschijnlijk de komende maanden drijvende, terwijl de chiptekorten afnemen. Het ziet ernaar uit dat de inflatiedynamiek ook positief zal worden beïnvloed door een toename in de voorraad van nieuwe voertuigen,

aangezien nieuwe auto's en occasions goed zijn voor 10% van de kern-CPI.

Kortom, wij zijn ervan overtuigd dat de Amerikaanse economie voorlopig standhoudt en in het derde kwartaal weer een positieve groei zal kennen. Maar naarmate de Fed haar verkrappende beleidskoers voortzet, zullen we de eerste scheurtjes waarschijnlijk begin 2023 zien in de vorm van correcties op de arbeidsmarkt: het bedrijfsleven is bij een hogere rente namelijk geneigd de investeringen terug te schroeven, en bovendien raakt het spaargeld uit de pandemietijd geleidelijk op.

De eurozone glijd dit jaar nog in een technische recessie af, verwachten we. De energieschaarste is hier het centrale probleem. Voor de inval in Oekraïne voldeed Rusland aan ongeveer 40% van de Europese vraag naar gas. Nu, met de winter op de drempel, heeft het de Nord Stream 1-pijpleiding helemaal dichtgedraaid. Hoewel de Europese gasvoorraden van pakweg 80% een gezonde buffer vormen, moet de vraag toch worden ingetoemd. Door de onzekerheid over de energietoevoer zijn de gas- en elektriciteitsprijzen voor groothandelaren zeer volatiel geworden. Vanwege het vooruitzicht op torenhoge energierekeningen, zetten consumenten alvast geld opzij en sluiten energie-intensieve sectoren de deuren of schalen ze hun productie terug.

De energieprijzen zijn ook olie op het vuur voor de inflatie, waarvan de piek momenteel nog niet in zicht is. In augustus vestigden de HICP en de PPI beide een nieuw hoogterecord van respectievelijk 9,1% en 37,9%.

Onlangs is er ook een nieuw record gevestigd voor de aanwas van voorraden van afgewerkte goederen, aangezien bedrijven hun producten steeds moeilijker kunnen afzetten. Daardoor achten we de kans erg klein dat de productie binnenkort weer aantrekt, zelfs als overheden besluiten in te grijpen op de energiemarkten. Ondertussen wordt het vrij besteedbaar inkomen van consumenten aangetast door de ongekend hoge inflatie.

Richten we de blik op het oosten, dan zien we dat de Chinese economie in augustus getroffen werd door een reeks tegenslagen: doordat de coronabesmettingen opliepen, kwamen zo'n zeventig steden weer in een volledige of gedeeltelijke lockdown terecht, de vastgoedsector staat nog altijd onder druk en sommige hypotheeklen worden niet meer afgelost, en een intense hittegolf leidde tot minder transport via rivieren en stroomuitval in belangrijke industriële knooppunten. Het enige lichtpuntje is dat China een duidelijke uitzondering vormt door niet mee te doen aan de wereldwijde verkrappingscyclus. Met een inflatie van 2,7%, lager dan de doelstelling van 3% op jaarbasis, heeft de overheid nog ruimte voor stimuleringsmaatregelen. Deze komen er dan ook aan en een recent steunpakket ter hoogte van USD 44 mld. sijpelt nog door in de reële economie.

Beleggingsstrategie van BIL

Met het oog op de huidige omstandigheden hebben we op 2 september een aantal belangrijke wijzigingen aangebracht in onze assetallocatie.

Om te beginnen schroefden we onze aandelenpositie terug van overwogen naar neutraal, door onze blootstelling aan Amerikaanse en Europese aandelen in gelijke verhouding te verlagen. Hierdoor is onze onderweging in Europa toegenomen, maar blijven we overwogen in de VS – de regio die er relatief gezien het beste voor staat op macro-economisch gebied. Onze redenering hiervoor is dat de aandelenrally samen met de hoop op een verruimingsgezinde beleidsomslag is weggeëbd, en we verwachten dat de aandelenmarkten zich aan de macro-economische werkelijkheid blijven aanpassen. Hierbij verdienen kerncijfers zoals de inflatie en de arbeidsmarktdynamiek de meeste aandacht, aangezien de financiële voorwaarden gestaag blijven verkrappen. Daarnaast verwachten we dat analisten de winstverwachtingen voor 2023 neerwaarts gaan bijstellen.

