

VOORUITZICHTEN

Economische vooruitzichten en beleggingsstrategie

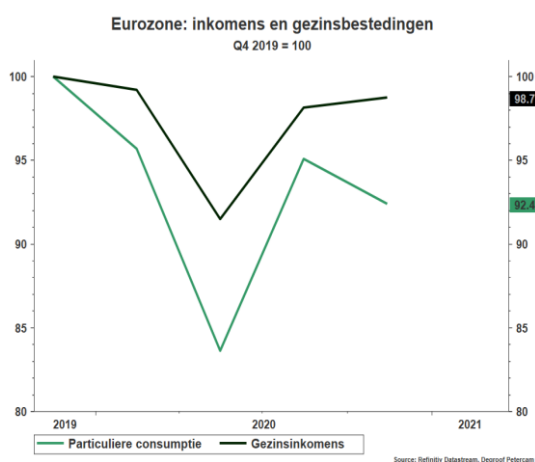
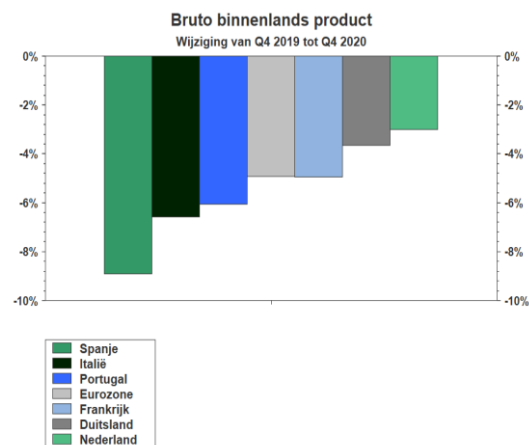
April 2021

► ECONOMISCHE VOORUITZICHTEN

- De wereldwijde economische activiteit zal sterk versnellen vanaf het tweede kwartaal, wanneer overheden de inperkingsmaatregelen beginnen op te heffen.
- De timing en de sterkte van het economisch herstel zal echter verschillen per regio en zal voornamelijk afhangen van eerdere fiscale maatregelen en van de vooruitgang in vaccinatieprogramma's.
- Na China zullen de Verenigde Staten de tweede grootste wereldmacht zijn die zijn economische activiteit van voor de crisis opnieuw zal bereiken. De eurozone zal er veel langer over doen.
- De inflatie zal dit jaar stijgen door aanzienlijke basiseffecten en het economisch herstel. De inflatiedruk zal de komende jaren sterker zijn in de Verenigde Staten dan in de eurozone. De jongste Amerikaanse steunplannen waren immers bijzonder gul voor de gezinnen.
- De centrale banken zullen in eerste instantie niet reageren op deze inflatiestijging gezien het tijdelijke karakter ervan. De Federal Reserve zal voorlopen op de ECB in haar cyclus van monetaire verstrakking.
- De piek van de Chinese economische groei werd waarschijnlijk eind vorig jaar bereikt. De voorzichtigere houding van de fiscale en monetaire autoriteiten zal de economische activiteit wellicht afremmen.

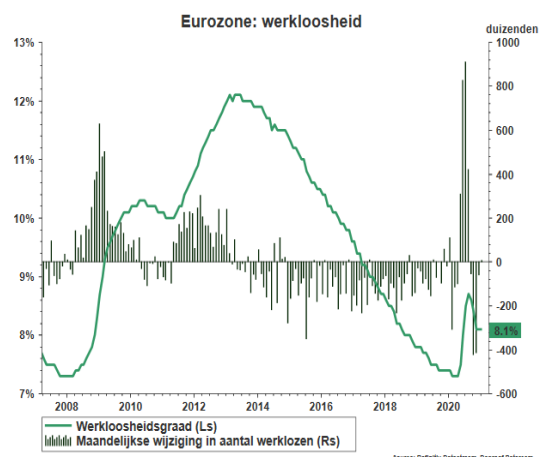
Eurozone: economische situatie

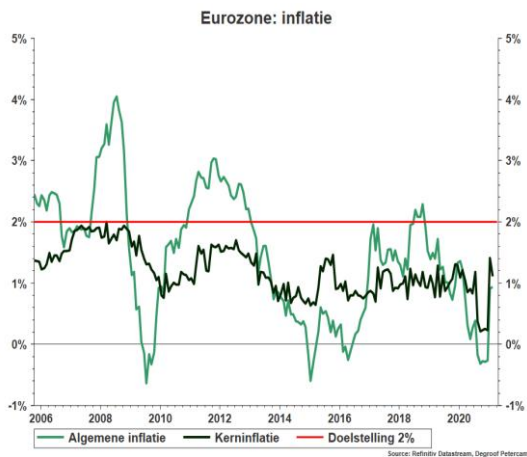
Tijdens het vierde kwartaal van 2020 bleef de economische activiteit van de eurozone iets minder dan 5% onder het niveau van eind 2019. Achter dit cijfer schuilen grote verschillen. De zuidelijke eurolanden hadden het meest te lijden onder de crisis, terwijl de Duitse en Nederlandse economieën beter overeind bleven. De trage vaccinatie van de Europese bevolking dreigt de opheffing van de inperkingsmaatregelen te vertragen. Als deze maatregelen in de zomer aanhouden, kan de economische kloof tussen de noordelijke en zuidelijke landen wederom groter worden omdat de zuidelijke landen meer afhankelijk zijn van toerisme.



In tegenstelling tot de VS waar de Amerikaanse overheid tijdens de pandemie experimenteerde met hogere inkomens dankzij agressieve fiscale maatregelen, daalde het inkomen van huishoudens in de eurozone als geheel in 2020. De ontvangen vergoedingen in geval van gedeeltelijke werkloosheid lieten immers niet toe het verlies van inkomsten te compenseren. Tijdens het vierde kwartaal 2020 bleef het spaarpercentage van de gezinnen abnormaal hoog op bijna 20% doordat de consumptie in sterkere mate daalde dan de inkomsten. Wanneer de inperkingsmaatregelen versoepeld worden, zullen huishoudens een deel van dit opgebouwde spaargeld uitgeven, wat het economisch herstel zal ondersteunen.

De invoering van programma's voor tijdelijke werkloosheid door de overheden van de eurozone heeft een aanzienlijke stijging van de werkloosheid voorkomen. Maar deze programma's zijn niet eeuwigdurend. Achter de lage werkloosheid schuilen twee miljoen mensen die niet langer actief zijn op de arbeidsmarkt en dus niet meegeteld worden als werklozen. Volgens ons zal de werkloosheidsgraad tegen het einde van het jaar gematigd stijgen als gevolg van de geleidelijke terugkeer van die personen naar de arbeidsmarkt en de geleidelijke intrekking van de overheidssteun voor deeltijdse werkloosheid.

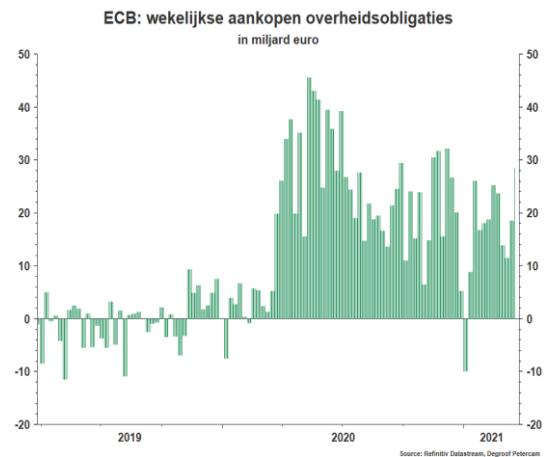




De inflatie in de eurozone zal de komende maanden boven de doelstelling van de centrale bank uitkomen als gevolg van de krachtige basiseffecten. Deze stijging zal echter slechts tijdelijk zijn aangezien de binnenlandse inflatiedruk laag blijft: er is nog steeds een overcapaciteit in de eurozone en de loonstijging blijft met minder dan 2% gematigd. De ECB zal dus wellicht niet reageren op deze stijgende inflatie.

