

Herfst op de markten



« Dit seizoen dwarrelen niet alleen de bladeren naar beneden, maar ook de groeiprognoses en aandelenkoersen. Maar voor deze laatste twee ligt er misschien nog een diepere val in het verschiet. Op de markten is er namelijk nog niets van een dieptepunt te merken, en dat is ook pas mogelijk zodra beleggers meer vertrouwen krijgen in de toekomstige ontwikkeling van de rente. Logisch gevolg hiervan is dat centrale banken en de inflatie nog steeds de belangrijkste drijfveren van de markten zijn en het ziet er naar uit dat de volatiliteit voorlopig aanhoudt, totdat er overtuigender bewijs komt dat de prijsdruk op zijn retour is. »

Lionel De Broux *Group Chief Investment Officer, BIL*

Macro

Centrale banken zetten hun strijd tegen de verrassend hardnekkige inflatie voort en daardoor vertraagt de groei gestaag. De prognoses van het IMF voor het wereldwijde bbp liggen inmiddels op een groei van 3,2% voor dit jaar en 2,7% voor 2023. Deze laatste prognose ligt 0,2 procentpunt lager dan in de prognose van juli. Bovendien verwacht het IMF dat ruim een derde van de wereldeconomie dit jaar of volgend jaar gaat krimpen.

In onze ogen is de eurozone al nagenoeg afgegleden in een recessie vanwege een ongekende energiecrisis die zware deuken slaat in het vertrouwen, de consumptie en de output. Duitsland heeft bijzonder zware klappen moeten incasseren, aldus Markus Steilemann, het hoofd van de lobbyvereniging voor de chemische industrie, die waarschuwde dat het land een 'industriële museum' dreigt te worden. De overheid werkt weliswaar hard aan een steunpakket ter hoogte van EUR 200 miljard, met onder meer een gasprijsplafond voor het bedrijfsleven en consumenten, maar we moeten geen snelle genezing verwachten, aangezien het prijsplafond voor de industrie pas in januari van kracht gaat. In heel Europa gaan het handelstekort, het concurrentievermogen van het bedrijfsleven en de koopkracht van huishoudens zwaar gebukt onder het juk van de torenhoge energieprijzen. Mogelijk zitten we hierdoor de komende jaren, en dus niet alleen de komende winter, met een stroperige groei.

Macro-economisch gezien lijkt de VS momenteel de sterkste regio. De arbeidsmarkt heeft zich daar bewonderenswaardig standvastig

getoond: het werkloosheidscijfer zakte in september terug naar 3,5%, het laagste in vijftig jaar. Toch koelt de arbeidsmarkt waarschijnlijk af in de loop van volgend jaar naarmate de Fed de beleidsteugels steeds strakker aanhaalt. De eerste signalen hiervan tekenen zich al af: de groei van het aantal werkenden in de secundaire en tertiaire sector (Nonfarm Payroll) neemt bijvoorbeeld af, terwijl er inmiddels wezenlijk meer mensen de arbeidsmarkt betreden, doordat de 'Great Resignation'-trend aan vaart verliest door de hoge inflatie en stijgende rente. Dankzij een gunstig arbeidsklimaat, spaargeld uit de pandemietijd en een daling van de benzineprijzen houdt de Amerikaanse consumptie voorlopig prima stand. We verwachten dat deze vroeg of laat ook gaat wankelen.

Maar het is niet zeker dat de markten enkele haarscheurtjes in de Amerikaanse cijfers als slecht nieuws interpreteren. Deze kunnen ook worden opgevat als het bewijs dat de strijd van de Fed tegen de economische oververhitting zijn vruchten afwerpt. Vooralsnog heerst er een klimaat van 'goed nieuws is slecht nieuws', omdat het iedere hoop op een verruimingsgezinde beleidsomslag van de Amerikaanse centrale bank doet vervliegen.

Wat de inflatie betreft, vertonen de recente cijfers uit de Verenigde Staten tekenen van afkoeling, al gebeurt dat minder snel dan de markten hoopten. De cijfers over oktober kwamen uit op 8,2% jaar-op-jaar (terwijl er 8,1% werd verwacht), maar uit de gedetailleerdere cijfers blijkt dat de inflatiedruk zich steeds verder verankert. De kerninflatie – waarbij de volatiele voedsel- en energieprijzen buiten beschouwing worden gelaten – bedraagt namelijk 6,6%, het hoogste sinds 1982. In de eurozone breekt de

inflatie record na record (onlangs werd de 10% aangetikt), met de energieprijzen als onberekenbare factor. Met andere woorden: de inflatie is dus doorgesijpeld in vrijwel alle segmenten van de economie, waardoor het voor centrale banken een nog grotere uitdaging is om de inflatiedoelstelling te bereiken. De Fed en de ECB verwachten beide dat dit pas in 2025 zal lukken.

Als we onze blik op het oosten vestigen, constateren we dat het economische herstel in China niet echt van de grond lijkt te komen, ondanks gerichte steunmaatregelen. Het zero-covidbeleid blijft er onveranderd van kracht en verslagen impliceren dat zo'n 313 miljoen mensen momenteel in een volledige of gedeeltelijke lockdown zitten. We verwachten absoluut geen radicale omslag in het coronabeleid vóór het Nationaal Volkscongres in maart 2023. Dat betekent dat de macro-economische vooruitzichten voor het land er tot die tijd problematisch uitzien.

BELEGGINGSSTRATEGIE

Aandelen

Ondanks forse koersbewegingen is de onderlinge correlatie op de aandelenmarkten ver te zoeken. Dat zou betekenen dat er nog geen sprake is van capitulatie en het ziet er naar uit dat de aandelenkoersen hun dieptepunt ook nog niet hebben bereikt. Een dieptepunt komt waarschijnlijk pas in zicht wanneer de markt meer vertrouwen krijgt in de toekomstige ontwikkeling van de rente. Momenteel zijn de verwachtingen voor de rente net zo grillig als het herfstweer. Ze worden beïnvloed door allerlei

factoren, uiteenlopend van nieuwe macro-economische cijfers tot bekendmakingen van centrale banken en het politieke klimaat (zoals de Britse crisis over het begrotingsvoorstel). Dit zijn woeelige wateren voor aandelenbeleggers en tegelijkertijd heeft TINA (There Is No Alternative [voor aandelen]) het toneel verlaten nu obligaties aantrekkelijkere rendementen bieden (nieuw is TARA: There Are Real Alternatives). Maar daarmee is deze akelige cocktail voor aandelen nog niet compleet: we verwachten ook dat de winstverwachtingen gaan teruglopen.

Met het oog hierop hebben we onze onderweging in aandelen verder uitgebreid door onze blootstelling aan Chinese aandelen terug te schroeven. Het lukt China nauwelijks om het eerdere groeipercentage blijvend te evenaren, ondanks een keur aan stimulerende beleidsmaatregelen. Als we een concrete reden hadden om aan te nemen dat het land op een heropleving afstevent, zou een overweging in dit volatiele klimaat te verantwoorden zijn. Daar is echter geen sprake van.

In het aandelensegment van onze portefeuille blijven China en Japan daarom neutraal gewogen, opkomende markten en Europa onderwogen en de VS overwogen.

Op sectorniveau hebben we onze positie in Amerikaanse nutsbedrijven opgeschroefd naar een overweging. De waarderingen zijn aantrekkelijker geworden en deze defensieve sector wordt waarschijnlijk een van de grootste begunstigen van de Amerikaanse Inflation Reduction Act, die met een slordige USD 369 miljard de aller grootste investering in klimaat en energie in de Amerikaanse geschiedenis is. We handhaven onze overweging in IT, waarbij we niet-winstgevende technologieën uit de weg gaan ten gunste van bedrijven met stabiele en veerkrachtige winsten, een sterkere balans en hogere marges. De sector houdt waarschijnlijk de wind in de zeilen, aangezien een aantal grote ondernemingen de komende twaalf maanden aanzienlijke bedragen blijven uittrekken voor IT. Tegelijkertijd heeft de geaggregeerde technologiesector de sterkste balans, doordat deze bedrijven grote hoeveelheden liquiditeiten hebben opgebouwd. Hiermee kunnen bedrijfsovernames (winst opkopen) en de inkoop van eigen aandelen (WPA verhogen) gefinancierd worden. De verhouding tussen de totale schuldenlast en de EBIT en de verhouding tussen de netto-rentekosten en de EBIT liggen hier lager dan in alle andere sectoren. Ten slotte gaat ook onze voorkeur uit naar de Europese gezondheidszorg: een defensieve sector die profiteert van de sterkere dollar (ten opzichte van

de euro en het pond sterling), aangezien 35% van de verkoop op de Amerikaanse markt plaatsvindt. We reduceerden onze blootstelling aan de Amerikaanse gezondheidszorg, aangezien deze sector het mogelijk lastig krijgt door de Inflation Reduction Act, waarin USD 265 miljard is bestemd voor het hervormen van de prijszetting van geneesmiddelen op recept.

Vastrentende waarden

Binnen ons vastrentende segment gaat onze voorkeur concreet uit naar hoogwaardige investment-grade-bedrijfsobligaties met een lage duration. In het investment-grade-segment is het recessierisico aan onze mening verder ingeprijsd dan in andere segmenten van de vastrentende markten. Tegelijkertijd hebben hoogwaardige emittenten uit dit segment een interessante combinatie van gezonde kerncijfers en aantrekkelijke rendementen te bieden.

Staatsobligaties worden nog steeds indirect benadeeld door het feit dat centrale banken de prioriteit geven aan prijsstabiliteit en hun enorme steunpakketten voor de vastrentende markten afschalen. De financiële markten concluderen daarop dat de ECB nog een aantal vergaderingen op de automatische piloot blijft verhogen, of in elk geval totdat de rente weer neutraal is. Deze neutrale streefwaarde ligt rond de 2%, wat 125 bp aan renteverhogingen zou betekenen (waarschijnlijk komt de laatste stap dan in december). Ondertussen wordt er verwacht dat de Fed bij de FOMC-vergadering op 2 november met een vierde renteverhoging van 75 bp komt. Op de geldmarkten is er een uiteindelijke rente van ongeveer 4,5% ingeprijsd op basis van de dot plot van de Fed. De markten lijken er echter van overtuigd dat de Fed niet voor altijd aan deze koers gaat vasthouden – zo is er een renteverlaging tegen eind 2023 ingeprijsd. Verschillende Fed-functionarissen hebben dit idee al van de hand gewezen, wat erop wijst dat ze de rente voor langere tijd hoger willen houden. De retoriek van de ECB heeft steeds meer weg van de toon van de Fed, en hoewel functionarissen toegeven dat er mogelijk een recessie in aantocht is, wijken ze niet af van hun restrictieve koers. Christine Lagarde heeft prijsstabiliteit bestempeld als het kompas van de ECB en laat weten dat de bank 'zich op dit kompas blijft oriënteren en de strijd aanbindt met de inflatie, zodat iedereen in Europa op stabiele prijzen kan rekenen'.

Aangezien het klimaat nog steeds volatiel is, hebben we onze blootstelling aan high-yield-bedrijfsobligaties verder teruggeschroefd. Hoewel de obligatierente op het eerste gezicht

aantrekkelijk oogt, is de risico-rendementsverhouding verslechterd en staat de markt nu eigenlijk alleen nog open voor goed aangeschreven emittenten die bereid zijn een hoge couponrente te betalen. Bovendien is de upgrade-downgrade-cyclus omgeslagen, lopen de verwachtingen voor het aantal wanbetalingen op en presteren CCC-obligaties opnieuw ondermaats – en deze factoren worden vaak beschouwd als kanaries in een kolenmijn.

We zijn negatief gestemd over staatsobligaties van opkomende landen. De sterke Amerikaanse dollar hangt als onweer boven de opkomende landen, omdat zowel de financieringskosten van hun staatsschuld als hun importkosten erdoor oplopen. We verwachten dat de verslechterde vooruitzichten voor de groei in opkomende landen en de hogere inflatie een nog grotere rem zetten op de prestaties van staatsobligaties van opkomende landen in lokale valuta's.

Andere

We staan neutraal tegenover goud. Op korte termijn blijft de goudprijs onder druk staan door de hogere reële rente in de VS en doordat andere vastrentende veilige havens aantrekkelijker zijn. Onder aan de streep heeft het edelmetaal echter een aanvaardbaar resultaat geboekt dankzij het valuta-effect van de sterke USD. Op langere termijn blijft goud een aantrekkelijk middel voor portefeuillediversificatie en waardeopslag.

Wij blijven positief over olie. Met het oog op de Europese energieschaarste profiteert olie hoogstwaarschijnlijk van het gebrek aan alternatieven voor energieopwekking (weinig wind, gesloten kerncentrales, enz.), terwijl de landen van de OPEC+ hebben besloten de productie met twee miljoen vaten per dag te verlagen.

Conclusie

We denken dat de ontwikkeling van de markten ook de komende tijd bepaald zal worden door de verwachtingen rondom renteverhogingen van centrale banken (voornamelijk de Fed) en de verwachtingen voor de bedrijfswinstgroei, die waarschijnlijk neerwaarts zullen worden bijgesteld. De huidige omstandigheden bieden nog steeds bar weinig zekerheid en daarom hebben we onze verschuiving naar een conservatievere portefeuillesamenstelling voortgezet: daarbij hebben we onze blootstelling aan risicovollere activa (aandelen en high-yield-obligaties) verder afgebouwd ten gunste van liquide middelen en defensievere sectoren.

Aandelenstrategie

12/10/2022

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	▼						
Liquide middelen			▼				▲				

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.