Op sectorniveau bekeken hebben we onze overweging aan Europese nutsbedrijven gereduceerd omdat we de defensieve kwaliteiten die

we zoeken daar niet kunnen vinden vanwege de actuele regelgeving – zo overweegt Brussel een overwinstbelasting in te voeren. Doordat de energieprijzen op recordhoogte blijven hangen, zitten **Europese nutsbedrijven** bovendien met existentieel probleem: hoewel ze tegen recordprijzen elektriciteit kunnen verkopen, moet er steeds meer onderpand ingelegd worden op de futuresmarkten, die zo essentieel zijn voor de energie- en elektriciteitsvoorziening. Finland heeft gewaarschuwd dat de energiesector mogelijk op een 'Lehman-moment' afstevent als overheden niet ingrijpen met noodsteun. Elke maatregel die genomen wordt om de energieprijzen onder controle te krijgen, zal positief uitpakken voor de **Europese industrie**, die we van onderwogen naar neutraal hebben opgeschroefd.

We houden een overwogen positie aan in **IT** (nog altijd de groeimotor bij uitstek) en **gezondheidszorg** (een sector met aanzienlijke winstcijfers en minder blootstelling aan de grootste risico's op de markten).

Binnen ons **vastrentende** segment gaat onze voorkeur uit naar **hoogwaardige investment-grade-bedrijfsobligaties**, aangezien de risico-rendementsverhoudingen daar aantrekkelijk ogen: bedrijven hebben namelijk geen tekort aan financiering en de schuldenlast voor het hele investment-grade-universum is in de afgelopen 18 maanden afgenomen.

Terwijl **staatsobligaties** kunnen terugkijken op een sterke juli-maand, zagen we in augustus de grootste correctie op maandbasis in de geschiedenis (de Duitse 10-jaarsrente liep uit met 72 bp) en de marktsituatie sloeg om van overgekocht in juli naar oververkocht in augustus. Vanuit technisch oogpunt bezien is het dus niet uitgesloten dat de staatsobligatierente weer terugvalt, en we hebben dan ook besloten de duration van posities in staatsobligaties van kernlanden tactisch te verhogen (hoewel we per saldo nog steeds een onderwogen durationpositie hebben). Daarnaast hebben we onze blootstelling aan **Italiaanse staatsobligaties** verder verlaagd: met het oog op de vervroegde verkiezingen in september mijden we de potentiële volatiliteit in zowel de aanloop als het formatieproces era. Door de stijgende rente kwam de Italiaanse staatsschuld opnieuw onder de aandacht.

We staan neutraal tegenover **goud**. Het heeft nog steeds zijn functie als diversificatiemiddel, maar de stijgende reële rente en de aantrekkelijkheid van vastrentende veilige havens als alternatief vormen een plafond voor de potentiële waardeinstijgingen.

We veranderden onze positie ten aanzien van **olie** van neutraal naar constructief. Met het oog op de Europese energieschaarste profiteert olie hoogstwaarschijnlijk van het gebrek aan alternatieven voor energieopwekking (weinig wind, gesloten kerncentrales, enz.), terwijl de OPEC+-landen hebben besloten de productie in oktober met 100.000 vaten per dag te verlagen, waarmee ze de verhoging van september helemaal ongedaan maken.

Wat **valuta's** betreft, hebben we onze kijk op de Japanse yen veranderd van neutraal naar negatief. De Japanse centrale bank is duidelijk niet van plan de wereldwijde verkrappingstrend te volgen en deze afwijkende beleidskoers zet de valuta van het land onder druk. De **Chinese yuan** is van positief naar neutraal teruggebracht, omdat de ruimere financiële voorwaarden en de portefeuille-uitstroom wezenlijke tegenslagen vormen.

In het algemeen worstelen **"private equity markten"** met problemen die voortvloeien uit de hogere rente en inflatie. Dat wil echter niet zeggen dat er geen lichtpuntjes te vinden zijn, met name infrastructuurfondsen. Om te beginnen ligt het aantal transacties hoog en wordt de sector gesteund door overheidsinvesteringen. De hoge en aanhoudende inflatie komt waarschijnlijk ten goede aan infrastructuuractiva, waarvan de inkomstenstromen doorgaans samenhangen met prijsindices. We zien ook kansen op de secundaire markten, waar zich meer mogelijkheden en kortingen beginnen af te tekenen. Uiteraard blijft de selectie van tegenpartijen doorslaggevend.

Conclusie

De onverbiddelijk restrictieve houding van de centrale banken, het vooruitzicht van een inflatie die voor langere tijd hoog zal blijven, ruim boven de streefwaarde, creëren een uitdagend klimaat voor beleggers. Sinds het begin van het jaar is de waarde van evenwichtige portefeuilles, met 60% aandelen en 40% obligaties, gekelderde. Daarbovenop is het afdekkingseffect van obligaties afgezwakt door de hoge inflatie. We zullen onze creativiteit moeten laten gelden om voldoende diversificatie te realiseren – in deze context willen we wijzen op de aanvulling van onze assetallocatie met "private equity fondsen". Selectiviteit is een andere doorslaggevende factor om in kaart te brengen welke bedrijven voldoende prijszettingvermogen hebben en welke het best bestand zijn tegen een steeds zwakkere macro-economische context.

Aandelenstrategie

02/09/2022

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.