

September 28, 2020

BILBoard September 2020 – Een sluimerende economie wakker maken



September is sowieso al geen maand
waar marktdeelnemers reikhalzend naar uitkijken, en dit jaar deed het die
reputatie eer aan met een terugval die de tech-gefocusste Nasdaq op een correctiegevoelig
niveau achterliet. De neergang lijkt ons technisch van aard:
waarschijnlijk liggen er winstnemingen en de wetten van de zwaartekracht aan

ten grondslag, en geen onheilspellender type verkoopgolf, gedreven door verslechterende economische kerncijfers. Amerikaanse aandelen waren namelijk al volledig opgeklommen uit het diepe coronadal en hebben de pieken van vóór de pandemie zelfs overtroffen. Daardoor maakten de waarderingen (voornamelijk van technologische bedrijven en bedrijven die ook met telewerken kunnen functioneren) een ongezond overgewaardeerde indruk. Die waarderingen sloten niet aan op het macro-economische beeld – ze suggereerden juist dat de wereldeconomie in een schitterend V-vormig herstel uit haar lockdown-coma zou ontwaken. We weten allemaal hoe moeilijk het soms is om uit bed te komen; de wereldeconomie zet dan ook pas de eerste aarzelende stappen richting de normale gang van zaken, geholpen door een dubbele dosis cafeïne van monetair en fiscaal beleid.

MACRO

Ons basisscenario, een geleidelijk herstel, blijft overeind, hoewel dat herstel niet in maanden, maar in kwartalen wordt gemeten en niet zonder tegenslagen zal verlopen. De Amerikaanse presidentsverkiezingen, de pandemie, geschillen tussen de VS en China, om maar een greep te doen uit de actuele risico's die de vooruitzichten kunnen doen wankelen.

In de VS heeft Jerome Powell, de voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve (Fed), gezegd dat "het herstel sneller is gevorderd dan algemeen werd verwacht," maar tegelijkertijd waarschuwde hij ervoor dat "de bedrijvigheid aanzienlijk onder het niveau van vóór de pandemie ligt" en merkte hij op dat die mogelijk niet snel weer aantrekt. De toekomst blijft namelijk "uiterst onzeker". Om de economie te ondersteunen zet de Fed haar accommoderende beleidskoers voort, bestaande uit de aankoop van obligaties, het faciliteren van kredietverlening en een ultralage rente (die volgens de actueelste 'dot-plot' naar verwachting tot 2023 binnen de bandbreedte van 0 tot 0,25% blijft hangen). De inflatoire druk lijkt op te lopen, maar dit leidt hoogstwaarschijnlijk niet tot een herschikking van het beleid. De Fed duldt namelijk inmiddels overschrijdingen van de doelwaarde omdat er voortaan van de gemiddelde inflatie wordt uitgegaan.

Het goede nieuws is dat de centrale bank haar groeiprognoses heeft bijgesteld en voor dit jaar momenteel een bbp-daling van -3,7% voorziet: een meer bescheiden krimp dan de -6,5% die in juni werd verwacht. De Fed voorspelt dat de Amerikaanse economie eind 2021 het niveau van vóór de pandemie zal bereiken. De productiesector zet door, terwijl de orders voor duurzame goederen de indruk wekken dat de bedrijfsinvesteringen vanaf het nulpunt weer langzaam aantrekken. De winstcijfers zijn echter nog altijd in vrije val (15% lager in het eerste kwartaal en 8% lager in het tweede) en zonder een opleving van de consumptie kunnen de Amerikaanse bedrijfsmarges niet tot het oude niveau opklimmen.

Hoewel de kooplust na de lockdown aanvankelijk was teruggekeerd, stagneerde het consumentenvertrouwen, wat erop zou kunnen wijzen dat de knip weer op de beurs gaat. Een gezonde arbeidsmarkt is een voorwaarde voor actieve consumenten, terwijl er sinds februari 11,5 miljoen banen zijn gesneuveld. Het komt dan ook niet als een verrassing dat de Fed nu flink inzet op volledige werkgelegenheid. De centrale bank verwacht voor 2020 een mediane werkloosheid van 7,6%, lager dan de 9,3% die in juni voorzien werd.