Monetair beleid eurozone

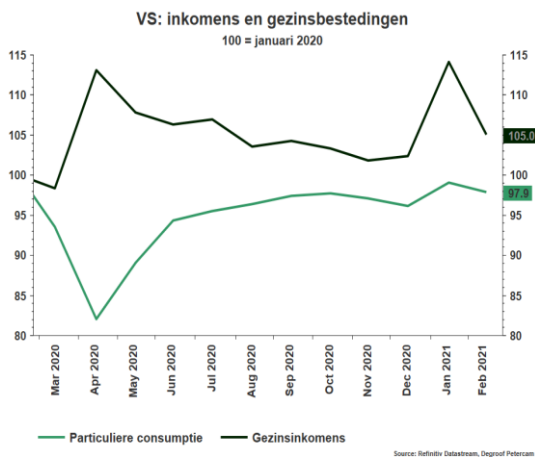
In maart kondigde de ECB als reactie op de stijging van de lange rente een verhoging aan van het tempo van haar aankopen van overheidsobligaties tijdens het tweede kwartaal tegenover het eerste kwartaal. Haar inkoopprogramma naar aanleiding van de pandemie (PEPP), waarvan de totale omvang in december 2020 was verhoogd, geeft haar die flexibiliteit van het inkoopbedrag in de tijd. De Europese Centrale Bank streeft er daarom naar optimale monetaire en financieringsvoorwaarden te handhaven om het economisch herstel te ondersteunen. Een verhoging van de omvang van haar inkoopprogramma valt niet uit te sluiten indien de stijging van de lange rente zich voortzet.



Verenigde Staten: economische situatie

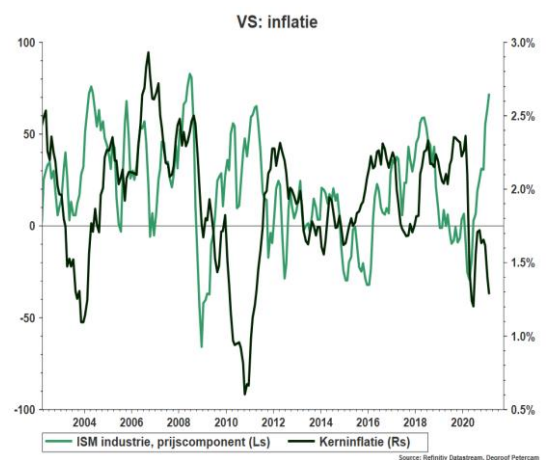


In maart bleef de Amerikaanse economische activiteit 1% onder het niveau van maart 2020. Het relanceplan van 1,9 biljoen dollar dat begin maart werd goedgekeurd, zal de Amerikaanse economie een grote impuls geven. Dankzij het krachtige herstel dat wij verwachten, zou de overcapaciteit in de economie veel sneller moeten worden geabsorbeerd dan in de eurozone.

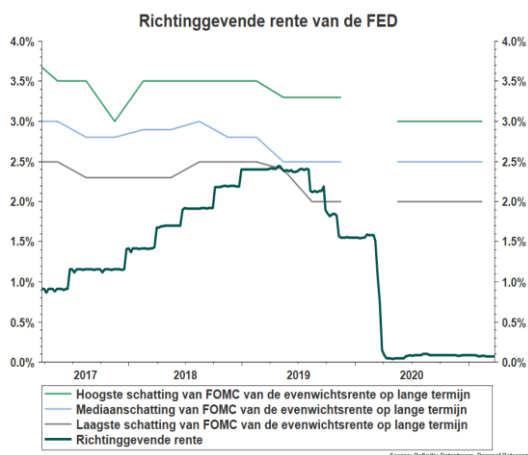


De consumptie steeg sterk in januari (+2% op maandbasis), voornamelijk dankzij het steunplan van 900 miljard dollar van december, dat bestond uit een verhoging van de werkloosheidsuitkeringen en een eenmalige uitkering van 600 USD per Amerikaan. Na de nieuwe steun die het Congres in maart goedkeurde (nieuwe eenmalige cheque, verlenging in de tijd van de werkloosheidsuitkeringen enz.), zal de Amerikaanse economie dit jaar een uitzonderlijke groei kennen. Naast die cheques kunnen gezinnen rekenen op een spaaroverschot van net geen 2000 miljard dollar.

Alles wijst op een tijdelijke terugkeer van de Amerikaanse inflatie. Ten eerste zal de consumptie dit jaar sterk toenemen dankzij de omvang van de fiscale steun, op een moment dat er een beperkt aanbod is door een aantal factoren (aanzienlijke leveringstermijnen als gevolg van het tekort aan zeecontainers, ontoereikende productie van halfgeleiders). De inflatiedruk is al in een vroeg stadium zichtbaar in de industrie. Ten tweede zal de inflatie mechanisch stijgen als gevolg van de basiseffecten van de olieprijsen. De stijging van de grondstofprijzen van de voorbije maanden en de daling van de dollar vorig jaar zullen eveneens bijdragen tot een verhoging van de inflatie.



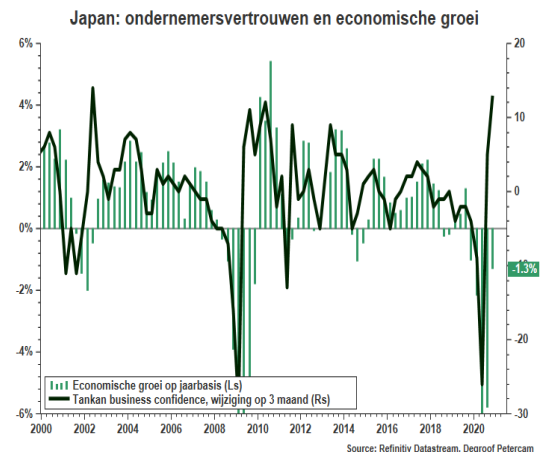
Verenigde Staten: monetair beleid



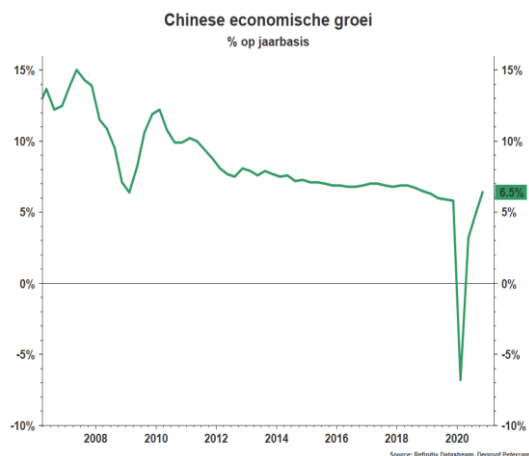
Tijdens haar vergadering van maart liet de Federal Reserve haar monetaire beleid ongewijzigd (bodemrentevoeten en aankopen van activa ten belope van 120 miljard USD per maand). De Fed heeft haar verwachtingen voor de economische groei en de inflatie voor dit jaar naar boven bijgesteld, terwijl haar vooruitzichten voor 2022 en 2023 grotendeels gelijk zijn gebleven aan die van haar vorige vergadering. De leden van de Fed zijn van mening dat de stijging van de inflatie in 2021 tijdelijk zal zijn en dat de inflatie in de daaropvolgende jaren zal terugvallen. Bijgevolg wijst de mediaanprojectie van de leden van de Fed op geen enkele renteverhoging tot 2023. Wij denken dat de Fed het tijdelijke karakter van de stijgende inflatie enigszins onderschat. Maar gezien de nieuwe gemiddelde inflatiedoelstelling van de Fed is het waarschijnlijk dat de centrale bank meer tijd zal nemen om haar beleidsrente te verhogen dan het geval was tijdens vorige cycli. Verwacht wordt dat de centrale bank vanaf volgend jaar haar aankopen van activa zal terugschroeven.

Japan: economische situatie

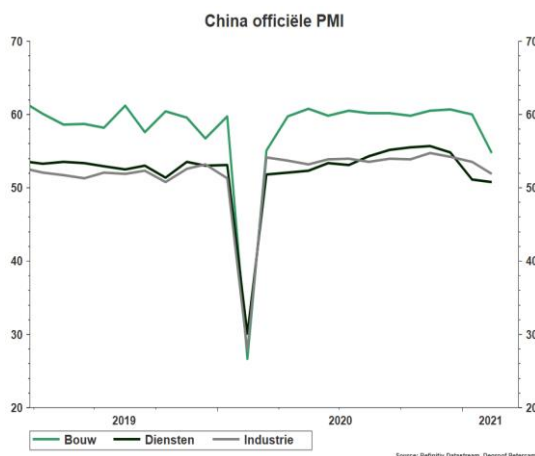
De Japanse economie begint het tweede kwartaal met een gevoel van optimisme. De mobiliteitsbeperkende maatregelen werden eind maart in de meeste prefecturen opgeheven, wat de weg vrijmaakt voor een economische opleving in de rest van het jaar. Tijdens het vierde kwartaal 2020 had de economie al een groot deel van haar daling goedgemaakt (groei van -1,4% op jaarbasis). In maart verruimde de Japanse centrale bank haar tolerantie marge rond 0% van de rente op 10 jaar in het kader van haar controle van de rentecurve. Bovendien vermindert haar beslissing om de banken te vergoeden voor een deel van hun reserves de verplichtingen om de rente verder te verlagen. Maar de centrale bank liet haar 'officieel' monetair beleid op korte termijn ongewijzigd.



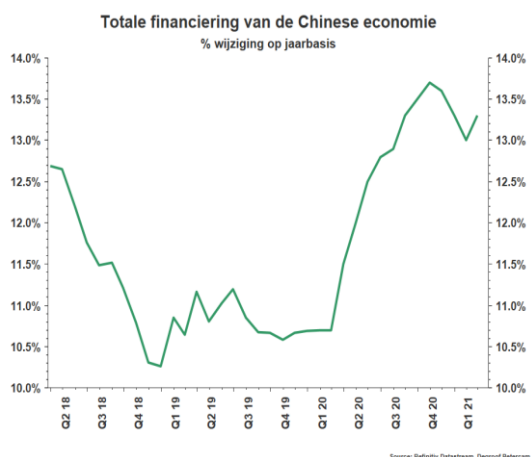
China: economische situatie



China is de eerste grootmacht die terug op het niveau van voor de crisis kwam. De Chinese economische groei versnelde in de tweede helft van 2020, voornamelijk dankzij de nieuwe infrastructuurprojecten die de regering heeft opgestart en de grote wereldwijde vraag naar Chinese producten, die op zijn beurt toe te schrijven is aan de verandering in het consumentengedrag tijdens de pandemie (lage consumptie van diensten en stevige consumptie van goederen). Tijdens het vierde kwartaal van 2020 bedroeg de economische groei volgens de officiële Chinese cijfers 6,5 % op jaarbasis.



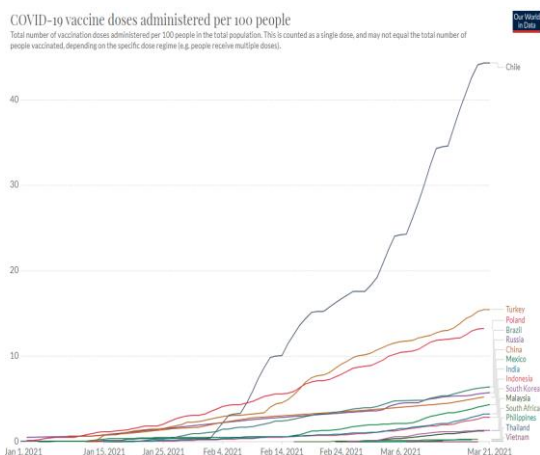
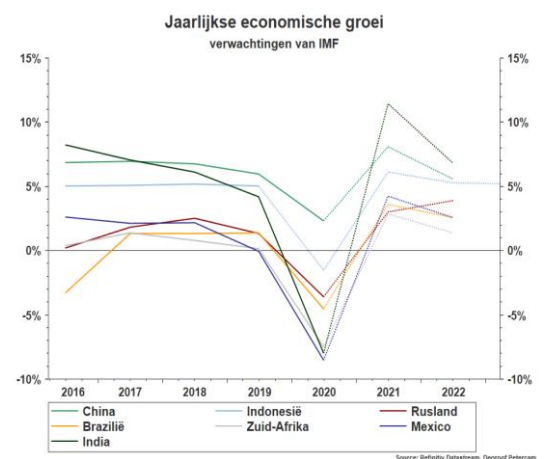
Vanaf eind 2020 tekenden zich echter de eerste signalen van groeivertraging af. De piek van de groei werd waarschijnlijk eind vorig jaar bereikt. Sindsdien wijzen de voorlopige indicatoren op een vertraging die wellicht de rest van het jaar zal aanhouden. Enerzijds zal het begrotingsbeleid dit jaar restrictiever worden en anderzijds zal de vraag naar Chinese goederen waarschijnlijk beginnen af te zwakken wanneer buitenlandse consumenten hun normale consumptiepatroon hernemen (meer gericht op binnenlandse diensten).



Aangezien de economische activiteit genormaliseerd is, heeft de Chinese regering de kredietvoorwaarden aangescherpt, voornamelijk in de vastgoedsector. Hoewel de groei tijdens de eerste jaarhelft robuust bleef, wordt verwacht dat ze op lange termijn zal afremmen tot een duurzamer ritme. In haar 14e vijfjarenplan legde de Chinese regering de nadruk op de doelstelling van China om zelfvoorzienend te worden in de bevoorrading van geavanceerde technologieën, wat zich zou moeten vertalen in aanzienlijke investeringen in onderzoek en ontwikkeling in de geavanceerde technologische industrieën. Verder verwachten we onder president Biden geen versoepeling van de spanningen tussen de VS en China. De Amerikaanse prioriteiten ten aanzien van China waren onder president Donald Trump gericht op handel, mensenrechten en de houding van China ten aanzien van Hongkong en Taiwan.

Groeilanden: economische situatie

De crisis zal in 2020 leiden tot een economische krimp van meer dan 8% in Zuid-Afrika, India en Mexico. De jongste vertrouwenscijfers van de verwerkende bedrijven geven aan dat het herstel in de industrie bijzonder fors verloopt in India, Brazilië en bepaalde Aziatische landen die ten volle profiteren van de sterke vraag naar halfgeleiders zoals Taiwan en Zuid-Korea. De inflatie is in de meeste opkomende landen onder controle. In Brazilië stijgt de inflatie echter door voedsel. Deze stijgende inflatie zal het herstel van de consumptie afremmen. Op lange termijn zal Azië de regio van de opkomende landen met de hoogste groei blijven.



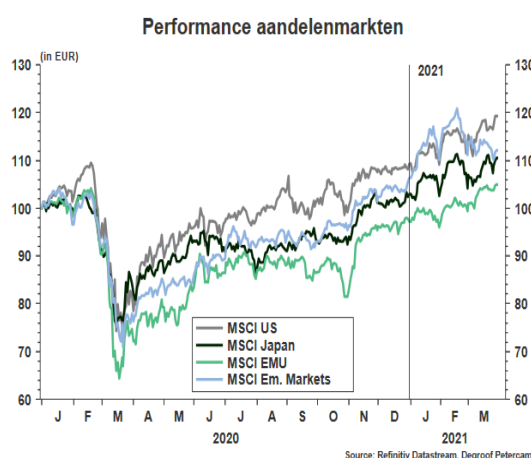
Gezien het grote verschil in toegang tot vaccins in de opkomende landen zal het economisch herstel tussen de landen ongelijk zijn. In het algemeen hebben de armste landen van Azië minder vaccindoses besteld dan de opkomende landen met hogere inkomens. In opkomend Europa zal de vaccinatie waarschijnlijk sneller verlopen dan in andere regio's, wat het economisch herstel in dit deel van de wereld zal ondersteunen.

► BELEGINGSSTRATEGIE

- Stijgende rendementen op langlopende obligaties in de Verenigde Staten duiden op snel verbeterende vooruitzichten voor herstel. Een gezonde Amerikaanse economie is goed nieuws voor de aandelenmarkt. Onze portefeuilles zijn overwogen in aandelen ten opzichte van hun neutrale¹ weging, dit geldt met name voor Amerikaanse aandelen.
- We blijven echter voorzichtig en gediversifieerd: de financiële markten moeten zich aanpassen aan de regimewijziging die door de stijging van de lange rente op Amerikaanse obligaties kan worden ingeluid. Aandelen bieden nog steeds een aantrekkelijke risicopremie en het beste risico-rendementspotentieel op lange termijn, maar deze regimewijziging kan leiden tot volatiliteit.
- Er is nog steeds enig opwaarts potentieel voor de rendementen op langetermijnobligaties – we zijn daarom: (1) onderwogen in obligaties en verkiezen een lage rentegevoeligheid (lage duratie), en; (2) gepositioneerd voor het herstel, voornamelijk via small caps en / of cyclische en / of eenvoudigweg goedkope aandelen.
- Een groot deel van de rentetrend ligt achter ons: (1) de Fed is niet in de stemming om haar beleidsrente (korte termijn) snel te verhogen, en; (2) de wereldwijde obligatierendementen liggen ver onder het niveau van de VS (behalve in China). Groeiaandelen blijven daarom op de lange termijn aantrekkelijk (sommige gebieden beginnen zelfs oververkocht te lijken), maar ze zouden nog ondermaats kunnen presteren terwijl de markt zich aanpast.
- Obligaties behouden ook hun plaats in gediversifieerde portefeuilles. We voegen dollars (zelfs al is de munt duur) en converteerbare obligaties toe als oplossingen voor het opbouwen van een evenwichtige portefeuille.

Naar een regimewijziging?

Tijdens het eerste kwartaal van dit jaar ging alle aandacht van de financiële markten naar de stijging van de obligatierente, vooral in de Verenigde Staten. Terwijl te lage inflatie het voorbije decennium de grote bezorgdheid was, kwam de verwachting voor oplopende inflatie nu op de voorgrond. Zowel obligatie- als aandelenmarkten gingen zich afvragen of de verschuiving een nieuw tijdperk inluidde. Ook al ging dit op de aandelenmarkten gepaard met enige volatiliteit, toch werd de stijgende rente per saldo goed verteerd. De gewijzigde renteomgeving zorgde ook voor het einde van de outperformance van groei- en momentumaandelen ten voordele van value- en cyclische aandelen. De vraag die logischerwijze gesteld wordt is of de rente verder zal stijgen en of dit kan samengaan met stijgende beurskoersen?

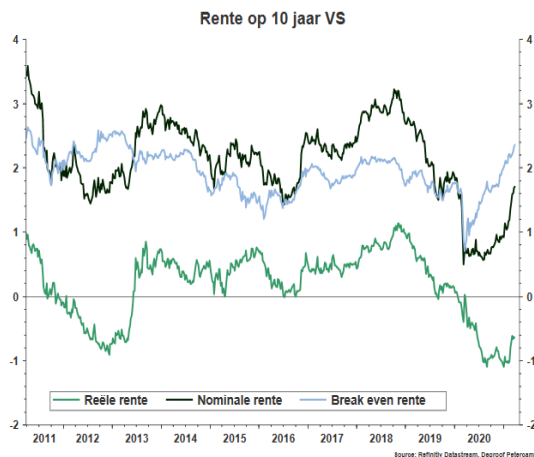


¹ Dit document verwijst regelmatig naar de doelgewichten van een Medium of gebalanceerde portefeuille. Het neutrale gewicht is het "strategische" gewicht of het referentiegewicht van een dergelijke portefeuille.

Hogere obligatierente: een risico voor de aandelenmarkten?

Verder in dit document lichten we ons standpunt toe dat de obligatierente, en dan vooral de Amerikaanse, nog wat verder kan stijgen, maar dat toch al een belangrijk deel van de weg is afgelegd. Kan een verder stijgende rente een einde maken aan de gunstige omgeving voor de beurzen?

Het antwoord kan liggen in de reden waarom de rente stijgt. De nominale rente is opgebouwd uit twee componenten: de reële rente en de inflatieverwachting. We zien hun invloed op de aandelenmarkten (en risicodragende activa in het algemeen) als volgt:



- Een stijgende nominale rente als gevolg van een hogere inflatieverwachting houdt volgens ons een gering risico in. Voor zover de hogere inflatie een gevolg is van een sterkere economische groei zal ze ook leiden tot hogere bedrijfswinsten. Dat is nu het geval.
- Een stijgende nominale rente als gevolg van een hogere reële rente is niet gunstig voor risicodragende activa. Een stijgende reële rente weerspiegelt immers de marktverwachting van hoe de centrale bank zal omgaan met die inflatieverwachting. De verwachting voor een snellere of sterkere toekomstige stijging van de rente op korte termijn kan dan de reële rente hoger duwen. Dit was bijvoorbeeld het geval in 2013 tijdens de zogenaamde 'Taper Tantrum' toen de markt ging verwachten dat de Amerikaanse centrale bank sneller dan eerder voorzien haar rente zou verhogen na het beëindigen van het toenmalige aankoopprogramma voor obligaties. We zijn van mening dat we nu niet in dit scenario zullen terechtkomen. De Federal Reserve wil uitdrukkelijk een hogere inflatie bereiken, ze wil dat de economische groei alle lagen van de bevolking bereikt en ze wil een herhaling van de 'Taper Tantrum' vermijden. We verwachten dat een hogere kortetermijnrente nog jaren op zich zal laten wachten. Wanneer ze van start gaat, zal dat uiterst behoedzaam gebeuren en zullen de financiële markten voorbereid worden op de beweging.

Een (nominale) rente die nog wat hoger gaat (ons basisscenario) hoeft in dat geval het verder herstel van de aandelenmarkt niet in de weg te staan.

Winstverwachtingen worden opwaarts bijgesteld...

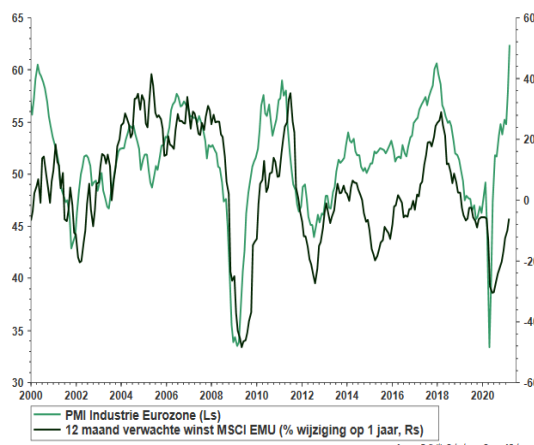
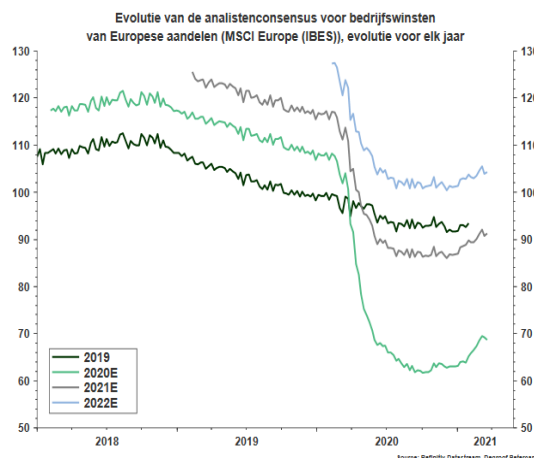
Winstgroei is de voorbije maanden al een ondersteuning geweest voor aandelenkoersen en zal dat volgens ons ook blijven. De kwartaalresultaten over het vierde kwartaal van vorig jaar waren algemeen beter dan verwacht. In de VS konden de bedrijven van de S&P500 zelfs met een positieve winstgroei afsluiten van ongeveer 4% tegenover een jaar eerder. In Europa bleef de winstgroei negatief maar toch groeide de winst er beter dan verwacht.

De winstgroei-ervachtingen (consensus van de analisten) voor dit jaar zijn in de grootteorde van +25% voor de VS en +35% voor het meer cyclische Europa en de emerging markets. Voor volgend jaar liggen de winstverwachtingen rond 15% voor elk van deze regio's. De verwachtingen worden sinds begin dit jaar opwaarts bijgesteld.

We denken dat de winstverwachtingen zelfs nog verder opwaarts kunnen worden bijgesteld:

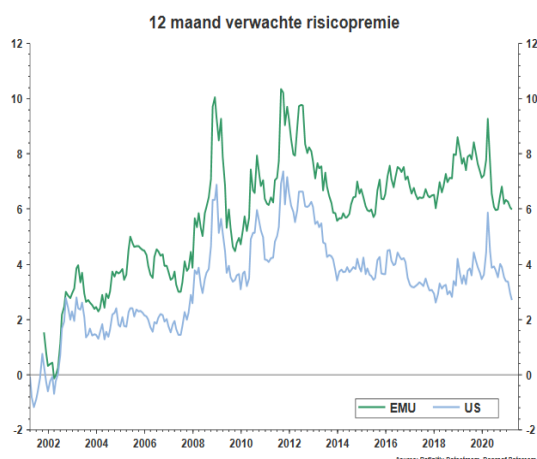
- eens de beperkingsmaatregelen volledig worden opgeheven, verwachten we een fors herstel van de activiteit door de uitgestelde vraag van de gezinnen en bedrijven.
- de kostenbesparingen die de bedrijven tijdens de coronacrisis hebben doorgevoerd zullen een herstel van de marges inluiden.
- de monetaire en fiscale ondersteuning blijft voortduren.

De grafiek hiernaast geeft de wijziging (op jaarbasis) van de winstverwachting voor de komende 12 maanden weer, in combinatie met de PMI activiteitsindicator voor de industrie van de eurozone. De cijfers laten vermoeden dat de verwachtingen niet overdreven optimistisch zijn in het licht van het te verwachten activiteitsmomentum.



Positie in aandelen boven de neutrale weging

We bevestigen ons positief standpunt voor aandelen en behouden in de portefeuilles een positie die hoger ligt dan de neutrale weging. Een vergelijking tussen het verwachte



winstrendement² (het omgekeerde van de koers/winst-verhouding) van aandelen en de rendementen op risicovrije³ obligaties geeft aan dat aandelen nog steeds een aantrekkelijke rendementspremie bieden ten opzichte van obligaties. Bovendien blijft het winstmomentum van de bedrijven sterk. Aandelen blijven in deze context het beste risico/rendementsperspectief bieden.

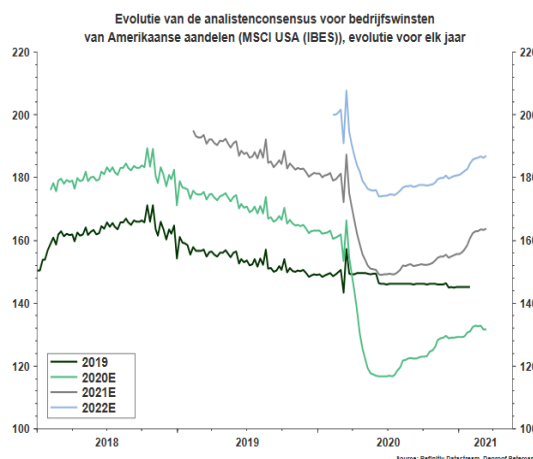
We blijven evenwel onder de maximale weging die voor aandelen in de portefeuilles is voorzien. Ook al zijn hogere obligatierentes een signaal van een betere economie, toch kan dit voor nervositeit op de markten zorgen. Het kan aanleiding geven tot verschuiving in de positioneringen van marktpartijen en dus zorgen voor koersvolatiliteit op de markt. Verder blijft het coronavirus aanwezig en kan het vaccinatieprogramma nog voor onverwachte uitdagingen zorgen, bijvoorbeeld in de ontwikkelingslanden. Onzekerheden van politieke aard (relatie China/Verenigde Staten, vroegtijdige afbouw van de budgettaire steunmaatregelen) blijven eveneens aanwezig.

Gediversifieerde geografische aanpak met een voorkeur voor Amerikaanse aandelen

De globale economische cyclus kan de komende kwartalen enigszins gedesynchroniseerd verlopen. In China ligt de fase met snelle herstel achter de rug, de Verenigde Staten maken de grootste vorderingen in vaccinaties en zullen snel een normalisering van de economische activiteit bereiken, terwijl Europa nog een weg af te leggen heeft om later dit jaar die fase te bereiken. We blijven daarom voorstander van een gediversifieerde aanpak.

Op geografisch vlak hebben we een voorkeur voor **Amerikaanse** aandelen. Niet alleen is er de voorsprong in de vaccinaties, ook heeft de VS omvangrijker ondersteuningsmaatregelen genomen en komt er nog een fors infrastructuurpakket aan. De groei in de VS wordt op verschillende fronten beter ondersteund in vergelijking met andere regio's.

Het is weliswaar zo dat de Amerikaanse beurs minder dan vorig jaar zal profiteren van de @home trend, maar op langere termijn blijft de exposure naar de structurele winnaars in de technologiesector een belangrijke factor.

