

**De landing lijkt
een succes te
zijn geweest...
maar het
goede nieuws
wordt al op
grote schaal
verwacht**



JULI 2023

Marketingcommunicatie





Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset



Thibaut Dorlet

Senior Multi-Asset Portfolio Manager



Thibaud Marie-Regnault

Economist

- Aan beide zijden van de Atlantische Oceaan zou een recessie moeten worden vermeden, maar de groei zal zwak blijven.
- De kerninflatie zal geleidelijk afnemen, maar centrale banken moeten hun voet op de rem houden.
- Aandelen hebben dit "zachte landing"-scenario al ingeprijsd, waardoor er weinig ruimte is voor een verdere opleving.
- Er zijn enkele interessante alternatieven voor aandelen die carry bieden, met name Europese investment-grade bedrijfsobligaties en schuldpapier van opkomende markten.
- Om risico's af te dekken, geven we de voorkeur aan JPY en goud.



Economische vooruitzichten: zwakke groei, dalende inflatie.

De wereldwijde groei zal naar verwachting relatief zwak zijn in 2023 en slechts licht versnellen in 2024. Terwijl opkomend Azië de uitzondering is, met een relatief aanhoudende groei dit jaar, blijft de activiteit in de meeste andere regio's traag. Noch de Verenigde Staten noch de eurozone zullen de komende kwartalen echter waarschijnlijk een

recessie doormaken. In de meeste economieën zal de inflatie blijven dalen. Maar de aanhoudende onderliggende inflatie en de spanningen op de arbeidsmarkten in de ontwikkelde regio's zouden de centrale banken ertoe moeten aanzetten om nog enkele kwartalen een restrictief beleid te blijven voeren.

China: economische activiteit trekt aan, maar deflatoire druk blijft

De afschaffing van het nulcovidobeleid leidde tot een sterke opleving van de activiteit in het eerste kwartaal. Tot nu toe gehinderd door gezondheidsmaatregelen, heeft de dienstensector vooral geprofiteerd van de heropening van de Chinese economie. Deze trend zal aanhouden en ondanks de trage activiteit in de verwerkende industrie en een duidelijke verzwakking in de dienstensector sinds het voorjaar, zou de groei in 2023 gemiddeld hoog moeten zijn. Bovendien is

aanhoudende groei verre van verzekerd. Het zwakke vertrouwen van huishoudens en de hoge jeugdwerkloosheid staan een duurzame opleving van de consumentenbestedingen in de weg. Tot slot hebben de steunmaatregelen van de overheid weliswaar geholpen om de vastgoedmarkt te stabiliseren, maar hun speelruimte - met name op begrotingsgebied - wordt steeds kleiner: de verhouding tussen de overheidsschuld en het bbp is in China nu even groot als in de Verenigde Staten!

Verenigde Staten: het vliegtuig is geland maar gaat nog steeds te snel

De vertraging van de Federal Reserve heeft geleid tot een duidelijke vertraging van de activiteit. Vooral de investeringen in woningen liepen sterk terug. Het banksysteem wankelde. En toch is de Amerikaanse economie voorlopig aan een recessie ontsnapt! Het spaaroverschot dat tijdens de pandemie werd opgebouwd en een nog steeds dynamische arbeidsmarkt hebben de consumptie van de huishoudens ondersteund. In de komende kwartalen zouden de stabilisatie van de investeringen in woningen, de vastberadenheid van de consumentenbestedingen en de dynamiek van de bouwinvesteringen in de verwerkende sector de basis moeten blijven leggen voor groei en een recessie moeten helpen voorkomen.

Om de inflatie weer in de buurt van de doelstelling te brengen, moet de Federal Reserve ervoor zorgen


dat de economische activiteit de komende kwartalen niet weer aantrekt. Toegegeven, er zijn steeds meer tekenen van desinflatie – de goedereninflatie is sterk gedaald, de huren vertragen en dat geldt ook voor de lonen – maar de banengroei is verrassend hoog gebleven in een tijd waarin de arbeidsmarkt slechts langzaam versoepelt. Nadat de Federal Reserve zichzelf wat tijd heeft gegund om het effect van de renteverhogingen van 500 basispunten sinds maart 2022 te beoordelen, zal ze haar monetaire beleid aanpassen aan de komende economische gegevens: als ze van mening is dat de activiteit te snel evolueert, zou ze de rente nog wat verder kunnen verhogen... vooral omdat de spanningen in de banksector lijken te zijn afgenomen. Er is vooral geen reden om het monetaire beleid te versoepelen zolang de lonen en de inflatie niet zijn afgenomen.

Eurozone: op lage snelheid

Na een "technische" recessie aan het begin van het jaar zal de Europese bedrijvigheid terugkeren naar een gematigd groeitempo. De aardgasprijzen zijn terug op het niveau van voor de oorlog in Oekraïne en de schok voor de koopkracht werd bijna geabsorbeerd. Toegegeven, de onderliggende inflatie vertraagt langzaam, maar de normalisering van de productieketens en lagere energierekeningen zouden moeten helpen. Omdat de arbeidsmarkt nog steeds krap is, zou het reële inkomen van huishoudens in de tweede helft van 2023 weer moeten stijgen, wat een gematigde groei van de

consumptie zou stimuleren. Dit laatste zou ook worden ondersteund door de geleidelijke de-accumulatie van spaaroverschotten van huishoudens.

Aangezien er geen duidelijke tekenen van desinflatie zijn en de lonen gestaag blijven stijgen, zal de Europese Centrale Bank waarschijnlijk een restrictief monetair beleid blijven voeren om een loon-prijsspiraal te vermijden. Tegelijkertijd moeten regeringen haar helpen bij haar taak door hun overheidsfinanciën geleidelijk weer in evenwicht te brengen.

