

March 7, 2023

BILBoard Maart 2023 : Indrukwekkende cijfers en hardnekkige inflatie



De economie vertraagt, maar toont zich verrassend standvastig. Tegelijkertijd weet de torenhoge inflatie van geen wijken, waardoor de kans op langdurig ingrijpen door centrale banken groeit. De stemming op de markten is hierdoor omgeslagen naar risicomijdend, en sommige marktdeelnemers lopen weer vooruit op een stagflatiescenario.

Tot nu toe geloofden marktdeelnemers graag dat centrale banken de inflatie zo goed als onder controle hadden, en een verruimingsgezinde beleidsomslag zou ook slechts een kwestie van geduld zijn. Helaas schetsen de nieuwste cijfers een heel ander beeld. Onlangs noteerde de index voor gezinsuitgaven (PCE) – de favoriete inflatiemaatstaf van de Fed – de grootste stijging op maandbasis in bijna twee jaar. In de eurozone steeg de kerninflatie in januari tot een historisch kookpunt en op basis van voorlopige cijfers uit Spanje en Frankrijk ziet het er naar uit dat de prijsstijgingen in februari alleen maar verder versnellen. Kort samengevat bewijst een blik op de details dat de desinflatie bij de goederen al tegen haar grenzen aanloopt en de prijsdruk in de dienstensector steeds hardnekkiger wordt.

Aangezien de arbeidsmarkt aan beide zijden van de Atlantische Oceaan allesbehalve bezwijkt (hoewel de oplettende observeerder haarscheurtjes zal opmerken), bestaat het reële risico dat de opwaartse druk op de lonen aanhoudt (waardoor de vraag en de consumptie zullen groeien).

Centrale banken zullen nauw moeten schipperen om een loon-prijsspiraal te voorkomen zonder het beleid te veel te verstrengen, aangezien dat een zogeheten harde landing zou veroorzaken. Gelukkig is het niet zo dat een enkele misstap fataal zou zijn, vooral doordat eerdere maatregelen nog nawerken in de reële economie.

Zoals Claudio Borio, Head of Economic Research bij de Bank of International Settlements (doorgaans gezien als de bank van de centrale banken), onlangs voorstelde, zou dit stapsgewijs kunnen gebeuren: "Het is absoluut geen probleem als centrale banken het verkrappingstempo verlagen en vervolgens verder bijsturen, het tempo misschien zelfs weer op te schroeven... Op dit moment is het vooral zaak om de overwinning niet voorbarig uit te roepen."

In eerste instantie werd er op de markten een zachte landing ingeprijsd, waarbij centrale banken hun streefrente zouden bereiken om vervolgens tegen het einde van het jaar weer met renteverlagingen te komen. Zo zou de economie weer kunnen opleven. Sommigen geloofden dat er zelfs helemaal geen landing zou komen. Het wordt echter steeds duidelijker dat de weg naar een inflatiecijfer waar de Fed c.q. ECB mee kan leven, allesbehalve snel, pijnloos of rechtlijnig zal zijn.

China valt op als buitenbeentje in de mondiale verkrappingscyclus, aangezien het land in minder onzekerheid over de monetaire beleidskoers gehuld is – en het is uiteraard bekend dat beleggers zich in de regel niet verheugen over onzekerheid. In China is de inflatie binnen de perken gebleven en komt de economie goed op stoom nu er een einde is gekomen aan het zero-covidbeleid. Beijing heeft 'onwrikbare' steun toegezegd voor zowel de publieke sector als de privésector en lijkt erop uit te zijn de binnenlandse vraag te stimuleren met ruim 5 miljard CNY (720 mln. USD) in de vorm van tegoedbonnen voor consumptieve bestedingen en winkelaankopen.

BELEGGINGSSTRATEGIE

De hardnekkige inflatie en de implicaties daarvan voor het beleid brengen beleggers in wat de Engelsen een 'sticky wicket' noemen – een lastig parket. Echte sportkenners kennen dit gezegde uit cricket: het wordt gebezigd als het speelveld na een regenbui snel uitdroogt onder de zon, wat het moeilijk maakt om op te spelen, omdat de bal er onvoorspelbaar van wordt. Op het eerste gezicht lijkt dit misschien een wat ongebruikelijke metafoor voor het huidige sentiment, maar wij vinden hem erg treffend. Centrale banken hebben de geldkraan namelijk dichtgedraaid, en de liquiditeit droogt op, waardoor de marktdeelnemers zich in onvoorziene bochten moeten wringen. Wij blijven voorlopig dan ook bij onze onderweging van aandelen en vastrentende waarden.

