

De winter nadert...



SEPTEMBER 2023
Marketing communicatie



Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset



Florence Pisani

Global Head of Economic Research

Zullen de centrale banken van de ontwikkelde landen erin slagen om de inflatie tegen eind 2024 terug te brengen naar hun doelstelling van 2% zonder een recessie te ontketenen? Kan China deflatie nog voorkomen? Zullen de stijgende olie- en landbouwprijzen, na een paar maanden van rust, de taak van de centrale banken niet verder bemoeilijken?



Economische vooruitzichten: zwakke groei.

De wereldwijde groei zet zich voort ... in een traag tempo: de verwachte toename van het bbp van 3% in zowel 2023 als 2024 is veel lager dan het gemiddelde van 3,7% in de periode 2004–2019. Het verschil is grotendeels te wijten aan een vertraging in opkomende economieën, met name China.

Deflatoire krachten zullen moeilijk te bestrijden zijn in China

In het licht van de moeilijkheden van de vastgoedgiganten en de trage vraag van huishoudens heeft Peking tot nu toe voorzichtig gereageerd: de vereisten voor een aanbetaling bij de aankoop van een huis zijn iets verlaagd, de autoriteiten hebben de banken ook gevraagd om de herfinanciering van bestaande hypotheek te versnellen en de regering heeft een verhoging van de belastingaftrek aangekondigd (voor onderwijs,

kinderopvang, enz.). De steun die deze maatregelen bieden, zal echter waarschijnlijk beperkt zijn: omdat het vertrouwen van de huishoudens nog steeds laag is, lopen ze het risico dat ze de besparingen, die al te overvloedig zijn, nog verder aanwakkeren. De activiteit zal niet terugkeren naar het groeitempo van voor de pandemie: de deflatoire krachten waarmee China wordt geconfronteerd, zullen moeilijk te bestrijden zijn.

Zijn de Verenigde Staten op weg om van hun gok een succes te maken?

De Amerikaanse economie blijft de doemdenkers tarten. Begin 2023 dachten velen dat de gok van de Fed een verloren zaak was. Niet alleen waren zachte landingen relatief zeldzaam geweest in de afgelopen decennia, maar de loonvertraging die nodig was om de inflatie terug te brengen naar de doelstelling van de centrale bank kon alleen worden bereikt door een sterke stijging van de werkloosheid...en dus een recessie. De verkrapping met 425 basispunten die de centrale bank sinds maart 2022 heeft doorgevoerd, was dan ook bedoeld om de recessie uit te lokken die "nodig" was om de inflatiedruk tegen te gaan. Negen maanden later en na nog eens een verhoging met 100 basispunten is de groei nog steeds solide (ongeveer 2% in het tweede kwartaal en waarschijnlijk meer dan 2% in het derde), is de inflatie in een jaar tijd gedaald

van 8,5% naar iets meer dan 3% in juli, is de banengroei sterk vertraagd (van meer dan 400.000 naar 150.000 per maand) en zijn de lonen gedaald van 6,5% j-o-j naar 4,5%. Natuurlijk heeft de Federal Reserve haar weddenschap nog niet gewonnen, maar ze lijkt op de goede weg – vooral omdat de groei aan het eind van het jaar naar verwachting zal vertragen. De consumptie van huishoudens, gestimuleerd door de uitzonderlijke effecten van de zomer (release van "Barbenheimer" en tournees van Taylor Swift en Beyoncé!), zal vertragen. Tegen deze achtergrond zal de Federal Reserve waarschijnlijk stoppen met het verhogen van de rente, maar deze nog vele maanden hoog houden, totdat de versoepeling op de arbeidsmarkt wordt bevestigd en de inflatie duidelijk in de buurt komt van haar doelstelling van 2%.