A photograph of a pelican in flight over a body of water. The bird is captured in a dynamic pose, with its wings spread wide and its long, pointed beak angled downwards. The water below is dark, and the bird's movement has created a splash of white water around its feet. The lighting is dramatic, highlighting the white feathers of the bird against the dark background.

**Aan beide zijden van de
Atlantische Oceaan zou
een recessie moeten
worden vermeden, maar
de groei zal zwak blijven.**



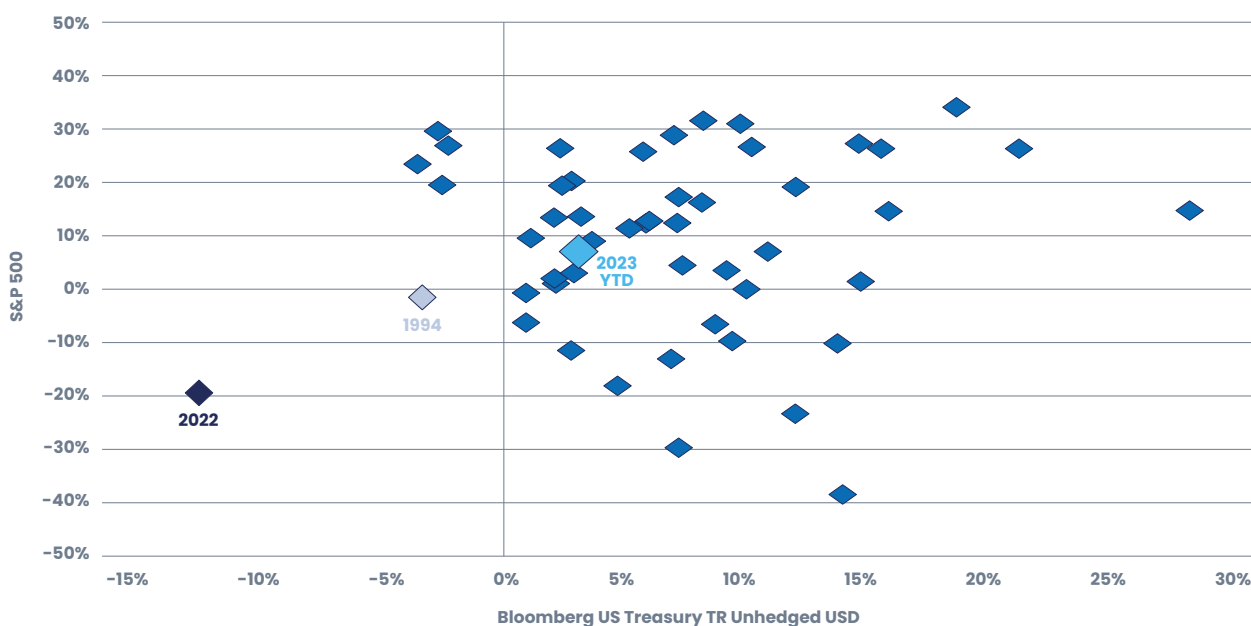
Vermogensallocatie: minder risicovolle alternatieven voor aandelen.

De beter dan verwachte groei-/inflatiemix stimuleerde de markten in de eerste helft van het jaar. De financiële markten houden nu rekening met een "zachte landing"-scenario. Wij denken dat het risico voor de tweede helft van het jaar asymmetrischer is naar de neerwaartse zijde. Het restrictieve monetaire beleid zal zich blijven verspreiden over de economieën van de ontwikkelde landen

en de inflatie zal waarschijnlijk slechts geleidelijk afnemen. Wij zijn voorzichtig met aandelen in ontwikkelde landen en geven de voorkeur aan aandelen uit opkomende landen. We positioneren ons in de carry-activa die waarschijnlijk het meest zullen profiteren van de huidige cyclus, zoals hoogwaardige Europese -bedrijfsobligaties en schuldpapier van opkomende markten.

Grafiek 1:

Performance Amerikaanse aandelen vs obligaties



In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Markten kunnen zich in de toekomst heel anders ontwikkelen.

Bronnen: Bloomberg, Datastream, Candriam

Obligaties: profiteren van diversificatie en de carry trade

Beleggers waren misschien positief verrast in de eerste helft van het jaar, want eind 2022 was het sentiment extreem negatief. Na de rally in de eerste helft van het jaar¹ is het sentiment nu veel positiever, waarbij de consensus nu uitgaat van een "zachte landing" van de Amerikaanse economie en geen stijging van de inflatie in de komende maanden. Het lijkt ons dat het risico nu veel asymmetrischer is naar de neerwaartse zijde. Positieve verrassingen kunnen plaatsmaken voor teleurstellingen: hogere eindrente van de Fed en/of de ECB, sterkere vertraging in ontwikkelde economieën, onderliggende inflatie die veerkrachtiger is dan verwacht, etc. Wij zijn daarom voorzichtiger met aandelen in ontwikkelde landen en positioneren ons voor een economische vertraging door de voorkeur te geven aan defensieve sectoren (gezondheidszorg, niet-cyclische consumptie). Tegen deze achtergrond geven wij de voorkeur aan staatsobligaties en hoogwaardige kredieten als bronnen van carry. We kiezen er ook voor om onze blootstelling aan opkomende landen (schuldpapier en aandelen) te behouden om te profiteren van de desynchronisatie van hun cycli.

Op de obligatiemarkt herwint de beleggingsklasse zijn geloofwaardigheid met een terugkeer naar diversificatie en carry. We hebben een voorkeur voor een lange duratie en zijn overwogen in Europese credits van hoge kwaliteit, die een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel bieden. Wij profiteren van een soepeler klimaat door de centrale banken in opkomende landen om hun schuld in lokale valuta te overwegen.

Aangezien de groei naar verwachting zal vertragen en de inflatie geleidelijk zal dalen tussen nu en eind 2024, zou de rente verder moeten dalen, wat ons ertoe aanzet om een langere duratie in onze portefeuilles aan te nemen. In dit stadium geven we de voorkeur aan duration in de VS, gezien de relatieve voorsprong in de monetaire verkrappingscyclus. We wachten tot we dichterbij het einde van de Europese monetaire verkrappingscyclus zijn voordat we ook in deze regio duration toevoegen.

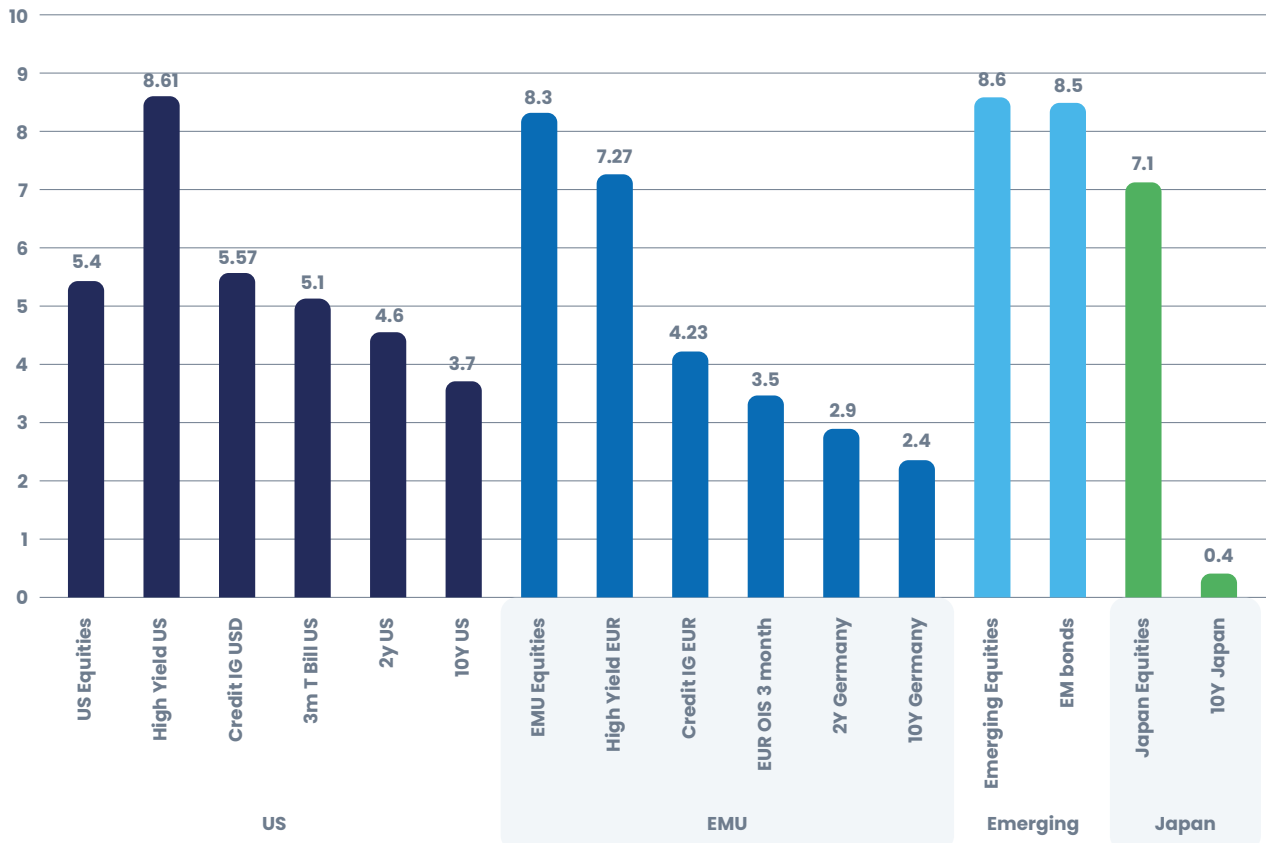
Ondanks de compressie van de spreads in 2023², biedt de kredietmarkt aantrekkelijke rendementen. We zijn positief over hoogwaardige kredieten, vooral Europese kredieten, die een bijzonder gunstig risico-rendementsprofiel bieden.

1 - +14% voor wereldwijde aandelen - MSCI World op 22/06/2023.

2 -30% voor Europees GA-krediet, -21% voor Amerikaans GA-krediet vergeleken met spreads op 30 december 2022 - gegevens op 22/06/2023

Grafiek 2:

Cross Asset Yields (%)