Zolang er geen duidelijker tekenen opduiken dat de Fed en andere centrale banken hun

verkrappingsbeleid kunnen gaan afzwakken, kunnen we ons nauwelijks voorstellen dat de wereldwijde aandelenmarkten nog veel hoger zullen klimmen. Met het oog hierop hebben we onze onderweging in Amerikaanse aandelen verder uitgebreid en ligt onze blootstelling aan Amerikaanse en Europese aandelen nu op hetzelfde niveau. In onze defensieve profielen, waar aandelen helemaal ontbreken, hebben we het risico juist beperkt door in onze overweging in investment-grade-obligaties te snoeien (en winst te verzilveren na een periode van inlopende spreads). De opbrengsten van allebei deze transacties houden we aan als liquide middelen. Zo houden we wat kruut droog voor wanneer het beleggingsklimaat gunstiger oogt. In de portefeuilles mét aandelenblootstelling gaat onze regiovoorkeur uit naar China en zetten we qua stijl in op een halteraanpak met het groei- en waardesegment.

Binnen het obligatiesegment is de wereldwijde recordrally de kop ingedrukt door nieuwe bezorgdheid over de inflatie en het vooruitzicht van monetair beleid dat 'langdurig hoog' blijft. De marktverwachtingen sluiten steeds nauwer aan op de prognoses van centrale banken en nu de langetermijnrente rond onze rentedoelen voor het einde van het jaar liggen, hebben we besproken of we de duration moeten verhogen. Gezien het huidige bearish marktsentiment en aangezien we de duration op de tussentijdse vergadering van 10 februari al hebben verhoogd, besloten we te wachten, maar we zijn alert op een geschikt moment om in te stappen en op de hogere rente in te spelen.

We handhaven onze overweging in investment- grade-obligaties. Na sterke resultaten lijkt de spreadverkrapping momenteel ter plaatste te trappelen, maar het valt op dat de Europese spreads historisch ruim blijven ten opzichte van de VS. Bijzonder interessant zijn Deense hypothecaire obligaties vanwege de aantrekkelijke rendementsperspectieven ervan (momenteel vooral op de obligaties met een rente van 5 en 6%).

De instroom in obligatiefondsen is in de afgelopen weken omgeslagen – vooral in de risicovollere regionen van de kredietmarkt. We blijven bij onze onderweging in high-yield-obligaties, omdat we er niet van overtuigd zijn dat het recessierisico helemaal is ingeprijsd. In de portefeuilles waar in deze activaklasse wordt belegd, gaat onze voorkeur uit naar het BB-segment en naar CoCo's (deze bieden namelijk aantrekkelijke coupons en banken zijn nog altijd goed gekapitaliseerd en hebben een gezonde winst gerapporteerd). Wat opvalt is dat Europese high-yield-obligaties iets beter gewaardeerd zijn, doordat hun Amerikaanse evenknieën een langere duration hebben en van mindere kwaliteit zijn.

De goudprijs noteerde over januari een stijging van 5% om vervolgens in februari opnieuw te zakken toen de USD weer apprecieerde doordat verwacht werd dat de Fed zich strenger zou gaan opstellen. Op langere termijn blijft goud een aantrekkelijk middel voor portefeuillediversificatie en waardeopslag, maar desondanks blijven we neutraal ten aanzien van dit edelmetaal. De aanhoudende krapte op de Amerikaanse arbeidsmarkt en de hardnekkigere kerninflatie zouden namelijk de waarde van de dollar kunnen blijven stuwen, wat op zijn beurt de goudprijs zou drukken.

CONCLUSIE

Tot voor kort hadden de markten een perfect scenario ingeprijsd. Beleggers gokten erop dat centrale banken de prijsdruk snel en efficiënt zouden kunnen verlichten. Het wordt echter pijnlijk duidelijk dat dit absoluut geen sinecure is. Monetair-beleidsmakers hebben weliswaar meermaals gewaarschuwd dat de rente voor langere tijd verhoogd zou blijven, maar de markten wilden niet luisteren. Door de actuele cijfers worden ze echter gedwongen om de waarheid onder ogen te zien: de strijd om de inflatie te beteugelen is voor centrale banken verre van gestreden.



Authors

Jade Bajai - Investment Strategist

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.