De begrotingsmaatregelen hebben onmisbare steun verleend aan huishoudens en kleine bedrijven, maar waarschijnlijk is er nog meer nodig. Vanwege de politieke impasse in Washington is de omvang en timing daarvan nog onzeker. De economie heeft vooralsnog stand gehouden tegen de afloop van de steun, maar zonder verdere fiscale steunmaatregelen kan de uitgestelde vraag zomaar weggebben.

De Europese economie ligt, zo lijkt het, voorlopig nog ingedommeld. Recente cijfers wijzen op een afnemend momentum in de industriële sector en teleurstellende consumentenuitgaven. Dat roept twijfels op over de duurzaamheid van de initiële opleving, vooral nu het aantal besmettingen en de werkloosheidscijfers oplopen. De inflatie ligt in Europa nog diep te slapen, wat de ECB een dilemma bespaart. De Europese Centrale Bank kondigde in de laatste vergadering van de beleidscommissie aan de rente op -0,5% te houden en zegde toe het Pandemic Emergency Purchase Program van 1.350 miljard euro ten minste tot eind juni 2021 voort te zetten.

De Chinese economie is minder loom:

van alle grote economieën komt China als uitschieter het dichtst in de buurt van zijn bedrijvigheid van vóór de pandemie. Het bedrijfsleven bracht maanden door in de herstelmodus en nu dragen de Chinese consumenten eindelijk hun steentje bij aan het herstel. In augustus liepen de detailhandelsverkopen voor het eerst dit jaar op, met een stijging van 0,5%. Tegelijkertijd daalde de werkloosheid tot 5,6% ten opzichte van 5,7% in juli. De gestaag bekoelende inflatie geeft de centrale bank in de toekomst meer speelruimte.

AANDELEN

De correctie had geen significante gevolgen voor de waarderingen op de aandelenmarkten, die aan de dure kant blijven. Dat is zeker het geval als we bedenken dat het beter dan gevreesde resultateuzeizoen geen ingrijpende gevolgen heeft gehad voor de herzieningen. De VS is zelfs de enige regio waarvoor de totale winstverwachtingen opwaarts zijn herzien (zij het in beperkte mate). Hoewel het de duurste regio is, gaat onze voorkeur nog altijd uit naar de VS omdat daar de prominentste groeibedrijven en digitale voortrekkers gevestigd zijn die ook met telewerken goed functioneren en die daardoor waarschijnlijk blijven gedijen zolang het virus over de wereld raast. We handhaven onze onderweging in Europese aandelen, die het minder goed doen dan de brede markt. We hebben de afzonderlijke posities bijgesteld, zodat onze voorkeur voor Chinese aandelen weerspiegeld is in onze blootstelling aan opkomende markten. Chinese aandelen hielden tijdens de recente correctie namelijk goed stand en genieten de steun van sterkere kerncijfers. Andere opkomende markten, bijvoorbeeld in Latijns-Amerika en India, worstelen nog met hun eerste COVID-besmettingsgolf.

De stijlrotatie van groei naar waarde bleek van korte duur en geconcentreerd in de VS. We zien momenteel geen sterke katalysatoren voor duurzaam bovengemiddelde prestaties van waarde aandelen. Al met al kiezen we er gezien de enorme spreiding van de rendementen voor om uit diverse sectoren zorgvuldig hoogwaardige aandelen te selecteren en ondertussen een aantal goedkopere sectoren en sectoren met positieve winstherzieningen in het oog te houden.