Eurozone: groei op laag pitje

In de eurozone blijft de groei zwak en de economische peilingen wijzen erop dat de activiteit in het derde kwartaal zal krimpen. Door de zwakke vraag zullen de bedrijfsinvesteringen vertragen en zullen de investeringen in woningen blijven krimpen onder invloed van de stijgende hypotheekrente en de strengere kredietvoorwaarden. De consumptie van huishoudens zou begin volgend jaar iets moeten aantrekken als de inflatie verder afneemt, maar het gedaalde vertrouwen en de vertraging in de banengroei suggereren dat de opleving bescheiden zal zijn. Over het geheel genomen zal de groei naar verwachting zwak blijven, met een bbp-stijging van 0,7% in zowel 2023 als 2024. De verkrappingscyclus van de ECB loopt ten einde, want de president heeft net uitgelegd dat de discussies binnen de monetaire beleidsraad zich nu zullen richten

op hoe lang de ECB de rente op een restrictief niveau zal houden. Er zijn verschillende risico's verbonden aan deze voorspelling. De snelheid waarmee monetaire verkrapping wordt doorgegeven aan de reële economie is onzeker. De grondstofprijzen zouden opnieuw kunnen stijgen, waardoor de verwachte verbetering van de koopkracht van huishoudens vertraging oploopt: El Niño en de oorlog in Oekraïne zouden de landbouwprijzen kunnen opdrijven; de olieprijs zou wel eens boven de 90 dollar kunnen uitkomen die we in onze prognoses hanteren als OPEC+ zijn productie verder verlaagt. De komende maanden zullen zowel marktdeelnemers als centrale banken dus op zicht blijven navigeren, of zoals Jerome Powell het verwoordde in zijn toespraak in Jackson Hole op 25 augustus, navigeren "by the stars in a cloudy sky"!

A close-up photograph of a snail with a light-colored, spiral shell and a pinkish body, resting on a large, dark green leaf. The background is filled with other leaves and branches, creating a dense, natural setting. The lighting is soft, highlighting the texture of the leaf and the shell.

**De wereldwijde
groei houdt aan ...
in een traag tempo.**



De Amerikaanse markten lopen voorop, gestimuleerd door een gunstigere groei-/inflatiemix.

Vanuit het oogpunt van de markt had deze discrepantie tussen positieve economische verrassingen in de Verenigde Staten en teleurstellingen in China en Europa een directe impact op de prestaties van activaklassen. Amerikaanse aandelen zijn sinds het begin van het jaar met 17,6% teruggekeerd, terwijl Europese aandelen met slechts 9,2% zijn gestegen en aandelen uit opkomende landen met 4,1%¹.

De prestaties van Amerikaanse aandelen zijn des te opmerkelijker omdat de Amerikaanse 10-jaarsrente in dezelfde periode steeg van 3,9% naar 4,3%, wat een negatief effect op

waarderingen had kunnen hebben. In tegenstelling tot alle verwachtingen beleefden de Verenigde Staten een periode van virtueel 'goudlokje', waarbij ze tegelijkertijd profiteerden van een sterker dan verwachte groei en een gestaag afnemende inflatie, wat de facto steun bood aan Amerikaanse aandelen.

Deze groeikloof tussen de VS en de rest van de wereld heeft ook de kloof tussen de Amerikaanse en de Europese rente vergroot, wat een impact heeft op de waarde van de Amerikaanse dollar, die sinds het dieptepunt in juli² met 5% in waarde is gestegen en sinds het begin van het jaar met 1,5%.

