

Blik op het Oosten



« Ons assetallocatiecomité heeft zojuist de eerste vergadering van het jaar achter de rug. We hebben besloten vast te houden aan onze conservatieve koers met een voorkeur voor hoogwaardige bedrijfsobligaties en een licht voorzichtige houding ten aanzien van risicovolle activa, in afwachting van meer zichtbaarheid in het monetair beleid van de westerse centrale banken. Als we onze blik op het Oosten vestigen, zien we dat de Chinese heropening aanzienlijke economische gevolgen zal hebben, zowel in het land zelf als internationaal. Aangezien Beijing zich vierkant achter het bedrijfsleven en de consument, rijkelijk voorzien van spaar-reserves, heeft geschaard, hebben we onze blootstelling aan Chinese aandelen en aandelen uit opkomende landen uitgebouwd. »

Lionel De Broux *Group Chief Investment Officer, BIL*

Macro

China zou in 2023 een belangrijke bron van zowel verrassingen als volatiliteit kunnen blijken. Op korte termijn levert de abrupte beëindiging van het zero-covidbeleid tijdelijk onzekerheid op. De ervaring van andere Aziatische economieën impliceert dat de Chinese groei in het kwartaal na de heropening waarschijnlijk zwak zal blijven, doordat het aantal besmettingen oploopt en iedereen terughoudend is. Mogelijk gaan de wereldwijde toeleveringsketens haperen doordat fabrieken met moeite draaiende blijven als een grote groep arbeiders ziek thuis zit. Maar als we naar de langere termijn kijken, is het duidelijk dat de overheid door de coronamaatregelen terug te draaien de weg naar economisch herstel heeft vrijgemaakt. Net als de Amerikaanse huishoudens na de coronalockdowns, blijkt dat ook Chinese consumenten veel extra spaartegoeden hebben opgebouwd (de schattingen liggen rond de USD 830 miljard), wat impliceert dat er sprake is van een aanzienlijke uitgestelde vraag. Tegelijkertijd heeft de overheid de zeldzame toezegging gedaan om "het marktvertrouwen een aanzienlijke impuls te geven" en is het credo 'dubbel onwrikbaar' weer in gebruik genomen – een toezegging voor 'onwrikbare' steun aan zowel de publieke sector als de privésector. Met een inflatie van 1,8%, lager dan de doelstelling van 2%,

heeft Beijing nog de ruimte om de economie verder te stimuleren. Men verwacht dat de bbp-groei zal oplopen van 3% in 2022 naar 5% in 2023.

Voor westerse economieën kan de heropening van China als een hindernis of een steun in de rug uitpakken: afhankelijk van de timing zou die heropening de vraag nog verder kunnen aanwakkeren in een toch al inflatoire wereldeconomie, of juist een welkome opleving van de groei kunnen bieden op een moment dat de meeste regio's aan momentum verliezen.

Dat brengt ons bij een andere belangrijke bron van onzekerheid: de kerninflatie. De toeleveringsketens zijn weliswaar aan de beterende hand en de energieprijzen zijn weer wat gekalmeerd, waardoor de headline-inflatie over het hoogtepunt heen is, maar de kerninflatie toont zich hardnekkiger. Het belangrijkste punt van zorg is dat de prijsdruk moeilijk te bestrijden is omdat deze hoofdzakelijk voortkomt uit de dienstverlening. Daarvoor zou een periode met minder groei en hogere werkloosheidscijfers nodig zijn.

Hoewel het strengere monetair beleid aan beide kanten van de Atlantische Oceaan een neerwaarts effect heeft op de vraag vanuit het bedrijfsleven en consumenten, hebben de arbeidsmarkten zich

ongelooflijk weerbaar getoond. In de VS is het werkloosheidscijfer gezakt tot 3,5%, het laagste in vijftig jaar, en in de eurozone is het cijfer met 6,5% nog nooit zo laag is geweest als nu. In een economie die wel afkoelt maar niet instort, bestaat het risico dat werknemers sterk genoeg in hun schoenen staan om een hoger salaris te eisen, omdat ze niet bang hoeven te zijn hun baan te verliezen (zoals blijkt uit de aanhoudende acties van de Duitse vakbond Verdi). Dat zou de loon-prijsspiraal in werking kunnen zetten die de centrale banken koste wat kost willen vermijden. Centrale banken zullen zich dan ook hoofdzakelijk laten leiden door de barometer van loongroei bij het bepalen of verdere verkrappingen noodzakelijk zijn of dat ze het zich kunnen veroorloven een pauze in te laten om de eerdere maatregelen te laten doorsijpelen in de reële economie. Als de arbeidsmarkten afkoelen zonder dat er een enorme piek in de werkloosheid ontstaat, kan een zware terugval worden voorkomen. Dit is ook precies de oorzaak van de marktrally in januari, toen uit hoopgevendende Amerikaanse werkgelegenheidscijfers bleek dat de banengroei afnam, maar niet kelderde.

Wijzigingen in de assetallocatie

In onze ogen zijn de futuresmarkten te enthousiast geweest met het inprijzen van renteverlagingen

door de Fed en de ECB voor dit jaar, zeker hier in Europa, waardoor er veel ruimte is voor teleurstellingen. Tot we een duidelijker beeld krijgen van de koers van het monetair beleid, blijven de markten volatiel, en we kiezen ervoor onze conservatieve allocatie te handhaven, maar houden de ogen open voor nieuwe kansen.

De heropening van China lijkt een van de meest veelbelovende kansen van het jaar te worden. We zijn begonnen aan een positie in Chinese aandelen, waarmee onze algehele weging naar overwogen is opgelopen, en hebben tegelijkertijd meer aandelen uit opkomende markten aangekocht, aangezien we geloven dat de heropening in de hele regio voor een opleving zal zorgen.

In het verlengde van deze verschuiving is ook onze houding ten aanzien van materialen veranderd van 'neutraal' naar 'positief'. De sector is relatief goedkoop geworden en wordt waarschijnlijk een van de belangrijkste begunstigers van de Chinese heropening – de vraag naar allerlei soorten grondstoffen neemt daar namelijk door toe, vooral naar mijnbouwproducten zoals koper. We blijven ook overwogen ten aanzien van energie, omdat de Chinese opleving de vraag naar olie de hoogte in zal stuwen. De Chinese heropening zal echter geleidelijk verlopen, en het fundamentele effect op de vraag naar grondstoffen wordt dan ook hoogstwaarschijnlijk pas zichtbaar in de tweede helft van het jaar.

We hebben deze posities in evenwicht gebracht met overwogen posities in defensievere sectoren als Amerikaanse nutsbedrijven en Europese gezondheidszorg. We staan neutraal tegenover IT, maar de subsector halfgeleiders oogt interessant, aangezien bedrijven uit deze subsector hun activiteiten snel hebben kunnen afstemmen op de economische vertraging, waardoor ze hebben voorkomen dat ze met overschotten zitten.

We zijn neutraal ten aanzien van Amerikaanse aandelen en onderwogen in Europa. Ondanks de verslechterende macro-economische vooruitzichten hebben aandelenbeleggers de moed nog niet opgegeven, en het lijkt erop dat we midden in een bearmarkt zitten. Of die aanhoudt valt echter te betwijfelen.

Binnen het vastrentende segment gaat onze voorkeur uit naar hoogwaardige investment-grade-obligaties. We hebben dan ook Deense hypothecaire obligaties aangekocht, hoofdzakelijk obligaties die vrijwel à pari gewaardeerd waren (4 à 5%) en een aantrekkelijk rendementsperspectief bieden. De Deense hypothecaire obligatiemarkt is een van de oudste en stabielste ter wereld, met een staat van dienst die teruggaat tot 1797 en helemaal vrij is van wanbetaling (rating van AAA).

Daarnaast hebben we een gedeelte van onze posities in high-yield-obligaties omgeruild voor voorwaardelijk converteerbare obligaties (CoCo's). Het high-yield-segment trapte 2023 met een stijgende lijn af, hoewel het moeizamere economische klimaat en het recessierisico mogelijk nog niet voldoende zijn ingeprijsd, net als bij aandelen het geval is. De ratings vertonen een dalende lijn: het aantal ratingverlagingen ligt inmiddels veel hoger dan het aantal verhogingen. Voor de veiligheid hebben we een gedeelte van onze posities omgeruild voor CoCo's met aantrekkelijke coupons (in de regel biedt het universum 7,7% voor een gematigde duration). Nu de ECB haar steun in de vorm van TLTRO's heeft ingetrokken, zijn banken flink in de weer met de uitgifte van nieuw schuldpapier, waaronder CoCo's. We hebben geconstateerd dat banken in het algemeen nog altijd een gezonde kapitaalstructuur en balans hebben. Binnen de blootstelling aan reguliere high-yield-instrumenten, die we behouden, gaat onze voorkeur uit naar het BB-segment.

We blijven neutraal ten aanzien van goud, dat onlangs profiteerde van de teruglopende obligatierente en een verzwakkende dollar. Op langere termijn zou de goudprijs onder druk kunnen komen te staan als de krapte op de Amerikaanse arbeidsmarkt aanhoudt en de kern-CPI verrassend hoog uitvalt, waardoor de dollar opnieuw in waarde zou stijgen.

Conclusie

China heeft zojuist het Jaar van het Konijn ingeluid. We hebben navraag gedaan bij onze Chinese collega's, en het blijkt dat dit pech is voor mensen die in eerdere jaren van het Konijn zijn geboren. Zij zullen zich dit jaar namelijk moeten voorbereiden op 'Fan Tai Sui' – tegenslagen, hoogte- en dieptepunten en schommelingen tussen pech en geluk. Fan Tai Sui lijkt ook perfect de lading te dekken voor wat we van de markten kunnen verwachten, op zijn minst in het eerste kwartaal, aangezien de eerste fasen van de Chinese heropening waarschijnlijk niet zonder horten of stoten verlopen, en westerse centrale banken worstelen met de markten, die een beleidsomslag verwachten.

Mensen die in het Jaar van het Konijn zijn geboren, worden vaak bestempeld als snel, behendig en oplettend. De volatiliteit blijft naar verwachting hoog tot de loongroei in de VS en Europa de eerste tekenen van daling vertoont, de kerninflatie bekoelt en centrale banken hun koers transparanter uitstippelen – daarmee zijn deze karaktereigenschappen ook onmisbaar voor beleggers. Het is echter belangrijk dat niet al onze aandacht uitgaat naar de risico's: er ontstaan ook nieuwe kansen, en een van de overduidelijkste is de terugkeer van de Chinese economie op het wereldtoneel.

Aandelenstrategie

24/01/2022

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.