VASTRENTENDE WAARDEN

De aanhoudende vrijgevigheid van centrale banken drijft de koersen van staatsobligaties op en vooralsnog lijkt de rente daarop zich stabiel te houden. In dit marktsegment hebben we onze blootstelling aan inflatiegekoppelde obligaties echter gehandhaafd: die zullen naar verwachting blijven stijgen doordat de inflatie op lange termijn waarschijnlijk zal toenemen naarmate het herstel vordert.

Nu de koortsachtige zoektocht naar rendement heviger wordt, hebben de spreads van bedrijfsobligaties een groot deel van de eerdere verruiming teruggedraaid en zullen ze de komende tijd waarschijnlijk zijwaarts blijven bewegen. Centrale banken houden alle significante spreadverruiming tegen en een verdere verkrapping is alleen mogelijk onder invloed van een uitzonderlijke katalysator, zoals een vaccin. De negatieve trend bij de ratings lijkt in het derde kwartaal een keerpunt te hebben bereikt, ondersteund door hoge uitgiftevolumes van obligaties "voor algemene financiering" nu bedrijven vooral uit zijn op een veerkrachtige balans. Tegelijkertijd blijken beleggers bijzonder belust op nieuwe emissies en bereid om fallen angels in portefeuille te houden.

We zijn van mening dat bedrijfsobligaties uit opkomende markten zich nu opnieuw moeten laten gelden, vanwege de lagere kapitaaluitgaven en de verminderde financiële discipline. Ter verduidelijking: de teruglopende lokale rente biedt bedrijven uit opkomende markten de kans om hun schulden in harde valuta's om te zetten in schulden in lokale valuta's; daarmee verstevigen ze hun balans. Tegelijkertijd zijn de waarderingen gunstig: het renteverskil met Amerikaanse bedrijfsobligaties is, gecorrigeerd voor duration, in historisch opzicht nog altijd groot (ca. 316 bp). In de defensieve en lage profielen is respectievelijk 50% en 100% van de blootstelling aan schuld papier uit opkomende markten (nu volledig bestaand uit staatsobligaties in harde valuta's) overgebracht naar bedrijfsobligaties uit opkomende landen in harde valuta's.

CONCLUSIE

Als de huidige economie een mens was, zou hij gapend in bed liggen, zich met tegenzin uittrekken en overwegen of hij kan blijven liggen. Misschien zou er op de achtergrond "Wake me up when September ends" van Greenday spelen terwijl centrale banken en andere beleidsmakers het deken proberen open te slaan en hem met alle macht proberen uit bed te krijgen. De markten draaien op hoop, liquiditeit en momentum, en hebben blijkbaar over het hoofd gezien dat dit alles wat tijd gaat kosten en dat alleen een (effectief en betrouwbaar) vaccin de wereldeconomie ervan kan overtuigen om uit bed te komen.

16/09/2020		DEFENSIEF		LAAG		GEMIDDELD		HOOG	
		Positie	Verandering	Positie	Verandering	Positie	Verandering	Positie	Verandering
Wereldwijde allocatie	Aandelen	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
	Obligaties	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
	Liquide middelen	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
Valuta's	EUR	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
	USD	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
	Andere	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
Aandelen	Europa	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
	USA	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
	Japan	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
	Opkomende markten	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
Obligaties	Staatsobligaties - ontwikkelde landen	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
	Bedrijfsobligaties - beleggingskwaliteit	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
	Bedrijfsobligaties - hoogrentend	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
	Staatsobligaties - opkomende markten	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
	Totaalrendement	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
Grondstoffen	Olie	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
	Goud	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒

Positie: Geeft aan of we positief, neutraal of terughoudend tegenover de activaklasse staan |

Verandering: Geeft aan hoe onze blootstelling is veranderd sinds het assetallocatiecomité vorige maand samenkwam

Disclaimer

All financial data and/or economic information released by this Publication (the "Publication"); (the "Data" or the "Financial data and/or economic information"), are provided for information purposes only, without warranty of any kind, including without limitation the warranties of merchantability, fitness for a particular purpose or warranties and non-infringement of any patent, intellectual property or proprietary rights of any party, and are not intended for trading purposes. Banque Internationale à Luxembourg SA (the "Bank") does not guarantee expressly or impliedly, the sequence, accuracy, adequacy, legality, completeness, reliability, usefulness or timeliness of any Data. All Financial data and/or economic information provided may be delayed or may contain errors or be incomplete. This disclaimer applies to both isolated and aggregate uses of the Data. All Data is provided on an "as is" basis. None of the Financial data and/or economic information contained on this Publication constitutes a solicitation, offer, opinion, or recommendation, a guarantee of results, nor a solicitation by the Bank of an offer to buy or sell any security, products and services mentioned into it or to make investments. Moreover, none of the Financial data and/or economic information contained on this Publication provides legal, tax accounting, financial or investment advice or services regarding the profitability or suitability of any security or investment. This Publication has not been prepared with the aim to take an investor's particular investment objectives, financial position or needs into account. It is up to the investor himself to consider whether the Data contained herein this Publication is appropriate to his needs, financial position and objectives or to seek professional independent advice before making an investment decision based upon the Data. No investment decision whatsoever may result from solely reading this document. In order to read and understand the Financial data and/or economic information included in this document, you will need to have knowledge and experience of financial markets. If this is not the case, please contact your relationship manager. This Publication is prepared by the Bank and is based on data available to the public and upon information from sources believed to be reliable and accurate, taken from stock exchanges and third parties. The Bank, including its parent, - subsidiary or affiliate entities, agents, directors, officers, employees, representatives or suppliers, shall not, directly or indirectly, be liable, in any way, for any inaccuracies or errors in or omissions from the Financial data and/or economic information, including but not limited to financial data regardless of the cause of such or for any investment decision made, action taken, or action not taken of whatever nature in reliance upon any Data provided herein, nor for any loss or damage, direct or indirect, special or consequential, arising from any use of this Publication or of its content. This Publication is only valid at the moment of its editing, unless otherwise specified. All Financial data and/or economic information contained herein can also quickly become out-of-date. All Data is subject to change without notice and may not be incorporated in any new version of this Publication. The Bank has no obligation to update this Publication upon the availability of new data, the occurrence of new events and/or other evolutions. Before making an investment decision, the investor must read carefully the terms and conditions of the documentation relating to the specific products or services. Past performance is no guarantee of future performance. Products or services described in this Publication may not be available in all countries and may be subject to restrictions in some persons or in some countries. No part of this Publication may be reproduced, distributed, modified, linked to or used for any public or commercial purpose without the prior written consent of the Bank. In any case, all Financial data and/or economic information provided on this Publication are not intended for use by, or distribution to, any person or entity in any jurisdiction or country where such use or distribution would be contrary to law and/or regulation. If you have obtained this Publication from a source other than the Bank website, be aware that electronic documentation can be altered subsequent to original distribution.

As economic conditions are subject to change, the information and opinions presented in this outlook are current only as of the date indicated in the matrix or the publication date. This publication is based on data available to the public and upon information that is considered as reliable. Even if particular attention has been paid to its content, no guarantee, warranty or representation is given to the accuracy or completeness thereof. Banque Internationale à Luxembourg cannot be held liable or responsible with respect to the information expressed herein. This document has been prepared only for information purposes and does not constitute an offer or invitation to make investments. It is up to investors themselves to consider whether the information contained herein is appropriate to their needs and objectives or to seek advice before making an investment decision based upon this information. Banque Internationale à Luxembourg accepts no liability whatsoever for any investment decisions of whatever nature by the user of this publication, which are in any way based on this publication, nor for any loss or damage arising from any use of this publication or its content. This publication, prepared by Banque Internationale à Luxembourg (BIL), may not be copied or duplicated in any form whatsoever or redistributed without the prior written consent of BIL 69, route d'Esch | L-2953 Luxembourg | RCS Luxembourg B-6307 | Tel. +352 4590 6699 | www.bil.com.