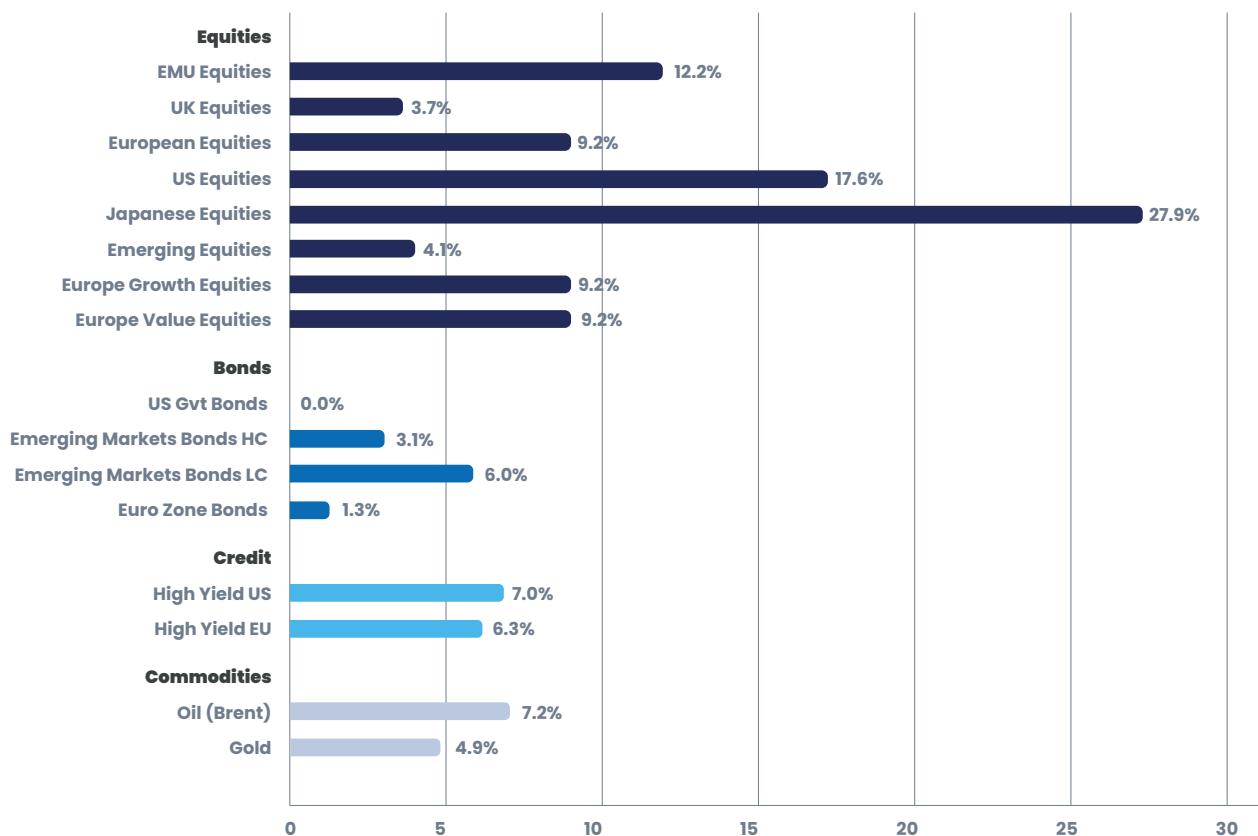
1 - Gegevens in euro op 12 september 2023 - bron: Bloomberg

2 - Gegeven tussen 17 juli en 12 september 2023



Afbeelding 1:

YTD Performance, 12/09/2023



EMU equities: MSCI Daily TR Net EMU Loc, **UK equities:** MSCI Daily TR Net UK Loc, **European equities:** MSCI Daily TR Net Europe, **US equities:** MSCI Daily TR Net USA Loc, **Japanese equities:** MSCI Daily TR Net Japan, **Emerging equities:** MSCI Daily TR Net Emerging, **Europe Growth equities:** MSCI Daily TR Net Growth, **Europe Value Equities:** MSCI Daily TR Net Value, **US Govt Bonds:** JP Morgan GBI US Unhedged LO, **Emerging Market Bonds HC:** JP Morgan EMBI Global Compos, **Emerging Markets Bonds LC:** JP Morgan GBI-EM Broad Divers, **Eurozone Bonds:** JP Morgan GBI EMU Unhedged, **High Yield US:** Ice Bofa US High Yield, **High Yield EU:** Ice Bofa Euro High Yield, **Gold:** Gold Spot \$/Oz

Prestaties uit het verleden zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige prestaties.

Bron: Bloomberg

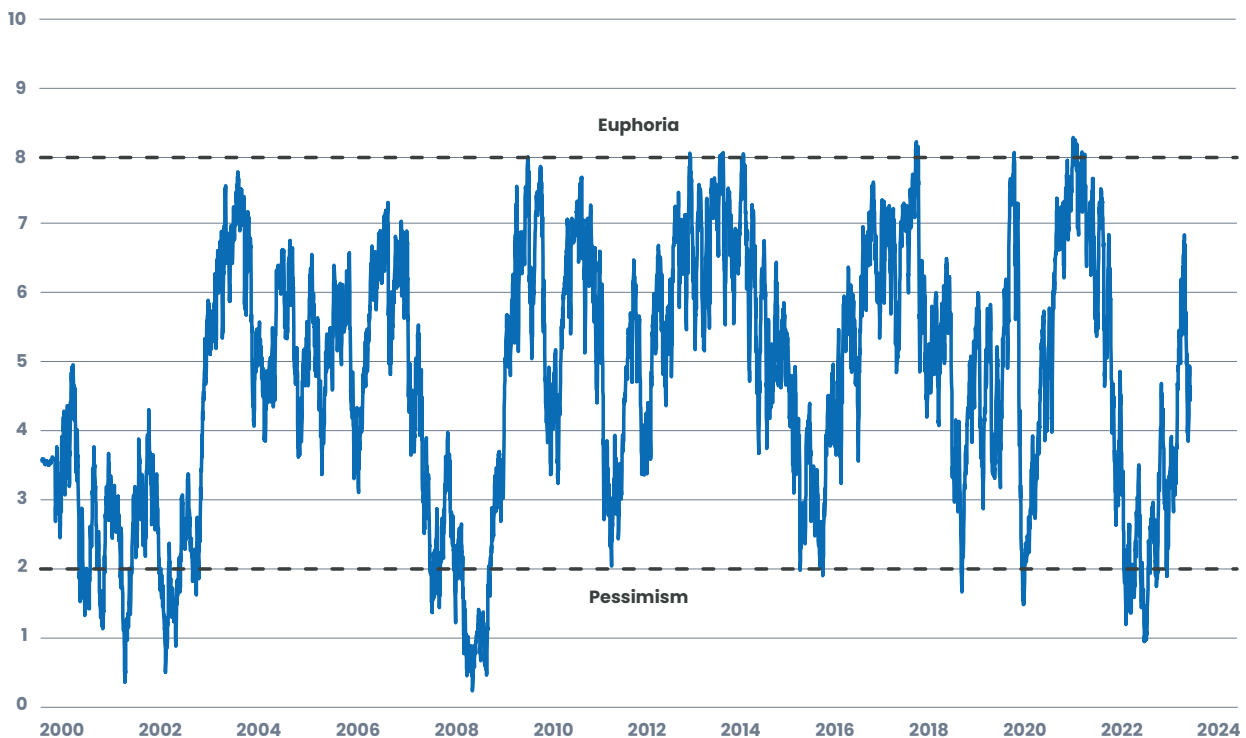
De markten anticiperen op een zachte landing, waardoor het risico op aandelen asymmetrischer wordt

Het marktsentiment is sinds januari aanzienlijk verbeterd. We begonnen het jaar met een positieve visie op aandelen, in tegenstelling tot de algehele onderwogen positie van beleggers in aandelen en het zeer voorzichtige marktsentiment. Vandaag zijn de excessen van het pessimisme weer normaal,

vooral voor de Verenigde Staten. De positionering van de markt ten opzichte van aandelen en het algemene beleggerssentiment bevinden zich in de "neutrale" zone. De risico's lijken nu asymmetrischer voor aandelen, wat onze voorzichtige visie rechtvaardigt.

Afbeelding 2:

Candriam Indicator Sentiment



Prestaties uit het verleden zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige prestaties.
Bron: Candriam

Kunnen Amerikaanse aandelen hun uitdagende opwaartse traject voortzetten, met het risico van stijgende rentetarieven?

Amerikaanse aandelen kunnen blijven profiteren van het huidige gunstige klimaat. Zoals onze economische analyse laat zien, lijkt de Fed erin geslaagd te zijn om de economie naar een zachte landing te brengen en nadert het einde van haar verkrappingscyclus. Toch verwachten we dat de economische groei in 2024 zal vertragen, waarbij de lagere inflatie waarschijnlijk zal wegen op de groei van de bedrijfswinsten. De analistenconsensus gaat uit van een groei van de bedrijfswinsten in de VS van 12% in 2024 (vergeleken met +1,5% in 2023)³,

wat hoog lijkt gezien de vertraging van de nominale economische groei. De waardering van de Amerikaanse markt is momenteel hoger dan het historische gemiddelde, met een 12-maands koers-winstverhouding (PE) van meer dan 19 vergeleken met een 10-jaars historisch gemiddelde van 18⁴, wat weinig ruimte laat voor verdere waardeinstijgingen in een context van aanhoudend hoge rentetarieven. Het verwachte rendement op Amerikaanse aandelen in het gunstigste scenario is daarom positief, maar beperkt.

Kunnen opkomende landen en Europa voor positieve verrassingen zorgen?

In Europa is de situatie anders. De waardering van de aandelenmarkt is veel aantrekkelijker (12-maands PE van 11,8 versus 10-jaars historisch gemiddelde van 14 voor de eurozone)⁵ en gerechtvaardigd door de somberder groeivoorzichten en een neerwaarts risico voor de economische vooruitzichten voor de komende maanden. Daardoor kunnen de verwachtingen voor de groei van de bedrijfswinsten

in de komende 12 maanden (+6%)⁶ verder naar beneden worden bijgesteld. De winstvooruitzichten en waardering zullen alleen verbeteren als de economische vooruitzichten in 2024 verbeteren. Het is dus nog te vroeg om onze allocatie aan Europese aandelen te verhogen, omdat de economie in het laatste kwartaal van dit jaar waarschijnlijk zal blijven stagneren.

3 - Bron: Bloomberg, MSCI USA-gegevens op 12.09.2023

4 - Ibes Consensus

5 - Bron: Bloomberg, MSCI USA-gegevens op 12.09.2023

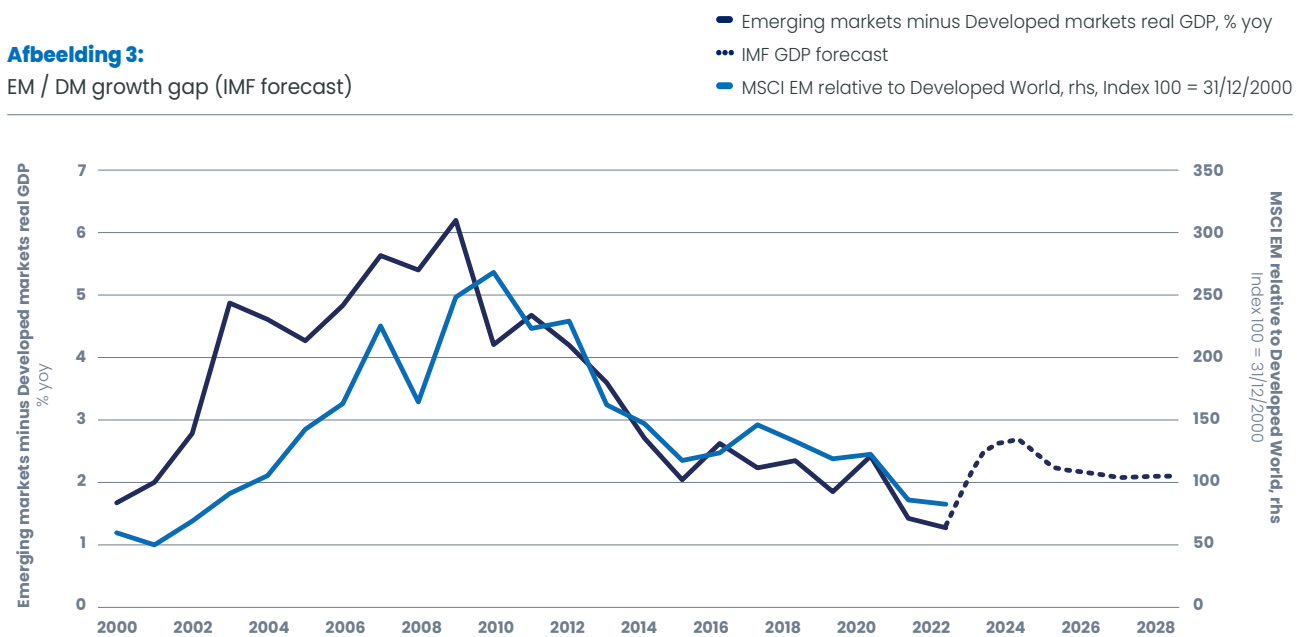
6 - Ibes Consensus

We handhaven liever onze overwogen positie in opkomende markten, waarvan de prestaties sinds het begin van het jaar bijzonder teleurstellend zijn. China was het land dat het zwaarst woog op de wereldwijde opkomende index. De voorzichtigheid van beleggers over de economische ontwikkelingen in China bereikt nieuwe hoogten. De maatregelen van de Chinese autoriteiten zouden de groei moeten stabiliseren op ongeveer 4-5%, maar geven niet voldoende positieve impulsen om het vertrouwen te herstellen. Deze maatregelen zouden niettemin de zichtbaarheid van het groeimomentum in opkomende landen moeten verbeteren. Wij geven

daarom de voorkeur aan de index voor opkomende landen exclusief China. Nu de desinflatie in opkomende landen goed op gang is, loopt hun monetaire cyclus voor op die van ontwikkelde landen. Wij denken dat een beter groeimomentum dan in Europa of de VS, in combinatie met monetaire versoepeling, zowel de waardering als de winstgroei in opkomende markten zou moeten ondersteunen. Deze desynchronisatie van economische en monetaire cycli in opkomende landen voegt diversificatie toe aan ons beheer.

Afbeelding 3:

EM / DM growth gap (IMF forecast)



Prestaties uit het verleden zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige prestaties.

Bron: Bloomberg



Qua stijl geven we de voorkeur aan defensieve sectoren - vooral in Europa, die het beter doen in deze fase van economische vertraging. We overwegen ook langetermijnthema's zoals de energietransitie en automatisering.

Ondanks indicatoren die wijzen op een vertraging van de economie, met name in de productiesector, deden cyclische aandelen het beter dan defensieve aandelen, omdat ze anticipeerden op een versnelling van de activiteit, wat niet ons centrale scenario is.

Tegelijkertijd lijkt het ons dat defensieve en kwaliteitsaandelen beter geplaatst zijn om een vertragingscyclus aan te kunnen die gepaard gaat met aanhoudende inflatie; in een dergelijk scenario zal hun koersbepalende kracht cruciaal zijn.

We geven ook de voorkeur aan langetermijnthema's rond de energietransitie en automatisering. Aandelen in deze thema's 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 ontwikkeling van kunstmatige intelligentie en de noodzaak om bepaalde activiteiten die bijdragen aan de soevereiniteit van staten te repatriëren.

Afbeelding 4:

Sector performance depends on the stages of the cycle



Prestaties uit het verleden zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige prestaties.

Bronnen: Cadriam, Barclays. Indexen van de Europese sector sinds 28/02/2013, relatieve prestaties versus MSCI Europe.

Een allocatie naar obligaties die rendement en bescherming bieden.

We vinden de allocatie aan staatsobligaties aantrekkelijk, met een geleidelijke toename van de duration van de portefeuille. We naderen het einde van de monetaire verkrapingscyclus, maar centrale banken zijn nog steeds zeer voorzichtig.

De korte rente zal waarschijnlijk vrij hoog blijven tot de centrale banken er zeker van zijn dat de inflatievertraging duurzaam is. De langetermijnrente zou zich moeten stabiliseren nu de inflatie onder controle is en de groei vertraagt. Gezien deze vooruitzichten en de huidige renteniveaus (2,7% voor de Duitse 10-jaarsrente⁷) denken wij dat staatsobligaties een aantrekkelijk rendement bieden en richten we ons voorlopig op de middensegmenten van de curve (3-5 jaar).

Meer in het algemeen zijn wij van mening dat een allocatie aan staatsobligaties in ontwikkelde landen bijzonder aantrekkelijk is in een gespreide portefeuille, gezien de diversificatie en bescherming die deze beleggingscategorie biedt. De impact ervan zou inderdaad positief zijn in ons centrale scenario, maar ook in het geval van een alternatief scenario dat

voortvloeit uit een verslechtering van de inflatie/groeimix, met een zwakkere groei of een hogere inflatie dan verwacht.

Deze twee risico's zouden negatief zijn voor de aandelenmarkten (neerwaartse winstherzieningen en lagere waarderingen). Voor obligaties zouden de gevolgen anders zijn. Bij een zwakker dan verwachte groei zou de rente dalen, met een positief effect op de obligatiekoersen. In het geval van een hogere inflatie zou de impact op korte termijn negatief zijn, omdat centrale banken agressiever zouden moeten zijn bij het verhogen van de belangrijkste rentetarieven. Aan de andere kant zou dit positief zijn op de middellange termijn, omdat de stijging van de belangrijkste rentetarieven zou leiden tot een vertraging van de economie en een daling van de langetermijnrente.

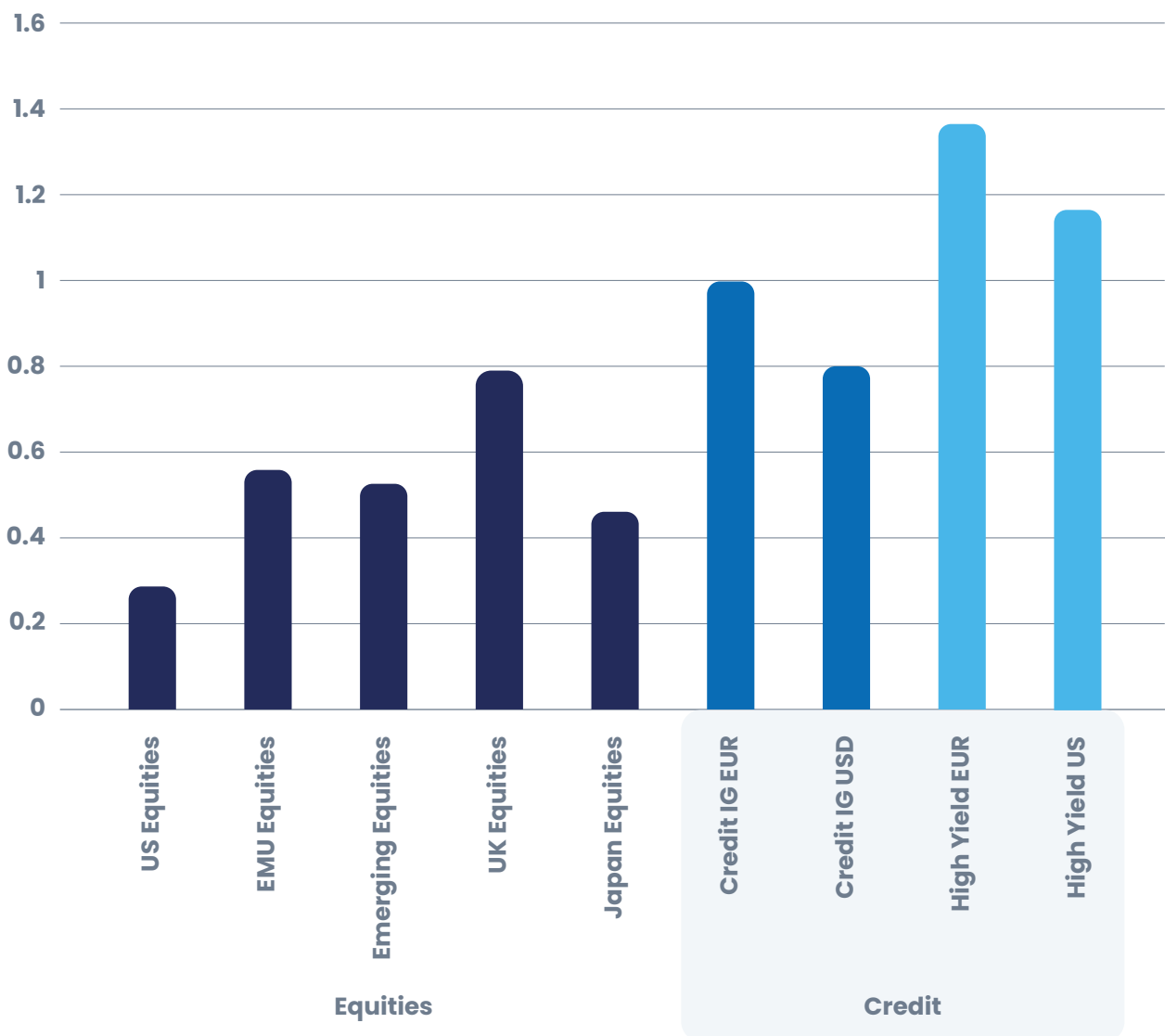
⁷ - Bron: Bloomberg. Gegevens op 12 september 2023.