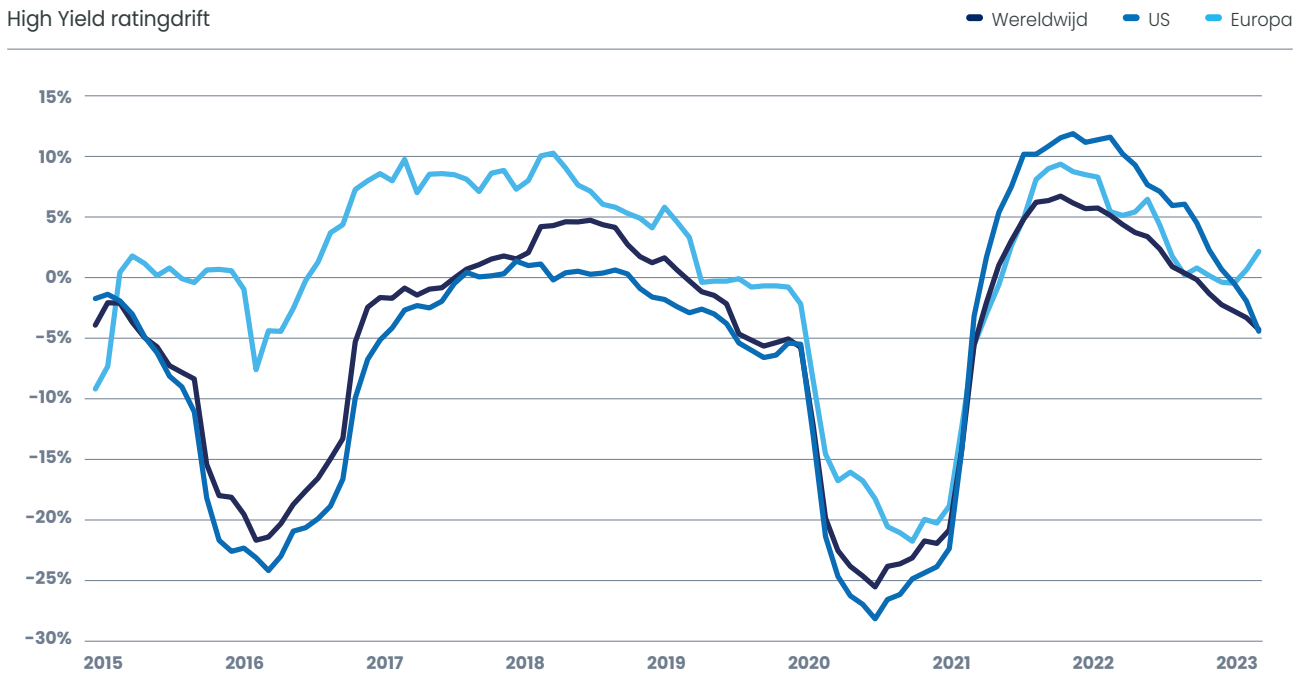
In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Markten kunnen zich in de toekomst heel anders ontwikkelen.

Bron: Bloomberg - Gegevens op 31/05/2023

Aan de andere kant blijven we neutraal over high yield-krediet, dat een aantrekkelijk rendement biedt maar waarvan de ratingverlagingen in een omgeving van krappere kredietvoorwaarden op de beleggingsklasse zouden kunnen wegen.

Grafiek 3:

High Yield ratingdrift

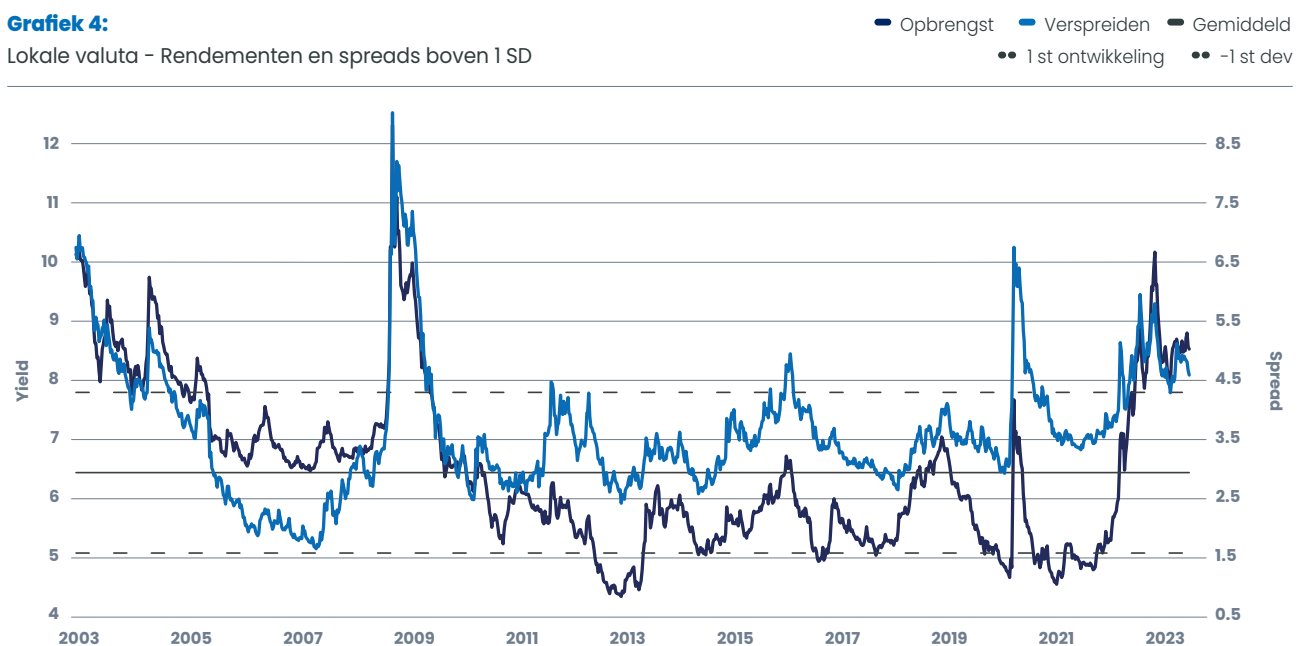


In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Markten kunnen zich in de toekomst heel anders ontwikkelen.
Bronnen: Moody's, Candriam

Wij geven de voorkeur aan obligaties van opkomende markten, die een hoge carry bieden en zouden moeten profiteren van een accommoderende omgeving door centrale banken nu de inflatie in opkomende landen begint te dalen. Een zwakkere dollar zou ook een positieve katalysator zijn. Wij zijn overwogen in deze beleggingscategorie via de lokale valuta.

Grafiek 4:

Lokale valuta - Rendementen en spreads boven 1 SD



In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Markten kunnen zich in de toekomst heel anders ontwikkelen.
Bronnen: Bloomberg, Datastream, Candriam

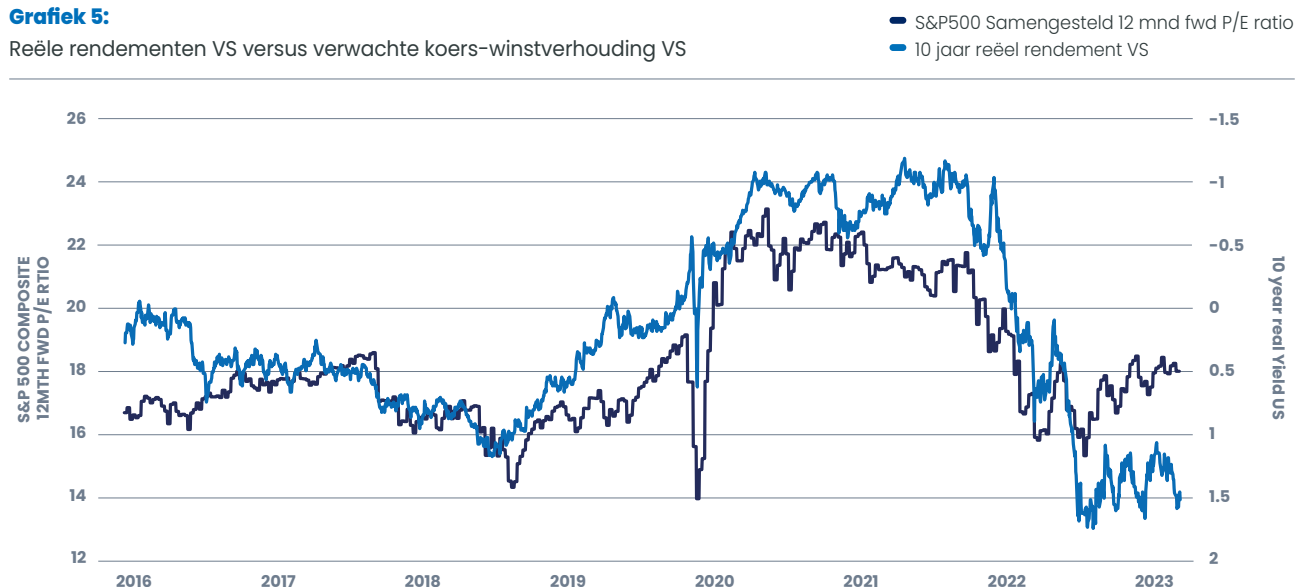
Aandelen : De besten lijken al aan boord

Wat aandelen betreft, lijkt de markt, ondanks relatief gunstige economische omstandigheden (een zachte landing voor de economie), in een tunnel te zitten met een beperkt stijgingspotentieel. Wij zijn overwogen in opkomende markten, neutraal in de Verenigde Staten en onderwogen in de eurozone.

We nemen een neutrale houding aan ten opzichte van aandelen. Ondanks een positieve groei-inflatiemix die voor 2023 en 2024 wordt voorspeld, lijkt het ons dat dit goede nieuws al is verwerkt in de opleving van de markt in de ontwikkelde landen. De waarderingen zijn relatief hoog, vooral voor de Verenigde Staten, waar de waarderingen in het 87% percentiel liggen over een periode van 20 jaar³, wat niet in lijn is met de verwachtingen gezien de huidige inflatie en reële rente. Bovendien omvatten de winstgroei prognoses voor de VS en Europa al onze verwachtingen van een positieve economische groei voor 2023 en 2024, waardoor we weinig foutmarge hebben.

Grafiek 5:

Reële rendementen VS versus verwachte koers-winstverhouding VS



In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Markten kunnen zich in de toekomst heel anders ontwikkelen.

Bronnen: Bloomberg, Datastream, Candriam

3 - Bronnen: Bloomberg, Candriam

We zien daarom een beperkt opwaarts potentieel als de groei niet verder versnelt, terwijl er nog veel onzekerheden zijn.

In de Verenigde Staten zullen de marges de komende maanden naar verwachting stijgen, hoewel de vertraging van de inflatie en de aanhoudende krapte op de arbeidsmarkt de expansie van de marges lijken tegen te houden. Bovendien betekent de duidelijke daling van de voorlopende kredietindicatoren dat we voorzichtig moeten zijn met het verwachten van positieve winstcijfers in de komende maanden.

Grafiek 6:

Amerikaanse groei van de winst per aandeel (WPA) vs. Senior Loan Officer Survey

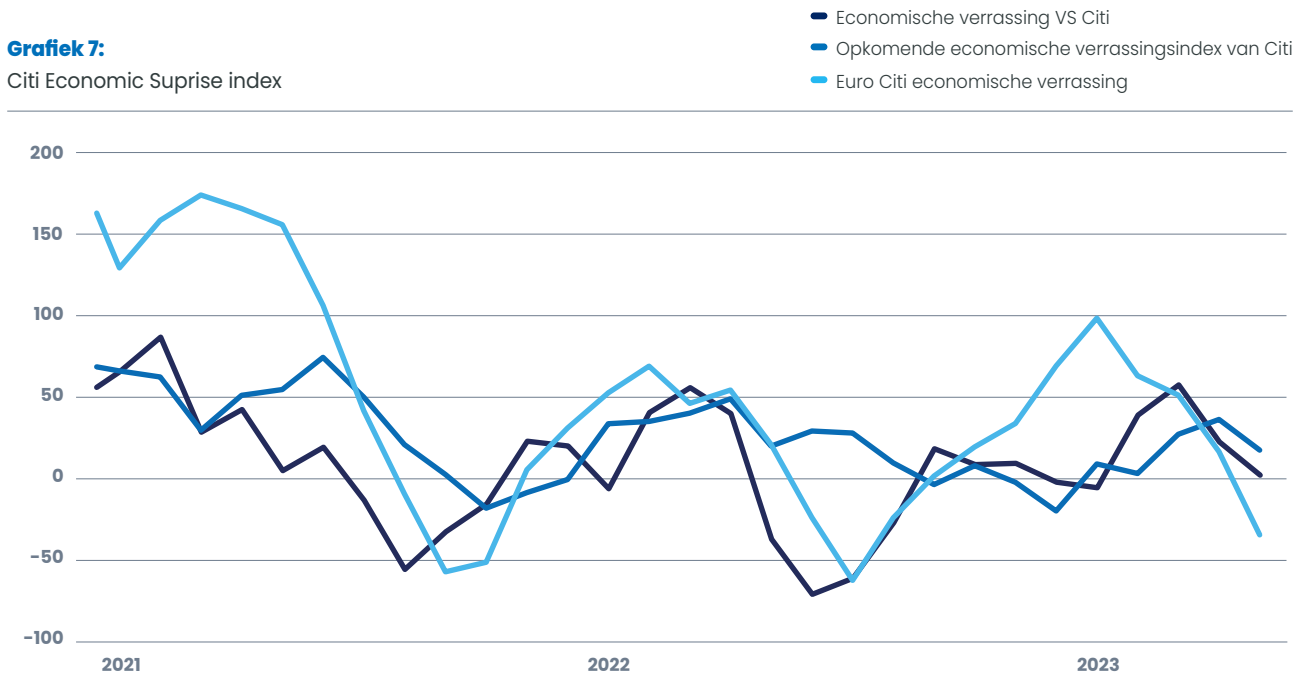


Bronnen: Bloomberg, Datastream, Candriam

In Europa lijken de risico's voor de groei neerwaarts te zijn. De regio profiteerde van een bijzonder gunstig klimaat in de eerste helft van het jaar, gekoppeld aan de daling van de gasprijzen, de heropening van China en een relatieve vermindering van de geopolitieke risico's, waardoor de Europese indices sinds het begin van het jaar tot de best presterende regio's in euro's behoorden. Deze gebeurtenissen zullen in de tweede helft van het jaar niet meer zo'n sterke steun bieden, terwijl de aanhoudende inflatie de ECB kan dwingen om de rente te blijven verhogen, wat gevolgen heeft voor de kredietvoorwaarden en dus voor de Europese economie.

Grafiek 7:

Citi Economic Surprise index



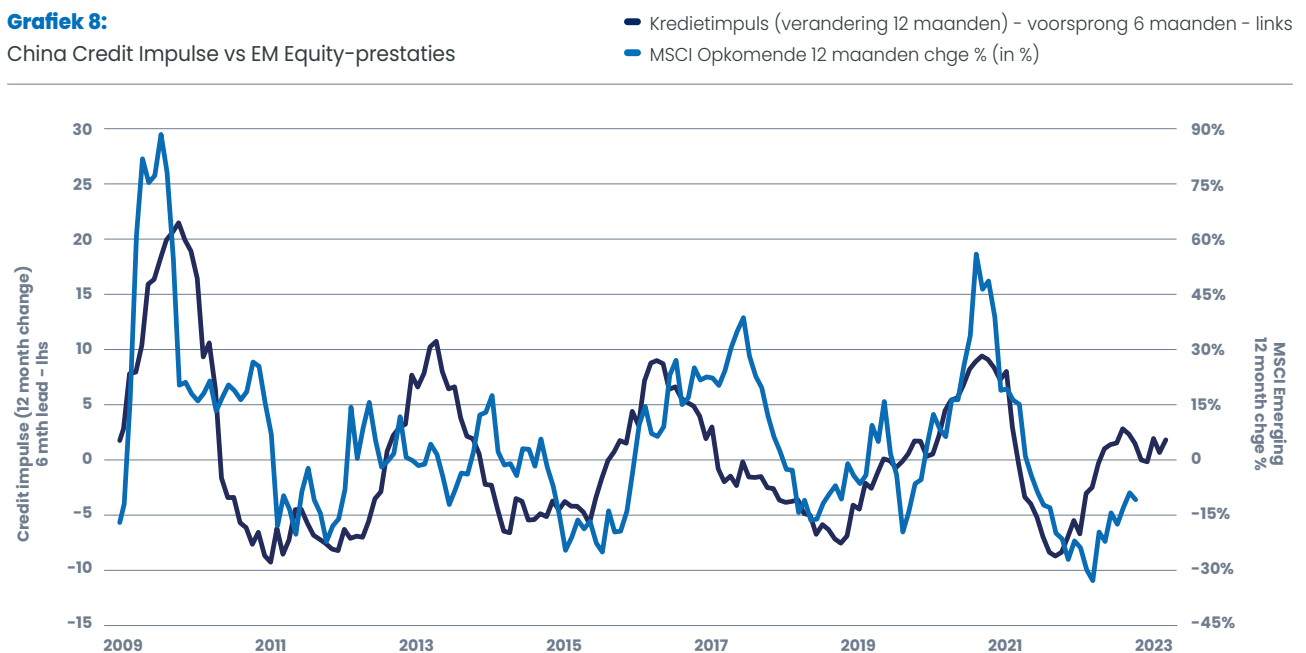
Bronnen: Bloomberg, Datastream, Candriam

In de opkomende landen lijkt de situatie ons relatief gunstiger. Gezien de aanhoudende daling van de inflatiecijfers en een eerder door de centrale banken van de ontwikkelde landen ingezette cyclus van monetaire verkrapping, zouden de financiële omstandigheden gunstiger moeten zijn. Gezien onze

verwachtingen van een zwakkere Amerikaanse dollar zou de regio bovendien een positief effect moeten ondervinden. Tot slot, hoewel de heropening van China voorlopig teleurstellend is, sluiten we niet uit dat meer massale monetaire en/of fiscale steun de regio kan helpen.

Grafiek 8:

China Credit Impulse vs EM Equity-prestaties



In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Markten kunnen zich in de toekomst heel anders ontwikkelen.

Bronnen: Bloomberg, Datastream, Candriam

Bepaalde thema's blijven echter veelbelovend

Gezien de vertraging van de economie zijn wij overwogen in defensieve kwaliteitsaandelen zoals gezondheidszorg en niet-duurzame consumentengoederen. We overwegen ook langetermijnthema's zoals de energietransitie en automatisering.

Ondanks verslechterende economische indicatoren, vooral in de productiesector, deden cyclische aandelen het beter dan defensieve aandelen (zie onderstaande grafiek) in afwachting van een aantrekkende activiteit, wat niet ons centrale scenario is.

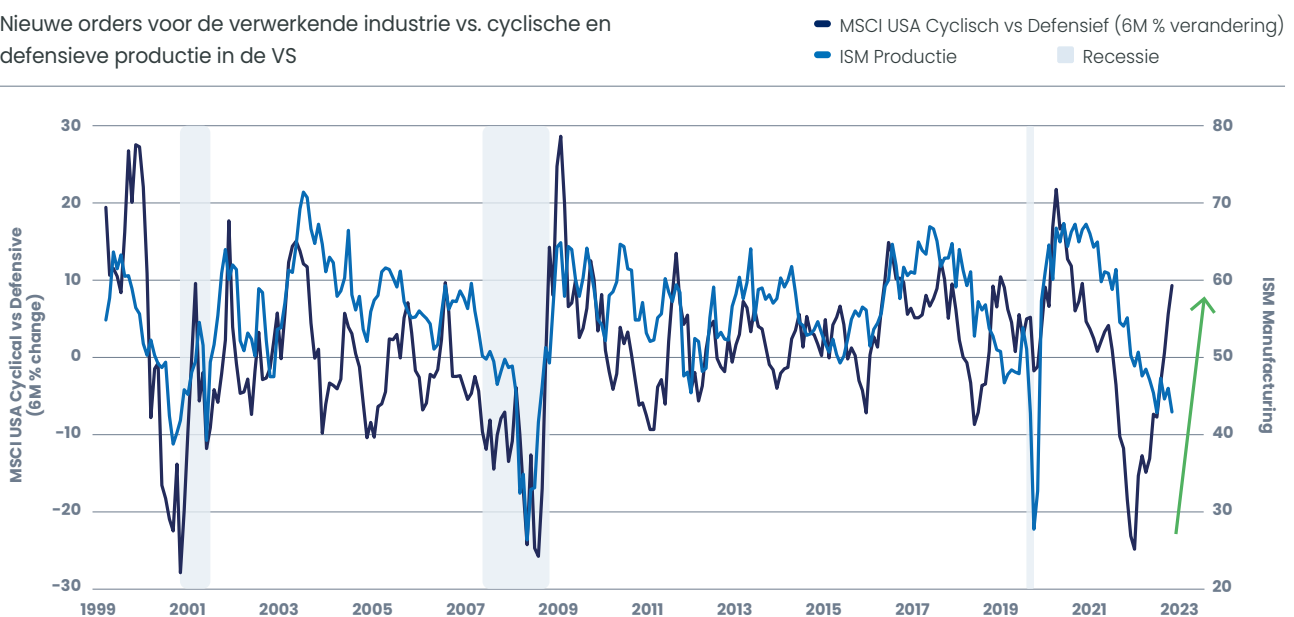
Tegelijkertijd zijn wij van mening dat defensieve en kwaliteitsaandelen beter geplaatst zijn om het hoofd

te bieden aan een vertragingscyclus die gepaard gaat met aanhoudende inflatie en waarvoor hun koersbepalende kracht cruciaal zal zijn.

We geven ook de voorkeur aan langetermijnthema's rond de energietransitie en automatisering. Deze aandelen zouden minder beïnvloed moeten worden door economische cycli en profiteren van de structurele geopolitieke kwesties rond de vermindering van onze impact op het milieu, de noodzaak om bepaalde activiteiten die bijdragen aan de soevereiniteit van staten te repatriëren en de ontwikkeling van kunstmatige intelligentie.

Grafiek 9:

Nieuwe orders voor de verwerkende industrie vs. cyclische en defensieve productie in de VS



In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Markten kunnen zich in de toekomst heel anders ontwikkelen.

MSCI. Alle rechten voorbehouden

Bronnen: Bloomberg, Datastream, Candriam

Goud en de yen als veilige havens

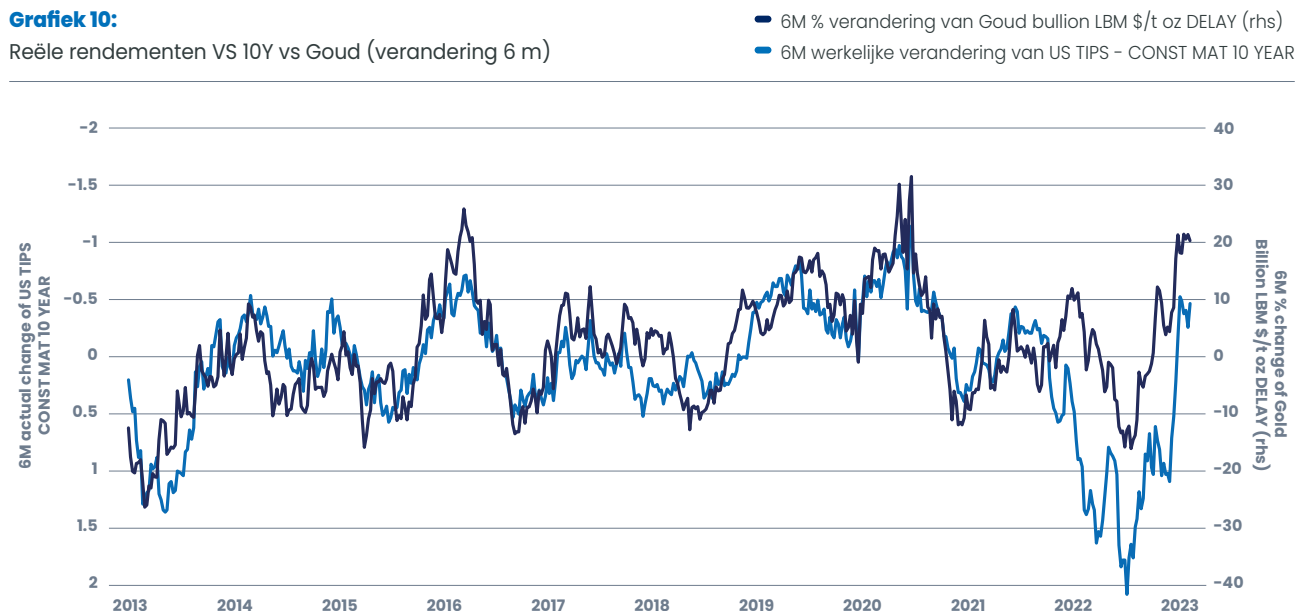
Het einde van de monetaire verkrappingscyclus van de Federal Reserve zet ons ertoe aan om ons te positioneren in valuta's die niet tot de USD behoren. We zijn ook positief over de Japanse yen en goud, die een afdekking vormen in het geval van hernieuwde marktstress.

Met het einde van de monetaire verkrapping in de VS en een lagere relatieve groei in Europa en de opkomende landen in 2024, geven we de voorkeur aan valuta's die niet gelinkt zijn aan de USD in onze portefeuille, met name opkomende valuta's via onze blootstelling aan lokale opkomende schulden.

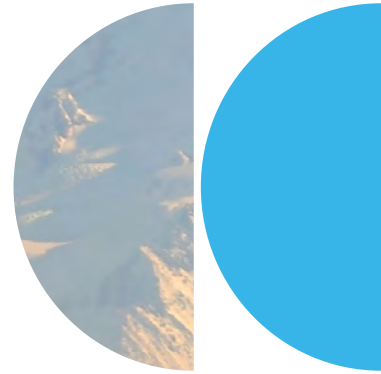
We zijn ook gepositioneerd in veilige havens zoals goud en de yen. De laatste zou ook kunnen profiteren van het mogelijke einde van het proces van de BOJ om de rentecurve te controleren, gezien de recente inflatiecijfers boven de doelstellingen van de Japanse centrale bank.

Grafiek 10:

Reële rendementen VS 10Y vs Goud (verandering 6 m)



In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Markten kunnen zich in de toekomst heel anders ontwikkelen.



Met een zwakke maar positieve groei die een recessie aan beide zijden van de Atlantische Oceaan voorkomt en een onderliggende inflatie die slechts geleidelijk afneemt, zullen centrale banken hun voet op de rem moeten houden in de tweede helft van het jaar.

De financiële markten verwerken dit positieve scenario van een "zachte landing" al, wat de goede prestaties sinds het begin van het jaar rechtvaardigt. Positieve verrassingen zullen in de tweede helft van het jaar waarschijnlijk zeldzamer zijn, wat een zekere mate van voorzichtigheid met betrekking tot risicovolle activa rechtvaardigt.

We positioneren ons in de carry-activa die waarschijnlijk het meest zullen profiteren van de huidige cyclus, zoals hoogwaardige Europese bedrijfsobligaties en schuldpapier van opkomende markten. We zijn voorzichtig met aandelen, geven de voorkeur aan aandelen uit opkomende landen boven Europese aandelen en dekken het risico in onze portefeuilles af door posities in JPY en goud in te nemen.



139 miljard €

activa in beheer
op december 2022*



600

experten
tot uw dienst



+25 jaar

Koploper in
duurzaam beleggen

Dit document is uitsluitend bedoeld voor informatieve en educatieve doeleinden en kan meningen en eigendomsinformatie van Candriam bevatten. Het vormt geen aanbod om financiële instrumenten te kopen of verkopen of beleggingsadvies en bevestigt geen enkele transactie, tenzij uitdrukkelijk anders overeengekomen. Hoewel Candriam de gebruikte gegevens en bronnen zorgvuldig selecteert, kunnen fouten of weglatingen niet a priori worden uitgesloten. Candriam kan niet aansprakelijk worden gesteld voor directe of indirecte schade die voortvloeit uit het gebruik van dit document. De intellectuele eigendomsrechten van Candriam moeten te allen tijde worden gerespecteerd; de inhoud van dit document mag niet worden gereproduceerd zonder voorafgaande schriftelijke toestemming.

*Met ingang van 31/12/2022 heeft Candriam de berekeningsmethode voor het beheerd vermogen (AUM) gewijzigd, en het AUM omvat nu bepaalde activa, zoals niet-discretionair AUM, externe fondsenselectie, overlay-diensten, waaronder ESG-screeningdiensten, [adviesdiensten], white labeling-diensten en diensten voor de levering van modelportefeuilles die niet in aanmerking komen als gereguleerd beheerd vermogen, zoals gedefinieerd in het formulier ADV van de SEC. De AUM wordt gerapporteerd in USD. AUM niet uitgedrukt in USD, wordt omgerekend tegen de koers op 31/12/2022.



CANDRIAM. INVESTEREN VOOR MORGEN.
WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY