



Analyse

Brussel, 14 juni 2022

Belfius Convictions

Doet het Russisch-Oekraïens conflict onze economie afglijden naar een recessie? Hoe lang moeten we nog hoge inflatie ondergaan? Hoe agressief zullen centrale bankiers ingrijpen? Belfius Strategic Research geeft zijn prognoses voor 2022 en 2023.

De wereldeconomie is nog maar nauwelijks hersteld van covid en heeft dit jaar al twee nieuwe schokken te verwerken gekregen. De eerste schok was de Russische invasie in Oekraïne, die naast de menselijke ellende ook een enorme economische impact heeft. Dit komt op verschillende manieren tot uiting. Om te beginnen brengt de oorlog tal van onzekerheden met zich mee en weegt hij op het vertrouwen en de investeringsplannen van bedrijven en gezinnen. Bovendien zorgt het conflict voor extra druk op het internationale verkeer van goederen en grondstoffen. Voor een aantal producten zoals graan, hout en meststoffen, waarvan Oekraïne en Rusland belangrijke exporteurs zijn, zijn er nieuwe bottlenecks bijgekomen.

De oorlog in Oekraïne veroorzaakt een energiecrisis

Het belangrijkste economische gevolg van de oorlog is de crisis op de energiemarkten. De voorbije maanden zijn de olie- en gasprijzen tot nieuwe recordhoogten gestegen, omdat de aanvoer van fossiele brandstoffen uit Rusland, de op één na grootste energieleverancier ter wereld, waarschijnlijk zal opdrogen. Het Europese embargo op Russische olie heeft onlangs de prijs van een vat ruwe olie opgedreven tot het hoogste niveau in veertien jaar. De gasprijzen zijn enigszins gedaald aan de vooravond van de zomer, maar Europa kan volgende winter met tekorten worden geconfronteerd als de gasvoorraden deze zomer niet voldoende worden aangevuld.

Terugkeer van de inflatie

De sterke stijging van de energieprijzen is een van de factoren die in grote mate bijdraagt tot de tweede economische schok van 2022: de spectaculaire terugkeer van een hoge inflatie. Naar Europese maatstaven bedroeg de inflatie in ons land iets minder dan 10 procent in mei. Ook in de rest van Europa, de VS en andere landen sneuvelen alle inflatierecords. Stijgende inflatie leidt tot grote verarming voor bedrijven en gezinnen die met snel stijgende prijzen worden geconfronteerd.

De opflakking van de inflatie is weliswaar niet enkel te wijten aan de stijgende energie- en voedselprijzen en is ook minder tijdelijk dan eerst gedacht. Het risico dat de inflatie lange tijd te hoog blijft, mag niet worden onderschat. Bedrijven wentelen de hogere kosten steeds meer af op elkaar en op de consument. Werknemers eisen ook een compensatie voor het verlies aan koopkracht en willen dit jaar en volgend jaar beter betaald worden. In de VS heeft dit al geleid tot hogere loonstijgingen. Dergelijke neveneffecten versterken alleen maar de onderliggende prijsdruk op de economie. Vandaar dat de inflatie in ons basisscenario tot juli ongeveer op hetzelfde niveau blijft, waarna ze langzaam zal afnemen maar hoog zal blijven. We verwachten pas een meer uitgesproken afname van de inflatiedruk in de eerste helft van volgend jaar, wanneer de energiemarkten minder volatiel worden. Maar zolang de oorlog in Oekraïne blijft duren, blijven ook de vooruitzichten onzeker.

Belfius



Centrale banken ondernemen eindelijk actie

Ook de centrale banken hebben de inflatiepiek van 2022 als een schok ervaren. Toen duidelijk werd dat de gigantische inflatie niet vanzelf zou afnemen, hebben de monetaire beleidsmakers het totaal anders aangepakt. Na jaren van een beleid met 'goedkoop geld' hebben de Bank of England en de Federal Reserve hun basisrente dit jaar al meermaals opgetrokken. Zelfs de ECB staat op het punt om een aantal renteverhogingen door te voeren. En met die verhoging van de basisrente in het vooruitzicht is ook de lange rente intussen fors gestegen. Belfius verwacht dat de rente op Belgische staatsobligaties met een looptijd van 10 jaar in de tweede helft van dit jaar zal stijgen tot ongeveer 2,1 %.

Recessie vermijden

Hoewel het risico voor de inflatie duidelijk opwaarts gericht is, ogen de vooruitzichten voor de economische groei steeds somberder. De heropleving van de industrie na covid wordt gefnuikt door de oorlog en de stijgende kosten van levensonderhoud wegen op de consumptie-uitgaven. In de VS zien we al tekenen dat de stijgende rente tot een tragere groei zal leiden, vooral op de woningmarkt. Bovendien gaat de economische activiteit in China gebukt onder het 'zero Covid'-beleid, dat grote delen van de Chinese economie lamlegt. Daardoor zal de wereldhandel minder sterk groeien dan eerder gedacht.

Deze factoren doen een zwakke groei vermoeden in het tweede kwartaal, maar wij verwachten niet dat de economie zal afglijden naar een recessie omdat de vertrouwensindicatoren van de bedrijven goed georiënteerd zijn en de vraag op de arbeidsmarkt erg groot blijft. Veel sectoren kampen met een tekort aan arbeidskrachten en we verwachten dat de werkloosheid in België en de eurozone dit jaar verder zal dalen. Ook de vraag naar diensten zit in de lift. Het vooruitzicht van een normaler toeristisch seizoen dan de voorbije jaren kan de dienstensector deze zomer een extra impuls geven. Wij houden rekening met een gemiddelde bbp-groei van 2,8 procent in de eurozone en 2,2 procent in België voor 2022.

	GDP projections (%yoy)			HICP projections (%yoy)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Belgium	6,1	2,2	1,6	3,2	8,3	3,6
Eurozone	5,4	2,8	2,0	2,6	6,6	3,5
UK	7,4	3,7	1,5	2,4	7,0	3,3
US	5,7	3,2	2,2	4,7	6,8	2,7
China	8,1	4,5	5,2	1,2	2,3	2,0

Hoe zullen de aandelenmarkten in deze context reageren? En zullen obligaties na zoveel jaar weer een aantrekkelijke belegging worden? Hoe in dit onzekere klimaat een beleggingsportefeuille beheren? Belfius Investment Partners stelt de Belfius Convictions voor.

Sinds het begin van het jaar konden maar weinig activaklassen beleggers een veilige haven bieden.

De oorlog, de inflatie en de aanslepende gevolgen van COVID-19 wogen op de prestaties van zowel obligaties als aandelen. De vrees voor stijgende rentevoeten en inflatie draagt ook bij tot een terugval van de obligaties. Tegelijk wegen de stijgende rente en de groeivertraging op de aandelenmarkten. Enkel activa als goud, de dollar of de FTSE 100 kwamen goed uit de verf.

De volatiliteit van de aandelen- en obligatiemarkten steeg op hetzelfde moment. De onzekerheid over de evolutie van het monetaire beleid van de FED gaat gepaard met vragen van beleggers over het duurzame karakter van de groei.

Beleggers hebben seculiere groeiaandelen en cyclische sectoren ingeruild voor defensieve sectoren.

Door de vrees voor een recessie geven beleggers de voorkeur aan defensieve aandelen die, in tegenstelling tot cyclische bedrijven, het voordeel van weinig volatiele winsten bieden.

Groeiaandelen deden het ook bijzonder slecht. Hun waardering heeft geleden onder de stijgende rente op staatsobligaties, die wordt gebruikt om de waarde van hun toekomstige dividenden te actualiseren.

We blijven wendbaar in onze aandelenallocatie

Hoewel de markt sceptisch blijft over het vermogen van de centrale banken om de wereldeconomie zacht te laten landen, blijft ons basisscenario een sterke vertraging van de wereldeconomie, geen recessie.

In dit onzekere klimaat zijn de multiples van de aandelenwaardering al aanzienlijk gedaald, vooral in de VS, waar groeiaandelen het niet onder de markt hadden. De vooruitzichten voor aandelen hangen nu grotendeels af van aanhoudend sterke winsten. In het eerste kwartaal verraste de groei van de bedrijfswinsten in de VS en Europa in positieve zin, maar de groeiverwachtingen voor dit jaar en 2023 blijven hoog en zouden naar beneden moeten worden bijgesteld om rekening te houden met de negatieve effecten van de productiekosten op de bedrijfsmarges.

De peilingen over het beleggerssentiment staan historisch laag. Bovendien is de aandelenblootstelling van hefboomfondsen (gemeten op basis van hun bèta tegenover deze activaklasse) sinds het begin van het jaar drastisch gedaald. Beide aspecten ondersteunen de aandelenmarkt op middellange termijn.

Zolang we niet over meer informatie beschikken over de evolutie van de wereldeconomie en de inflatie zouden de aandelenmarkten binnen een beperkte marge moeten blijven schommelen. Een strikter monetair beleid zal volatiliteit creëren die kan aanhouden en die de gunstig blijvende fundamentals van de aandelenmarkten op langere termijn opheft.

We blijven positief over EM-aandelen en vooral over China

De Chinese markt kreeg rake klappen door het 'zero covid'-beleid, dat een deel van het land heeft lamgelegd, en door het groter aantal sancties van de VS en de mogelijke verplaatsing van de bevoorradingsketens naar ontwikkelde landen om onderbrekingen te voorkomen.

In maart maakte de Chinese regering haar groeidoelstelling van 5,5 % voor 2022 bekend. Door het 'zero-covid'-beleid is die doelstelling allicht niet haalbaar.

Om de groeivertraging te verhelpen, heeft de regering een lijst van budgettaire en fiscale maatregelen aangekondigd. In combinatie met de recente heropening van de economie heeft dit voor stabiliteit gezorgd op de aandelenmarkt, waar de waarderingniveaus tot de laagste ooit behoren.

We verhogen geleidelijk onze allocatie in de vastrentende markt en behouden onze blootstelling aan IG-bedrijfsobligaties

Sinds het begin van het jaar is de rente op staatsobligaties in de VS en Duitsland fors gestegen als gevolg van de verwachting dat de FED en de ECB de rente snel zullen optrekken.

De waarderingen zijn verbeterd, al blijven ze op lange termijn eerder duur (de reële rente blijft negatief in Duitsland), maar de groeivertraging en de toenemende onzekerheid in de wereld doen dat teniet.

Binnen IG-bedrijfsobligaties weerspiegelen de spreads grotendeels de sterke fundamentals en het lage wanbetalingspercentage, maar deze zijn onlangs wel gestegen. In de High Yield weerspiegelen de rendementsspreads een sterke golf van wanbetalingen. In dat opzicht denken we dat een aanzienlijke risicopremie gerechtvaardigd is in een context van verslechterende financiële omstandigheden. Wij geven voorrang aan kwaliteit en liquiditeit.

We handhaven onze positie in schuld papier van opkomende markten.

De verruiming van de spreads weerspiegelt de huidige uitdagingen. Obligaties in dollar van opkomende markten gingen gebukt onder de strengere financiële voorwaarden wereldwijd en de stijgende rente in de VS. Deze sector zou baat moeten hebben bij stijgende grondstoffenprijzen en de opkomende markten zijn veel robuuster dan in het voorbije decennium.

We geven Belgische aandelen een speciaal plekje in onze portefeuilles

België is een open economie in het hart van Europa, maar dat niet alleen. Ze exporteert ook naar de Verenigde Staten en Azië.

België beschikt over een erkend biotechnologisch en farmaceutisch ecosysteem. Het is een aandelenmarkt die als defensief wordt beschouwd vanwege haar sterk gediversifieerde samenstelling met familiebedrijven die de neiging hebben een langetermijnvisie te hebben en hun bedrijven met een uitgesproken ondernemingszin te managen. De bloeiende vastgoedsector wordt toonaangevend in Europa. Innovatie, tot slot, is alomtegenwoordig dankzij hooggekwalificeerde werkrachten. Dankzij hun innoverende producten kunnen deze bedrijven hun marges verdedigen in een inflatoire context.

Hoe kunt u als aandelenbelegger op langere termijn op de juiste thema's inzetten? Wat zijn de onderliggende tendensen voor de komende jaren? Belfius Investment Strategy biedt u inzichten.

Sommige signalen zijn duidelijker dan andere

De huidige context wordt gekenmerkt door veel onzekerheden, maar enkele elementen springen toch in het oog:

- **De inflatie**, die in meer dan één opzicht historisch is, kan voorlopig slechts lichtjes worden afgeremd door de monetaire overheden maar in geen geval onmiddellijk een halt worden toegeroepen.
- Nieuwe werk- en consumptiegewoonten hebben een nieuwe impuls gegeven aan de **digitalisering** en zelfs **virtualisering** van onze manier van leven.
- **Gezondheid** staat opnieuw centraal. Natuurlijk in het kader van de pandemie, maar ook voor de organisatie van de maatschappij in het algemeen. Iedereen weet dat er in België momenteel meer langdurig zieken zijn dan werklozen. **Gezondheid** is een menselijke en morele aangelegenheid, maar het is ook een **economische uitdaging** geworden.
- **Het klimaat, de grondstoffenschaarste, het afvalbeheer, het milieu,... kortom, de planeet in het algemeen** staat bovenaan de agenda van 's werelds grootste mogendheden, zowel in Amerika en Europa als in Azië. De budgetten die hiermee gepaard gaan zijn kolossaal en ongezien.

Inflatie als rode draad

De moeilijkheid voor centrale banken om de inflatie te bekampen is dat het dit keer om inflatie gaat als gevolg van een dalend aanbod en niet door een oververhitting van de vraag. Dat is hele uitdaging: hoe kan een centrale bankier het aanbod opnieuw aanzwengelen? De huidige inflatiefactoren zijn bekend:

- De-globalisering – her-lokalisering
- De werkgelegenheid in de VS
- Het energievraagstuk
- Tekorten & schaarste
- Lockdowns
- Oekraïne

Als gevolg daarvan worden sectoren met gereguleerde tarieven versmacht tussen stijgende kosten en geplafondeerde eindprijzen. Bedrijven met **pricing power** kunnen de inflatie dan weer afwentelen op hun eindklanten. Vandaar het belang voor die bedrijven om sterke merken en unieke concurrentievoordelen te hebben.



Gevolg van de inflatie: stijgende rentevoeten

Wie hoge inflatie zegt, zegt stijging van de basisrente. Meerdere renteverhogingen betekent ook dat de langetermijnrente de hoogte in gaat. En die stijging is aanzienlijk. Op een half jaar tijd is de 10-jaarsrente in de VS verdubbeld.

Door die rentestijging naderen we met rasse schreden het langverwachte **instapmoment voor obligatiebeleggingen**. Sommige managers beginnen ook geleidelijk aan opnieuw te beleggen in iets kortere looptijden dan tot nu toe het geval was.

Maar de huidige rente maakt ook en vooral de **bescherming in gestructureerde producten beduidend goedkoper**, omdat ze maand na maand betere voorwaarden bieden.

Gezamenlijke maatschappelijke uitdagingen

Een van de duidelijkste signalen is dat de Verenigde Naties de weg wijzen met de Sustainable Development Goals (SDG's). **Deze doelstellingen zijn voor ons als grote verkeersborden**, die aangeven hoe onze regeringen willen dat onze samenlevingen zich ontwikkelen. **Bedrijven die dit hebben begrepen en hiervoor oplossingen bieden die het verschil maken, zijn beter gewapend om de economische cycli te doorstaan en staan centraal in onze convicties.**

Duurzame megatrends

Als we van de SDG's enkele richtsnoeren moeten onthouden, dan zijn het de duurzame trends die we een paar jaar geleden hebben geïdentificeerd en die volgens ons het sterkst waren. Elk van die trends heeft zich tijdens de pandemie en de crisis in Oekraïne gestabiliseerd of versterkt:

- de klimaatverandering
- grondstoffen en afval
- digitalisering/innovatie/virtualisering
- gezondheid en welzijn
- maatschappelijke en demografische ontwikkelingen

Deze thema's blijven centraal staan in onze beleggingsfocus op lange termijn. Geen van deze thema's dreigt binnenkort aan belang in te boeten.

Groene revolutie

Van de hierboven vernoemde thema's is het klimaat zeker het sterkste. De budgetten zijn zo hoog en de behoeften zo gigantisch dat we niet rond aanbieders van dergelijke oplossingen kunnen, de meest innovatieve bedrijven op dit gebied. Wie niet mee evolueert wordt afgestraft of valt uit de boot. Zo worden zogenaamd 'vervuilende' voertuigen steeds meer geweerd.



Gezondheid en welzijn

Gezondheid, innovatie en medische technologieën staan opnieuw centraal.

De bevolking veroudert, heeft dus **meer en meer behoefte aan gezondheidszorg dan in het verleden en heeft ook meer geld om hieraan te besteden**, ook in groeilanden waar zich nu de grootste middenklasse ter wereld bevindt.

Een steeds meer digitale en virtuele wereld

Onze consumptie-, werk- en vrijetijdsgewoonten zijn fundamenteel veranderd. (Virtuele) simulatietools hebben nieuwe toepassingen gevonden in de gezondheidszorg, de industrie, de arbeidswereld in het algemeen, en zelfs in het onderwijs.

Deze beweging lijkt te versnellen: de rekenkracht van computers neemt exponentieel toe onder impuls van de vraag, 5G staat op het punt om te worden uitgerold en leerkrachten worden opgeleid in de metaverse. De behoefte aan applicaties, maar ook aan geavanceerd materiaal moet zowel voor de hardware- als de softwarespelers voordelen opleveren.

Meer nog: de waarderingen van de sector zijn na de stijging van de langetermijnrente weer enigszins aantrekkelijker geworden. De koersen zijn gedaald, hoewel de gepubliceerde resultaten en vooral de vooruitzichten goed en zelfs veelbelovend blijven.

Meer weten?

Replay persconferentie:

<https://youtu.be/fU1gLRnKnSg>

Perscontact

Belfius Bank & Verzekeringen

Ulrike Pommee, + 32 (0)2 222 02 57 / ulrike.pommee@belfius.be - press@belfius.be

www.belfius.be