In deze fase van de cyclus geven we ook de voorkeur aan investment grade bedrijfsobligaties. Ondanks de compressie van de spreads in 2023 (-10% voor Europese IG credit⁸) blijft de kredietmarkt een bijzonder gunstig risico-rendementsprofiel bieden, vooral in vergelijking met aandelen, met een carry rate in Europa van meer dan 4% en een volatiliteit van minder dan 5% (vergeleken met respectievelijk 8,5% en 16% voor Europese aandelen).

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.

Afbeelding 5:

Cross Asset Carry to Volatility (%)



Prestaties uit het verleden zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige prestaties.
Bron: Bloomberg

8 - Ice Bofa Euro High Yield- Bron: Bloomberg. Gegevens op 12 september 2023.



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 het zich niet kunnen veroorloven om de financiële voorwaarden tussen nu en het einde van het jaar te versoepelen.

De financiële markten verwerken al een positief scenario van een zachte economische landing, wat de goede prestaties sinds het begin van het jaar rechtvaardigt. Nu de positieve verrassingen grotendeels zijn ingeprijsd, lijkt er weinig ruimte te zijn voor verdere waardeinstijgingen op de aandelenmarkten.

Wij geven de voorkeur aan posities in de carry activa die het meest waarschijnlijk zullen profiteren van de huidige cyclus, zoals ontwikkelde staatsobligaties en Europese credits van hoge kwaliteit. We zijn voorzichtig met aandelen en geven de voorkeur aan aandelen uit opkomende landen boven Europese aandelen.



144 miljard €

activa in beheer
op juni 2023*



+600

experten
tot uw dienst



+25 jaar

Koploper in
duurzaam beleggen

Dit document wordt louter ter informatie verstrekt. Het vormt geen aanbod tot aan- of verkoop van financiële instrumenten en houdt geen beleggingsadvies in. Het 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 dit document mag niet worden gereproduceerd zonder voorafgaande schriftelijke goedkeuring.

*Met ingang van 30/06/2023 heeft Candriam de berekeningsmethode voor het beheerd vermogen (AUM) gewijzigd, en het AUM omvat nu bepaalde activa, zoals niet-discretionair AUM, externe fondselectie, 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 30/06/2023.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY