

Juli 2022

Outlook Zet u schrap voor de landing

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

Over de auteurs

Florence Pisani

Global Head of Economic Research



Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset



Stefan Keller

Senior Asset Allocation Strategist



Thibaut Dorlet

Senior Fund Manager



Michel Le Bras

Senior Fund Manager



Centrale banken... Een onmogelijke evenwichtsoefening

Aan het einde van de eerste helft van 2022 worden de marktdeelnemers nog steeds geconfronteerd met neerwaartse bijstellingen van de wereldwijde groeiverwachtingen en aanzienlijke tegenwind. Vooral de oorlog in Oekraïne heeft de grondstoffenprijzen verder opgedreven en de inflatie tast nu de koopkracht van de gezinnen aan en drukt op de marges van de bedrijven. Geconfronteerd met een hoge inflatie moeten de centrale banken hun monetair beleid verkrappen.

De economische vertraging laat zich echter niet overal even fel gevoelen, waarbij de verschillen bijzonder uitgesproken zijn tussen opkomende landen die grondstoffen importeren en degene die grondstoffen exporteren.

China: nog steeds de motor van de wereldwijde groei?

Dat is hoe de Chinese economie de afgelopen decennia vaak is beschreven. Maar het is erg onwaarschijnlijk dat de economische groei in 2022 het officiële streefcijfer van 5,5% per jaar zal halen. Aangezien de gezondheidssituatie in het land blijft wegeen op de economische activiteit, blijven de autoriteiten voorzichtig met hun monetaire versoepeling. Ondanks het feit dat lokale overheden actief worden aangemoedigd om hun uitgaven voor infrastructuurinvesteringen op te voeren, zal het bbp van China in 2022 naar verwachting met ongeveer 4% groeien.

Wat de economieën van de VS en de eurozone betreft, blijft de inflatie hun grootste uitdaging. In de VS moet de Federal Reserve (Fed) erin slagen zowel de economische groei af te remmen tot minder dan 2% tegen eind 2022 als de inflatie laag te houden. Het einde van de begrotingssteun, de erosie van de koopkracht van de gezinnen en de waardeinstijging van de Amerikaanse dollar zullen bijdragen tot de verwezenlijking van deze doelstellingen. Bovendien weegt de stijging van de hypotheekrente reeds op de verkoop van vastgoed. Hoewel wij de voorkeur blijven geven aan een zachte landing, zijn de risico's van een hardere landing verre van verwaarloosbaar. Zolang de economie echter geen duidelijke tekenen van vertraging vertoont, heeft de Fed geen andere keuze dan het rempedaal te blijven intrappen.

Aan de overkant van de Atlantische Oceaan staat de Europese Centrale Bank (ECB) voor een nog zwaardere taak. Afgezien van haar kerntaak om de broze economische groei te stimuleren, wordt ze ook op haar eigen geloofwaardigheid afgerekend. Als de inflatie blijft verrassen, moet de centrale bank sneller kunnen handelen - door de rente niet met 25 maar met 50 basispunten te verhogen, of door de rente sneller te verhogen - maar zonder een "financiële fragmentatie" van de eurozone te veroorzaken. De ECB moet de markten ervan overtuigen dat haar maatregelen de spreads van overheidsobligaties niet "te veel" zullen laten oplopen zonder dat de centrale bankiers tegenmaatregelen nemen.

"Hoewel wij de voorkeur blijven geven aan een zachte landing, zijn de risico's van een hardere landing verre van verwaarloosbaar."

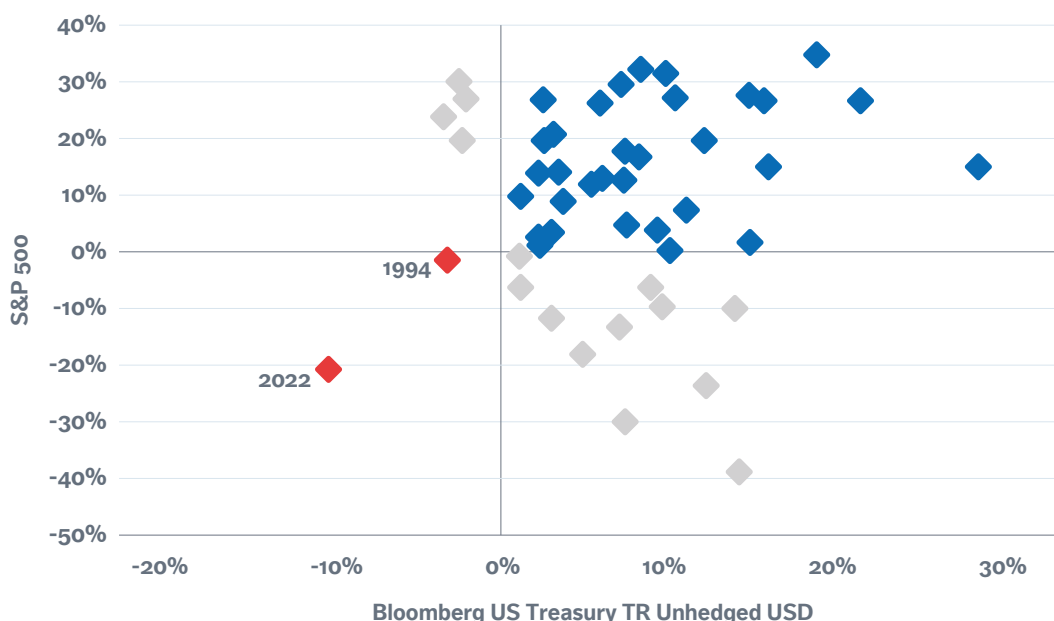
Asset Allocatie: Flexibiliteit, de enige weg naar stabiliteit

Obligaties en aandelen dalen

In de eerste helft van 2022 hebben Amerikaanse aandelen en obligaties het slechtst gepresteerd (respectievelijk -23% en -10% vanaf 17.06.2022) in de afgelopen vijftig jaar. In 1994, het jaar dat wij als ijkpunt gebruikten, daalden obligaties maar bleven aandelen vrijwel onveranderd. Bovendien boden de meeste andere activaklassen in 2022 geen effectieve bescherming tegen deze dalingen, en dat gold onder meer voor energie, Britse aandelen, goud en sommige alternatieve strategieën.

Amerikaanse aandelen (en vooral technologie) hebben in deze context echter de zwaarste klappen gekregen. De scherpe dalingen van dit jaar hebben ertoe geleid dat het volume van de activa die in de afgelopen twee jaar het sterkst zijn gedaald, groter is dan dat van de activa die zijn gestegen. Goedkoop gewaardeerde aandelen en sectoren hebben het beter gedaan dan activa waarvan de waardering sinds de uitbraak van de pandemie in 2020 aanzienlijk is gestegen.

Afbeelding 2: Negatief rendement op aandelen en obligaties



Bron: Bloomberg. Jaarlijkse gegevens vanaf 1973 en YTD voor 2022 per 30.06.2022.
In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst en zijn niet constant in de tijd.

Twée grijze zwanen

De plotse marktdalingen van de afgelopen zes maanden zijn vooral te wijten aan de opeenvolgende en deels onverwachte schokken die ons veel sneller naar het einde van de cyclus hebben gebracht. De eerste "schok" vond plaats in februari, ondanks aanhoudende en uitgesproken waarschuwingen op basis van inlichtingen van de regering van de VS, toen het Rusland van Poetin een grootscheepse invasie van Oekraïne lanceerde. De daaruit voortvloeiende forse stijging van de grondstoffenprijzen (de olieprijs stegen met 45% vanaf 17.06.2022) heeft de inflatiedruk opgedreven. In reactie daarop hebben de centrale banken, en met name de Fed, hun monetaire verkrappingstraject aangepast, waardoor de rente verder is opgelopen.

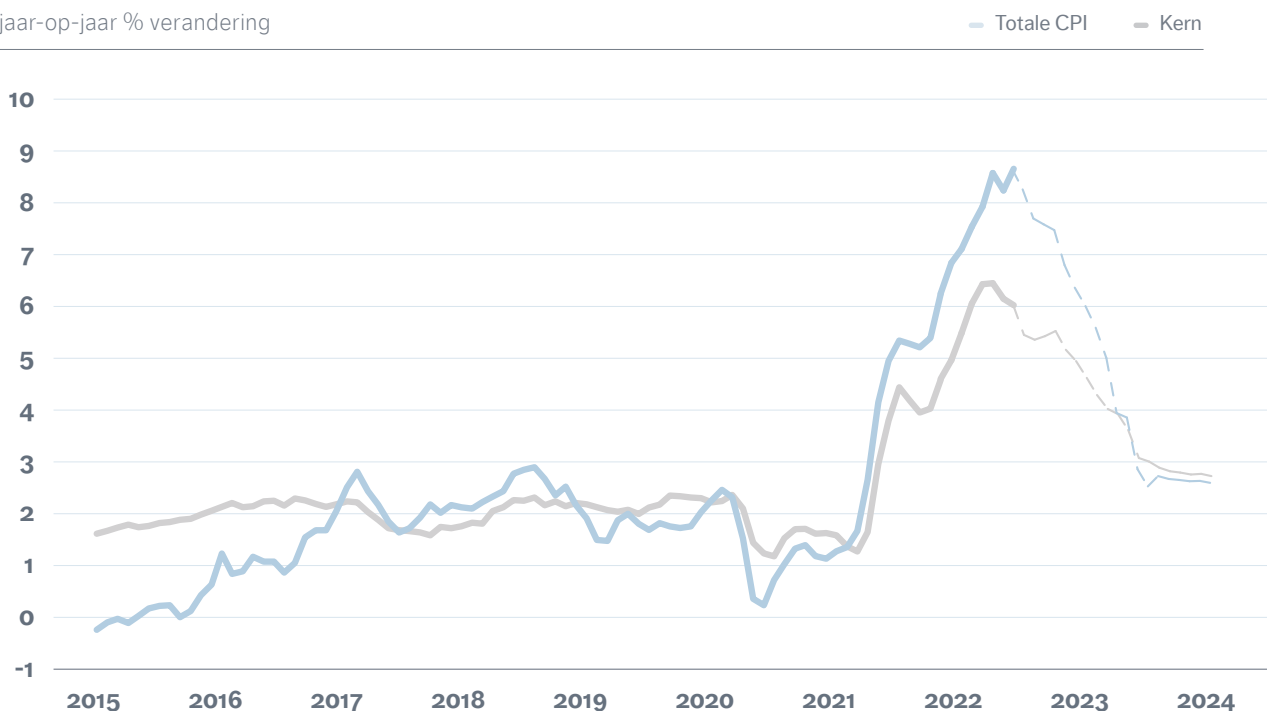
De tweede grote "schok" kwam van China en zijn besluit om een strikt zero-Covid beleid te handhaven. Er werd getwijfeld of dat wel geschikt was om de omikronvariant in te dammen. De grootschalige lockdowns in april en mei hadden gevolgen voor zowel de Chinese economische groei (de consensusramingen zijn verlaagd van 5,5% naar 4,3% voor 2022) als de wereldwijde groei, met inbegrip van de toeleveringsketens. Dit heeft wereldwijd tot veel meer stagflatie geleid, wat nefast is voor zowel obligaties als aandelen. De marktdeelnemers worden dus geconfronteerd met potentiële rentestijgingen die sinds de jaren zeventig niet meer zijn voorgekomen, zowel in de VS als in Europa, waarbij de centrale banken gedwongen zijn krachtig te reageren om de hardnekkige inflatie in toom te houden.

De dynamiek tussen inflatie en verkrapping zal de komende maanden het marktbeeld bepalen

Wat brengt de toekomst? De echte verandering zal pas komen wanneer de inflatie eindelijk begint af te nemen en de spanningen op de Amerikaanse arbeidsmarkt afnemen. De centrale banken worden nog steeds geconfronteerd met een titanenwerk. Zij houden thans hun geloofwaardigheid hoog ten koste van een zeer snelle verstrakking van de financiële voorwaarden. Een monetaire 'beleidsvergissing' is niet onvermijdelijk maar als de verwachte verkrapping zo snel gebeurt, is de kans groot. Onze asset allocatie voor deze fase van de markt zal uiteraard afhangen van hoe succesvol de centrale banken een zachte landing kunnen realiseren.

Afbeelding 2: CPI-inflatietraject VS

jaar-op-jaar % verandering



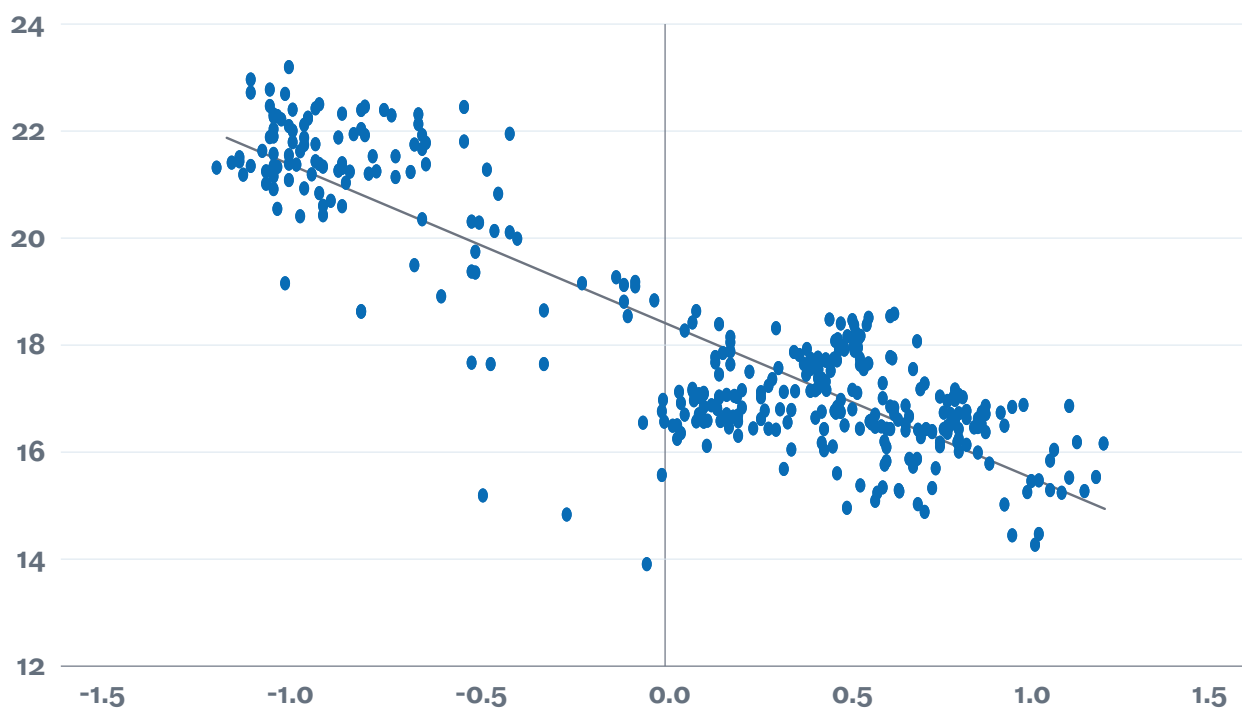
Bron: Bloomberg. Cijfers per 15.01.2015. Prognoses van Candriam.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst en zijn niet constant in de tijd.

Wanneer moeten portefeuilles het risico weer opvoeren?

Wij menen dat het nog te vroeg is om op de financiële markten een structurele "Koop"-positie in te nemen. Hoewel de aandelenwaarderingen zijn gedaald, zijn de bedrijfswinsten in feite blijven groeien, als we afgaan op de resultaten van het eerste kwartaal van 2022. Deze waarderingsdaling in de VS weerspiegelt alleen het effect van de stijgende reële rente in de VS. De verwachte winstgroei is nog steeds te hoog voor 2022 en afhankelijk van het economische scenario verwachten wij neerwaartse herzieningen van uiteenlopende omvang.

Afbeelding 3: Aandelenwaarderingen VS: in lijn met reële rentes



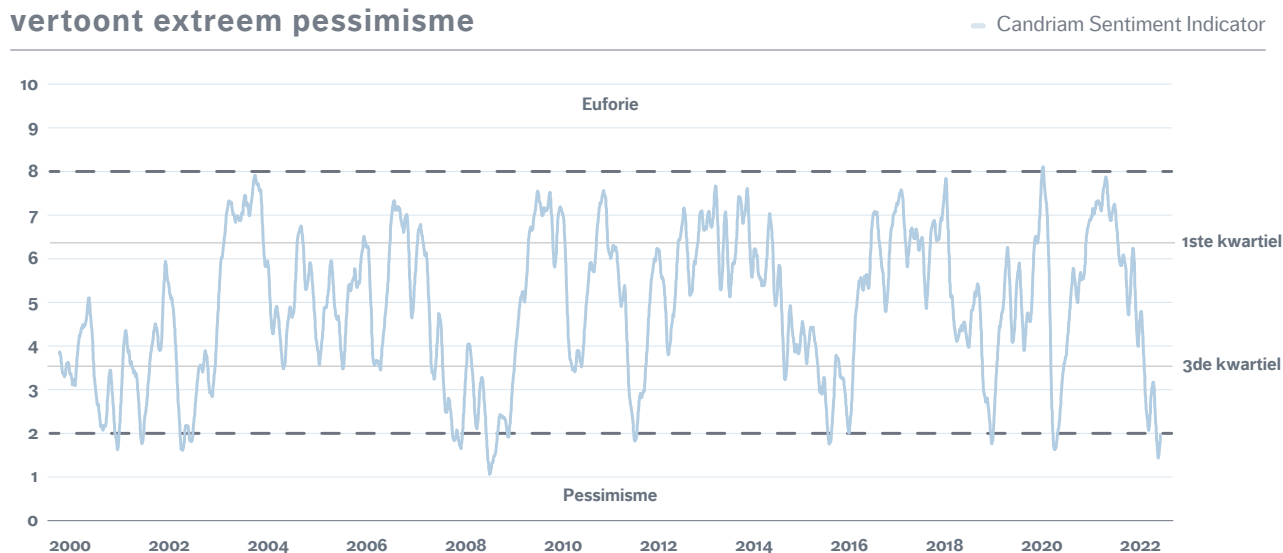
Bron: Refinitiv Datastream. Cijfers sinds 22.06.2015 per 27.06.2022.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst en zijn niet constant in de tijd.

Wij verwachten ook dat er in 2022 meer uitgesproken regionale divergenties zullen optreden. Europese aandelen hebben ook te lijden gehad onder de stijgende rente, maar in tegenstelling tot Amerikaanse aandelen krijgen zij een extra risicopremie. De rente-evolutie is dus niet de enige drijvende kracht achter de prestaties in Europa, ze worden ook door andere factoren beïnvloed, zoals geopolitieke risico's in verband met een verergering van de confrontatie met Rusland of het risico van fragmentatie van de eurozone. Chinese aandelen bevinden zich waarschijnlijk dicht bij het dieptepunt van de cyclus en zouden moeten profiteren van budgettaire en monetaire steunmaatregelen zodra de COVID-19-epidemie onder controle is.

In dit klimaat, waarin de volatiliteit in alle activaklassen (aandelen, obligaties en valuta's) sterk is gestegen, is het belangrijkste positieve signaal dat wij hebben het extreme pessimisme van de beleggers.

Afbeelding 4: Beleggerssentiment vertoont extreem pessimisme



Bron: Bloomberg, Candriam. Cijfers van 01.01.2020 per 17.06.2022

Korte termijn: klaar voor een vertraging

Voorlopig blijft onze allocatie defensief en gepositioneerd voor een economische vertraging, met een geleidelijke afkoeling van de inflatie vanaf deze zomer.

Daarom geven wij **binnen aandelen** de voorkeur aan defensieve sectoren zoals gezondheidszorg en basisconsumptiegoederen. Technologieaandelen zouden in deze context steeds aantrekkelijker kunnen worden, dankzij een forse terugval van de waarderingen en een beperktere impact van de inflatiedruk op de marges. Ook hebben wij onze duratie geleidelijk opgetrokken (met name voor Amerikaanse overheidsobligaties) en blijven wij voorzichtig ten aanzien van hoogrentende bedrijfsobligaties, omdat onze voorkeur uitgaat naar investment grade. Wij houden onze portefeuilles ook goed gediversifieerd en beperken neerwaartse marktrisico's door posities in goud en gedecorreleerde alternatieve strategieën.

"Onze langetermijnthema's innovatie en energietransitie zouden dankzij hun prijskracht ook goed moeten presteren, waardoor zij de inflatie kunnen doorrekenen in de eindprijzen."

Wat brengt de toekomst?

Dat zal afhangen van de inflatiedata, de economische groeicijfers en het tempo van de monetaire verstrakking. Wij zijn klaar om de huidige vertraging op te vangen, maar wij zijn bereid om te schakelen, afhankelijk van hoe de economie zich ontwikkelt en hoe de centrale banken reageren. In onze meest voorzichtige scenario's zou de vertraging versnellen, waardoor we de blootstelling aan risicovolle activa (aandelen en hoogrentende bedrijfsobligaties) moeten afbouwen, terwijl we onze blootstelling aan overheidsobligaties en onze diversificatie- en afdekkingsstrategieën zouden opbouwen. Een uitweg uit deze neergang met een 'zachte landing' zou ons daarentegen de kans geven om het risiconiveau duurzaam te verhogen en cyclische posities in aandelen en bedrijfsobligaties in te nemen. Wat de valuta betreft, zou een uitweg uit de huidige fase nadelig moeten zijn voor de Amerikaanse dollar.

Tot er meer duidelijkheid is, denken we dat de markt de vertraging van de economie zal moeten erkennen. De vastrentende markten zouden als eerste moeten reageren door te anticiperen op een daling van de groei en een stabilisatie, of zelfs een daling, van de renteverwachtingen van de centrale banken. Hierdoor zou de rente op overheidsobligaties moeten dalen. In afwachting daarvan hebben wij onze short duratiepositie op neutraal gezet en een positieve duratiepositie op de Amerikaanse rente ingenomen.

De aandelenmarkt zou in tweede instantie moeten reageren, omdat de winstgroei neerwaarts bijgesteld moet worden om duurzaam te kunnen herstellen. De neerwaartse evolutie van de rentevoeten kan een rotatie richting groeiaandelen in gang zetten. Daarom hebben wij onlangs onze blootstelling aan groeiaandelen verhoogd, met name via de Nasdaq. Onze langetermijnthema's innovatie en energietransitie zouden ook moeten profiteren van hun prijszettingsvermogen, waardoor zij de inflatie kunnen doorrekenen in de eindprijzen. Deze laatste beweging leidt tot een evenwichtige stijlallocatie.

De grootste uitdaging voor beleggers vandaag is het hoofd koel te houden in deze krankzinnige versnelling van cycli die we hebben gezien sinds het begin van de Covid-19-pandemie, die gepaard gaat met een hoge volatiliteit in alle activaklassen. Het is nog te vroeg om definitieve conclusies te trekken over het beleggingsklimaat na Covid, maar we moeten klaar staan om een aantal vooroordelen en overtuigingen die sinds 2008 zijn ingesleten, in vraag te stellen.



158 miljard €

activa in beheer
op 31 december 2021



600

experten
tot uw dienst



25 jaar

Koploper in
duurzaam beleggen

Deze publicitaire mededeling wordt louter ter informatie verstrekt. Ze vormt geen aanbod tot aan- of verkoop van financiële instrumenten en houdt geen beleggingsadvies in. Ze bevestigt ook geen enkele vorm van transactie, tenzij dit uitdrukkelijk werd overeengekomen. Hoewel Candriam de gebruikte gegevens en bronnen met veel zorg selecteert, kunnen fouten of weglatingen niet a priori worden uitgesloten. Candriam kan niet aansprakelijk worden gesteld voor enig direct of indirect verlies als gevolg van het gebruik van dit document. De intellectuele eigendomsrechten van Candriam dienen te allen tijde nageleefd; de inhoud van deze publicitaire mededeling mag niet worden gereproduceerd zonder voorafgaande schriftelijke goedkeuring.

Waarschuwing: In het verleden behaalde resultaten van een bepaald financieel instrument, een financiële index of een beleggingsdienst of -strategie, of simulaties van in het verleden behaalde resultaten of voorspellingen van toekomstige resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Brutoresultaten kunnen beïnvloed worden door provisies, kosten en andere lasten. Resultaten die in een andere valuta luiden dan die van de lidstaat waarin de belegger woonachtig is, kunnen onderhevig zijn aan valutaschommelingen waardoor het rendement hoger of lager kan uitvallen. Indien in deze publicitaire mededeling wordt verwezen naar een bepaalde fiscale behandeling, hangt dergelijke informatie af van de individuele omstandigheden van elke belegger en kan zij aan wijzigingen onderhevig zijn.