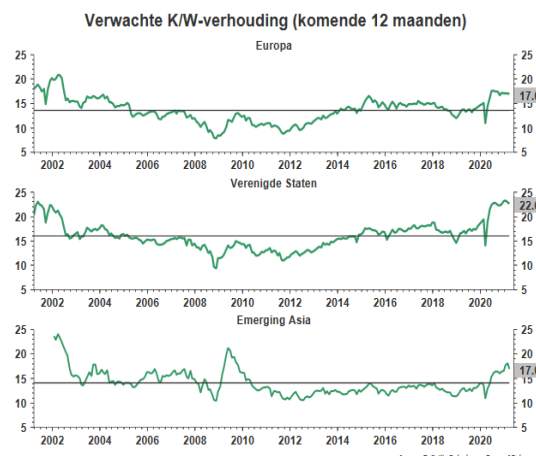


² Het winstrendement van een beursgenoteerde onderneming (of earnings yield) wordt berekend door de nettowinst per aandeel te delen door de aandelenkoers.

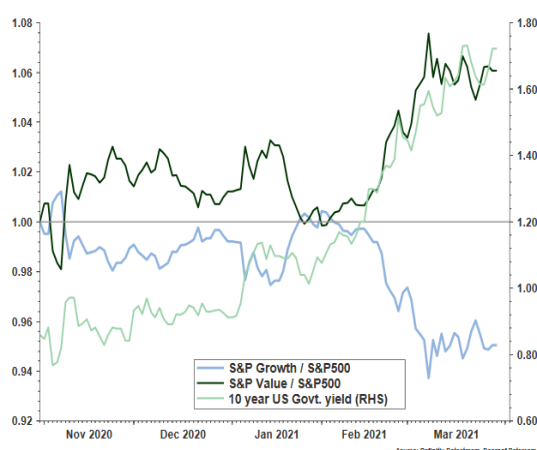
³ Een "risicovrije" obligatie is een obligatie uitgegeven door een referentie-autoriteit, in dit geval de Amerikaanse schatkist en de Duitse staat.

Voor **Europa** zijn we momenteel neutraal gepositioneerd. De eurozone kent een langzamere uitrol van vaccins en een trage uitvoering van het covid-stimuleringsplan kan op het beleggerssentiment wegen. Wanneer de economie uiteindelijk zal heropenen, dan zullen Europese beurzen daar omwille van hun sectorsamenstelling relatief meer van profiteren dan andere regio's. Bovendien is Europa goed gepositioneerd om te profiteren van het thema van hernieuwbare energiebronnen. Het herstel door de investeringen dankzij het covid-stimuleringsplan zal immers 'groen' zijn. De waarderingen in Europa zijn goedkoper dan in de VS.

Ook voor de **Emerging Markets** zijn we neutraal gepositioneerd. De verwachte tragere groei in China, zoals al blijkt uit het tragere momentum in de PMI-indicatoren, leidt al tot negatieve bijstellingen van de winstverwachtingen. Ook het risico voor een hogere renteomgeving is negatief voor de opkomende markten. Niettemin zullen de Aziatische landen profiteren van het globale economische herstel. De beurswaarderingen zijn er vergelijkbaar met de Europese



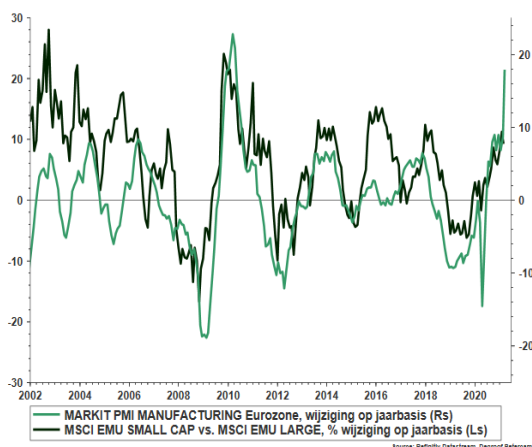
Gediversifieerde aanpak met betrekking tot beleggingsstijlen



De outperformance van groeiaandelen ten opzichte van de markt in het algemeen is sinds begin november stilgevallen. Niet toevallig viel het kantelpunt samen met de aankondiging van de werkzame vaccins. Sinds midden februari kan gesproken worden van een onderprestatie ten opzichte van de markt, het ogenblik wanneer de stijging van de Amerikaanse obligatierente in een stroomversnelling kwam. Een hogere rente is ongunstig voor groeibedrijven: hoe hoger de disconteringsvoet van toekomstige winsten van een bedrijf, hoe lager de huidige waarde van dat bedrijf komt te liggen.

Gezien ons rentescenario en hun hogere waarderingen denken we dat groeiaandelen de komende kwartalen hun leiderspositie op de beurzen nog niet zullen heroveren. Toch behouden we de aandelenpositie omdat groeiaandelen (in eerste plaats de technologieaandelen) op langere termijn zouden moeten blijven profiteren van de digitalisering van de economie.

Aandelen die van deze structurele trend profiteren zullen ook de winnaars van morgen zijn.



Cyclische en value-aandelen hebben de voorbije maanden sterk gepresteerd en we verwachten dat de trend nog kan doorgaan. Een stijgende obligatierente als signaal van een sterkere economie is een gunstige omgeving voor deze aandelen. Het koersmomentum wordt nu ook ondersteund door het winstmomentum: het momentum van positieve winstbijstellingen ligt voor value-aandelen momenteel hoger dan voor groeiaandelen.

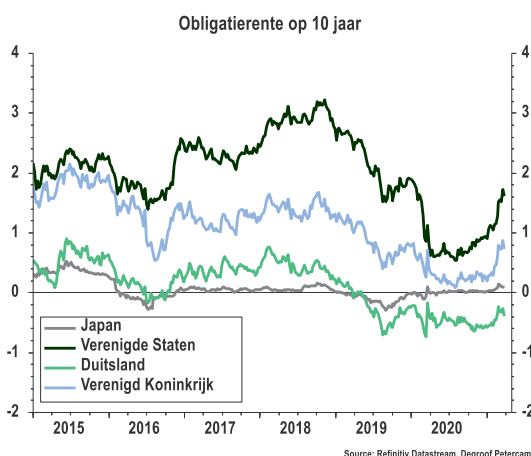
We verwachten verder dat dividendaandelen een goede prestatie kunnen neerzetten. Vorig jaar werd de houdbaarheid van het dividend in twijfel getrokken, maar 2021 ziet er beter uit en er kan een dividendgroei worden verwacht. De relatieve waardering is gunstig.

We blijven positief voor small cap-aandelen, ook al zijn de bedrijven sterk blootgesteld aan een economie die nog met inperkingsmaatregelen kampt. De bedrijven hebben veelal een meer industrieel karakter. Hun relatieve beursprestatie ten opzichte van large-cap-aandelen vertoont dan ook een nauw verband met de evolutie van de PMI indicator van de industrie (zoals geïllustreerd in de grafiek voor de eurozone). Bovendien ligt hun relatieve waardering ten opzichte van large-cap aandelen onder het gemiddelde, wat het potentieel winstherstel nog niet ten volle weerspiegelt.

Obligatierentes reageren op groei- en inflatievooruitzichten

De obligatierente in de eurozone volgde de stijgende trend van de Amerikaanse rente slechts zeer gedeeltelijk. De Duitse 10-jarige rente blijft ruimschoots onder 0%. Zowel de economische situatie als de inflatieverwachtingen zijn in beide regio's niet vergelijkbaar. Ook heeft de ECB al gereageerd door haar aankoopprogramma voor obligaties uit te breiden om de stijgende trend onder controle te houden.

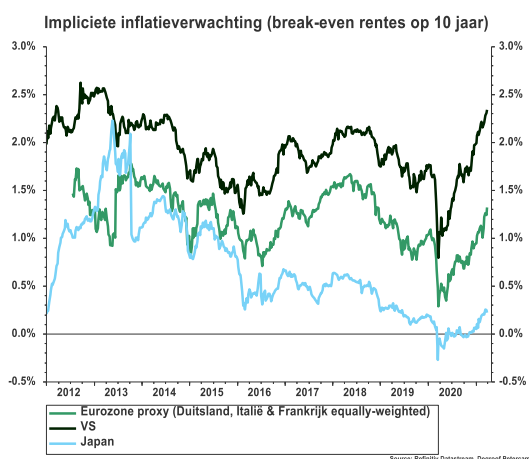
Op de korte tot middellange termijn denken we dat obligatierentes in de ontwikkelde markten nog enig opwaarts potentieel hebben. Naarmate de covid-vaccinaties vorderen kunnen er nog positieve economische verrassingen volgen. Daarnaast zien sommige marktpartijen een risico voor overstimulering van de Amerikaanse economie (steunplan Biden en infrastructuurplan later dit jaar). Dat zal de vrees voor oplopende inflatie levend houden in de markt. Toch zijn we van mening dat er al een



groot deel van de opwaartse beweging in deze cyclus achter de rug ligt:

- De markt houdt al met heel wat rekening. In de VS impliceert de voorbije rentebeweging dat de Federal Reserve de kortetermijnrente al zou gaan verhogen begin 2023, terwijl de FED zelf dit pas ten vroegste in 2024 verwacht. De Amerikaanse centrale bank zal tolereren (en zelfs verwelkomen) dat de inflatie een tijd lang boven de doelstellingen (van 2%) uitkomt.
- De centrale banken kunnen hun aankoopprogramma's van obligaties verder uitbreiden.
- De rente op overheidsobligaties van andere regio's blijft, met uitzondering van China, zeer laag. Een verdere ontkoppeling van de rente in de VS met de rest van de wereld zou zeer ongewoon zijn. Buitenlandse vraag naar Amerikaanse obligaties kan de stijging van de rente mee binnen de perken helpen houden.

De looptijdpositionering in euro blijft korter dan die van de markt zodat de gevoeligheid aan (opwaartse) rentebewegingen beperkt blijft. We behouden een beperkte positie in overheidsobligaties in euro in de portefeuille, naast de overige diversifiërende activa die we aanhouden.



De impliciete marktverwachtingen voor inflatie (cfr. break-even⁴) zijn ook in het afgelopen kwartaal verder gestegen. In Europa en Japan blijft de impliciete inflatieverwachting laag. Volgens ons gaat het deels om een normalisering van de inflatieverwachtingen, die in de VS momenteel vergelijkbaar zijn met het niveau van 2018. Ook al blijven de effectieve inflatiecijfers vooralsnog laag, toch zijn er signalen in economische indicatoren dat er vooral in de VS een toenemende opwaartse druk op de prijzen zit aan te komen. Niet alleen op het niveau van het algemene inflatiecijfer, dat sterk gestuurd wordt door de evolutie van de energieprijzen, maar ook de kerninflatie. De heropening van de economieën na corona kan leiden tot een cyclische inflatie, bijvoorbeeld door het wegvallen van prijskortingen in bepaalde sectoren of haperingen in toeleveringsketens door de hoge vraag in andere sectoren.

Zoals we in eerdere publicaties al aangaven, blijft een structureel hogere inflatie ook een realistisch scenario. De centrale banken prediken sinds vorig jaar een hogere

⁴ Impliciete inflatieverwachtingen ('break-even rate') is de inflatie die het rendement op klassieke obligaties in evenwicht brengt met inflatiegebonden obligaties. Het is voordelig om een inflatiegebonden obligatie te kopen wanneer men een hogere inflatie verwacht dan het impliciete inflatieniveau.

tolerantie voor inflatie. Toch wijst de marktverwachting vooralsnog niet op een opstoot van de inflatie op lange termijn. De break-even inflatieverwachting op 5 jaar ligt nu boven die op 10 jaar en is de voorbije maanden ook meer gestegen.

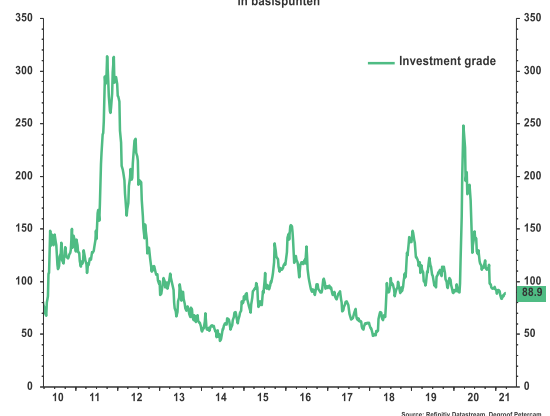
In dit scenario blijven we positief voor inflatiegebonden obligaties in een gediversifieerde portefeuille. Ze zijn een indekking tegen een stijgende rentetrend (voor zover de reële rente de stijging van de nominale rente niet volgt) en zijn in die zin een indekking tegen een inflatie die verder doorschiet dan verwacht.

Overige obligaties: opportuniteiten

Stijgende rentes voor overheidsobligaties worden over het algemeen niet beschouwd als een gunstige omgeving voor bedrijfsobligaties, omdat ze veelal een voorbode zijn van een striktere monetaire politiek en een tragere economische groei. In het huidige scenario is dat niet aan de orde. Ook al is het potentieel voor verdere vernauwing van de spreads⁵ beperkt geworden, de komende economische expansie is geen omgeving waar significant hogere spreads (= een risicopremie) in het vooruitzicht moeten gesteld worden. Intussen kan de belegger een – weliswaar beperkt – extra rendement ten opzichte van de risicovrije beleggingen vinden in kwalitatieve bedrijfsobligaties ('investment grade') in euro. De ECB blijft bedrijfsobligaties aankopen via haar aankoopprogramma (Pandemic emergency purchase programme). De initiële impact en ook het herstel van de coronacrisis zijn zeer ongelijk voor bedrijven uit verschillende sectoren. Bedrijven die meest getroffen zijn door de pandemie (cyclische sectoren, vrije tijd,...) noteren nog aan spreads die boven hun pre-coronaniveau liggen. Opportuniteiten kunnen nog gevonden worden en we behouden onze posities in 'Investment grade' bedrijfsobligaties

De stijgingen van de obligatierentes in de VS hadden ook een weerslag op de obligaties uitgegeven door overheden van emerging markets. De rentes kwamen er eveneens onder opwaartse druk te staan, maar de spreads bleven over het algemeen stabiel of vernauwden zelfs. Door de stevigere dollar gingen de deviezen van de opkomende

Spread Europese bedrijfsobligaties
in basispunten



⁵ De 'spread' is de rendementspremie die wordt aangeboden door obligaties die als 'risicodragend' worden beschouwd in vergelijking met 'risicovrije' obligaties die zijn uitgegeven door referentie-autoriteiten. We spreken bijvoorbeeld van de "spread" die wordt geboden door obligaties uitgegeven door perifere landen van de eurozone of van de "spread" van bedrijfsobligaties.

landen wat achteruit, een trend die zich vooral bij de Latijns-Amerikaanse munten voordeed. We behouden ons positief standpunt voor obligaties uitgegeven (in lokale munt) door overheden van Emerging markets, al kan de huidige rente-omgeving nog voor enige volatiliteit zorgen. Het wereldwijde groeiherstel zal de cyclische economieën van de opkomende landen ten goede komen en ook de stijgende grondstoffenprijzen zijn een ondersteunende factor. Een element van risico is de tragere beschikbaarheid van covid-vaccins voor opkomende landen. De deviezen zullen volgens onze verwachting ondersteund worden door het einde van de cyclus van renteverlagingen en zelfs renteverhogingen in een aantal landen.

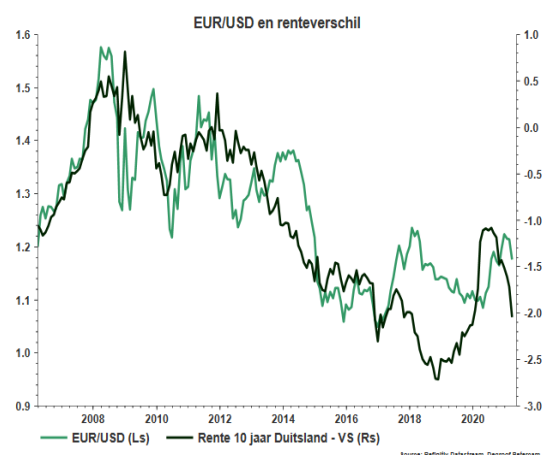
Converteerbare obligaties

We zijn positiever geworden voor converteerbare obligaties. Converteerbare obligaties kunnen technisch gezien opgesplitst worden in een gewone obligatie waaraan een calloptie op een onderliggend aandeel is gekoppeld. Een stijging van de obligatierente heeft een negatieve invloed op de waarde van de obligatiecomponent (de zogenaamde 'bond floor'), maar dat wordt gecompenseerd door de stijging van de waarde van de optie. Een hogere rente doet de waarde van een calloptie stijgen (alle andere determinanten onveranderd). Het universum van converteerbare obligaties betreft bovendien vaak cyclische emittenten, wat in het vooruitzicht van het economisch herstel een pluspunt is. In de huidige marktcontext zijn converteerbare obligaties daarom een interessante diversificatie voor de portefeuille.

USD: tactisch positiever

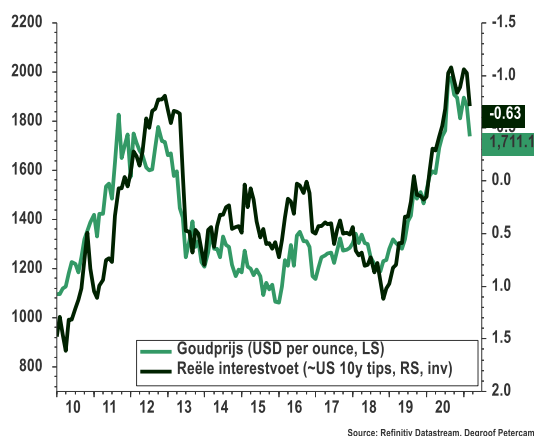
De dollardaling van vorig jaar stabiliseerde in de afgelopen maanden. Door de stijging van de obligatierente (nominaal en reëel) werd de dollar aantrekkelijk tegenover andere munten omwille van het oplopende rentevoordeel. Het omvangrijker dan verwachte ondersteuningsplan van president Biden ondersteunde eveneens de munt. Ook al is al een flink deel van de weg afgelegd wat het toenemend rentevoordeel betreft, een tactisch hogere positionering kan overwogen worden.

Op langere termijn blijven de zwakheden van de dollar intact (begrotingstekort, tekort op handelsbalans). Ook blijft de dollar overgewaardeerd (koopkrachtpariteit) in een



langetermijnperspectief. Een forse depreciatie van de dollar ligt evenwel niet binnen onze verwachtingen. De dollar biedt in tegenstelling tot andere belangrijke munten immers een positieve rentevergoeding.

Goud: moeilijke omgeving, diversificatieargument blijft



De goudprijs gleed in het eerste kwartaal verder af. Niet alleen viel een deel van de aantrekkingskracht als ‘veilige haven’ weg door de betere vooruitzichten voor de wereldeconomie na de start van de vaccinatiecampagnes. Ook woog de stijging van de obligatierente op de koers van het goud. Die werd vooral in het laatste deel van het afgelopen kwartaal niet gecompenseerd door een stijgende inflatieverwachting. De reële rente – en daarmee de opportuniteitskost voor het aanhouden van goud – nam daardoor toe. De sterkere dollar en de toenemende belangstelling voor cryptomunten, die door sommige beleggers als een digitaal alternatief voor goud worden gezien, waren elementen die de goudprijs onder druk zetten.

We verminderden in de loop van het vierde kwartaal al de positie van goud in de portefeuilles en bouwden ook in het eerste kwartaal nog wat verder af. We denken dat de omgeving voor goud vrij moeilijk zal blijven in de komende maanden. De stijgende trend van de (reële) rente heeft al een flink deel van de weg afgelegd maar kan zich nog wat doorzetten. Bovendien zullen ook de overige elementen die de voorbije maanden op de koers wogen naar verwachting nog geen steun bieden voor het goud. Diversifiërende activa voor de beleggingsportefeuille zijn momenteel evenwel weinig talrijk. We behouden daarom toch een beperkte positie. In onzekere marktomstandigheden kan goud een negatieve correlatie vertonen met andere activa.

Overzicht van de aanbevelingen

	Overweging	Neutraal	Onderweging
Aandelen			
Obligaties			
Liquiditeiten			
Alternatieve beleggingen			
	Overweging	Neutraal	Onderweging
Obligaties			
Overheidsobligaties (EUR)			
Bedrijfsobligaties Investment grade (EUR)			
High yield (EUR)			
Emerging markets (lokale munt)			
Deviezen			
Dollar			
	Overweging	Neutraal	Onderweging
Aandelen			
Europa			
Verenigde Staten			
Japan			
Emerging markets			
	Overweging	Neutraal	Onderweging
Alternatieve beleggingen			
Goud			
Converteerbare obligaties			

Het standpunt “Overweging”, “Neutraal”, “Onderweging” is van toepassing voor een Medium (of Balanced) portefeuille en wordt uitgedrukt ten opzichte van de strategische neutrale weging van die portefeuille.

Redactie: Alexandre Gauthy, Hans Bevers, Jérôme van der Bruggen, Johan Gallopyn

Bank Degroof Petercam nv, met maatschappelijke zetel te Nijverheidsstraat 44, 1040 Brussel is verantwoordelijk voor de redactie en verdeling van dit document.

Dit document wordt u enkel ter informatie aangeboden. De inhoud ervan kan in geen geval beschouwd worden als beleggingsadvies en valt niet onder de categorie “beleggingsonderzoek” zoals beoogd door de MiFID-reglementering.

De uiteengezette meningen zijn gebaseerd op zorgvuldig geselecteerde publieke informatie die geldig is op het moment dat dit document wordt opgesteld. Ze kunnen zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd en bieden geen enkele garantie voor de toekomst.

Noch Bank Degroof Petercam, noch haar verbonden vennootschappen, bestuurders, vertegenwoordigers of werknemers kunnen aansprakelijk worden gesteld voor onjuiste, onvolledige of ontbrekende informatie, of voor rechtstreekse of onrechtstreekse schade, verliezen, kosten, aansprakelijkheden of andere uitgaven die zouden voortvloeien uit het gebruik van of het vertrouwen in deze informatie, behalve in geval van opzettelijke fout of grove nalatigheid.

Dit document is eigendom van Degroof Petercam en mag in geen geval, zelfs niet gedeeltelijk, worden gekopieerd, verspreid of gepubliceerd zonder de uitdrukkelijke voorafgaande toestemming van Degroof Petercam.