



Analyse

Brussel, 27 juni 2023

Belfius Convictions voor het 2e semester van 2023

- **We verwachten een zachte landing van de wereldeconomie.**
- **Bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit zijn onze belangrijkste conviction.**
- **Een overexposure op liquide middelen is geen goed idee.**

1. Macro-economische vooruitzichten

- ✓ **Een zachte landing voor de eurozone en de VS**

Tegen alle verwachtingen in is de eurozone - ondanks de energiecrisis van vorig jaar - erin geslaagd een recessie te vermijden. Véronique Goossens, Chief Economist bij Belfius, kijkt vooruit op de 2e helft van 2023 en 2024.

Hét aandachtspunt in de eurozone is de onderliggende inflatie - dit is de inflatie die geen rekening houdt met de energieprijzen en prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen. Die blijft veel te hoog. In mei bedraagt de kerninflatie nog 5,3%, een heel eind boven de doelstelling van 2%. De Europese Centrale Bank zal dus een restrictief monetair beleid blijven voeren. We verwachten dat de ECB de depositorente in juli minstens zal verhogen naar 3,75% en pas ten vroegste vanaf de zomer van 2024 een versoepeling zal doorvoeren. De weerslag van het ECB-beleid verloopt bijzonder traag en wordt door een gespannen arbeidsmarkt afgeremd. Zowat overal in de eurozone heerst er een tekort aan arbeidskrachten, wat de deur openzet voor looneisen. De Europese Commissie verwacht dit jaar een stijging van de lonen met gemiddeld 5,9%, na een stijging met 5,0% vorig jaar. Bedrijven zullen die loonstijgingen verder doorrekenen, wat de onderliggende inflatie op een hoog niveau zal houden. Hoe dan ook moeten we in de toekomst rekening houden met een structureel hogere inflatie.

Het ECB-beleid moet zich uiteindelijk vertalen in een lagere economische groei, met lagere lonen en inflatie tot gevolg. Op dit ogenblik zien we al een afname van de kredietactiviteit in Europa, omdat lenen duurder is geworden. Maar globaal genomen blijft de economie het relatief goed doen. Vertrouwensindicatoren bij de bedrijven tonen aan dat de industriële activiteit nog steeds in een krimpmodus zit na een heel succesvolle periode te midden van de covidcrisis. Aan de andere kant wordt er nog steeds een groei in de dienstensector verwacht, ondanks een recente daling van het vertrouwen in deze sector.

Belfius



We verwachten dit jaar een zwakke groei in de eurozone van 0,5% en in 2024 van 1,1%. De algemene inflatie moet naar verwachting van 6% in 2023 naar 3% in 2024 dalen.

Ook in de Verenigde Staten neemt de industriële activiteit af. Aan de andere kant blijven de consumentenbestedingen sterk in de dienstensector. De werkgelegenheidsgroei houdt verrassend stand en de loonevolutie blijft zorgwekkend voor de inflatie.

De Federal Reserve zal haar restrictieve beleid dus moeten handhaven tot de arbeidsmarkt tekenen van vertraging vertoont. Maar ze moet ook voorzichtig handelen om de financiële stabiliteit van het land niet in gevaar te brengen. Na 10 renteverhogingen op rij heeft de Fed heeft zonet beslist om even een pauze te nemen. Maar het is duidelijk dat het proces nog niet ten einde is. De kans is relatief groot dat er later dit jaar nog 2 renteverhogingen aankomen.

Normaal gezien is de langetermijnrente hoger dan de kortetermijnrente, omdat er op lange termijn hogere risico's zijn, zoals het risico op wanbetaling door de uitgever. Vandaag is het dus net omgekeerd. Historisch gezien is de omgekeerde rentecurve een betrouwbare indicator van economische zwakte, net zoals bij de laatste 8 recessies.

Belfius verwacht echter geen regelrechte recessie. Een technische recessie - 2 kwartalen van negatieve economische groei na elkaar - is wel mogelijk. Voor de VS voorzien we dit jaar een BBP-groei van 1,3% en 0,5% in 2024. Deze zachte landing zal gepaard gaan met een inflatie die naar verwachting zal dalen van 4% naar 2,5%.

✓ **China incasseert tegenvallende wereldvraag naar goederen**

In China wordt de industrie zwaar getroffen door een vertraging als gevolg van dalende exportcijfers. Daarnaast zijn er geopolitieke spanningen, zoals het Amerikaanse verbod op de export van hoogwaardige halfgeleiderchips. Dit jaar zal de groei voornamelijk moeten komen van de binnenlandse consumptie. We verwachten dit jaar een gemiddelde groei van 5,5% en van 4,7% in 2024. De inflatie blijft rond 2% relatief stabiel.

✓ **Stabiele economische groei in België**

In de eerste helft van 2023 presteert de Belgische economie beter dan verwacht dankzij de sterk gedaalde energieprijzen en een robuuste groei in de dienstensector. We verwachten dat de groei aanhoudt - evenwel in een wat trager tempo - dankzij het stijgende consumentenvertrouwen in een krappe arbeidsmarkt en de investeringsintenties van bedrijven. De algemene inflatie neemt gevoelig af, maar de kerninflatie blijft hoog in 2023 en 2024.

De Belgische inflatie is bijzonder gevoelig voor de energieprijzen. Dankzij verzachtende energiemaatregelen van de overheden kan de algemene inflatie dit najaar zelfs negatief worden. Nadien wordt verwacht dat de inflatie opnieuw opnieuw zal stijgen. We verwachten



een gemiddelde inflatie (HICP) van 2,5% voor 2023 en 4,1% voor volgend jaar. De Belgische economie zal dit jaar naar verwachting met 1,3% groeien en in 2024 met 1,4%.

2. Belfius Convictions

Maud Reinalter, Chief Investment Officer bij Belfius Asset Management en verantwoordelijk voor de Convictions-processen bij Belfius, blikt terug op de prestaties van de investeringen in het eerste semester.

Tussen 1 januari en 15 juni hebben de beleggers te maken met volatiele markten als gevolg van de inflatiedruk, het restrictief monetair beleid en spanningen in de banksector. Ondanks deze uitdagingen wordt het rendement van risicovolle activa ondersteund door een veerkrachtige economische activiteit, zoals we eind vorig jaar ook voorspeld hebben.

Deze context is gunstig voor goud, dat in euro met 5% gestegen is, evenals voor de aandelenmarkten van ontwikkelde landen, met name de Verenigde Staten, die eveneens een rendement van 13% boeken. Staatsobligaties en bedrijfsobligaties met goede ratings van ontwikkelde landen laten positieve rendementen rond de 2% zien.

Wat onze convictions betreft, draagt de activaspreiding in gunstige zin bij tot het rendement van de portefeuilles gedurende de periode. We zetten 2023 in met een positieve kijk op de aandelenmarkten en hebben vanaf februari meerdere keren winst genomen. Tegelijkertijd hebben we geleidelijk het gewicht van obligaties opgevoerd.

Het aandelengedeelte van ontwikkelde landen heeft goed gepresteerd. Onze beleggingen in aandelen van groeielanden brengen het er minder goed vanaf. Vooral China hinkt achterop als gevolg van het voorzichtige economische herstel na de covidpandemie. Op sectorniveau heeft de technologie binnen ons thema 'energietransitie' geprofiteerd van een forse trend met een rendement van ongeveer 37% in de Verenigde Staten. De gezondheidszorgsector, die centraal staat in onze convictions, laat sinds het begin van het jaar middelmatige rendementen zien. Een positief rendement in de eurozone van +3% compenseert evenwel het negatieve rendement van de sector in de Verenigde Staten van -3% in dollar.

De convictions van Belfius voor de eerstkomende maanden...

Conviction #1

In de eerste plaats blijven we vertrouwen hebben in onze aandelenallocaties, weliswaar voorzichtig en selectief

We verwachten geen recessie die een significante beperking van onze allocaties vereist. We erkennen evenwel dat het potentieel rendement van de aandelenmarkten beperkt is. Daarom hebben we dit jaar al verscheidene keren winst genomen op onze posities.



Dit standpunt wordt gedragen door diverse elementen. Ten eerste verwachten we dat de economie de eerstvolgende maanden verder zal vertragen. Een uitdaging voor de beurzen, omdat de winstgroei en economische indicatoren zullen verslechteren.

Wereldwijde aandelenmarkten, die sinds het begin van het jaar goed gepresteerd hebben, lijken momenteel optimistisch gewaardeerd. De voorspelde koers-winstverhoudingen blijven immers hoog in vergelijking met de historische normen (16,2 x vandaag tegenover gemiddeld 14,5 x over de voorbije 20 jaar). Beleggers baseren hun waardering van de aandelenmarkt op grond van de hypothese dat centrale banken snel zullen overschakelen van renteverhogingen naar renteverlagingen. Toch gaat dit optimisme voorbij aan het feit dat de normalisatie van de inflatie, en dus de verlaging van de beleidsrente, een vertraging van de economie vereist.

En dan is er ook nog het risico van aanhoudende inflatie, die de voorziene renteverlagingen nog verder uitstelt en de kans op een grote marktvolatiliteit vergroot. Ten slotte beschikken we momenteel over meer opties. De obligatierendementen en de geldmarktrente zijn aanzienlijk gestegen en gaan vandaag wedijveren met de verwachte rendementen op de aandelenmarkt.

In de eerstvolgende maanden blijven we flexibel en staan we klaar om onze aandelenposities bij te sturen in geval van correcties, of om meer aandelen te verkopen indien de markten blijven stijgen.

Convictions #2

Aandelen van groei landen en Amerikaanse aandelen

Onze voorkeur gaat uit naar aandelen uit alle groei landen. Onlangs nog hebben we middelen uit de recente verkoop van onze blootstelling op lokale Chinese aandelen opnieuw belegd in opkomende landen. Deze beslissing is ingegeven door de moeilijke geopolitieke context tussen de VS en China, wat de risicopremie ondersteunt, maar ook door een voorzichtiger dan verwacht post-COVID economisch herstel.

Merk op dat de groeiverwachtingen op 12 maanden in China en India aanzienlijk hoger liggen dan in de Verenigde Staten en Europa. De groei landen (exclusief China) profiteren eveneens van het herstel in China dankzij de intrazonehandel en de herschikking van de internationale investeringen. Bovendien beschikken sommige van die landen over specifieke troeven, denk maar aan Taiwan. Hoewel de verwachte winstgroei in dit land nog steeds bijna nul bedraagt, gaan we uit van een stijging dankzij de toegenomen activiteit in de sector van halfgeleiders, die de vruchten plukt van de hoge vlucht van artificiële intelligentie. Gezien deze factoren geven we dus de voorkeur aan aandelen uit groei landen ten opzichte van die uit ontwikkelde landen.

Binnen het aandelengedeelte van ontwikkelde landen, gaat onze voorkeur naar Amerikaanse in plaats van Europese aandelen. Amerikaanse aandelen zijn defensiever, omdat ze hogere en stabielere winstmarges hebben, wat een voordeel is in een periode van economische vertraging.



Tot slot hebben we winst geboekt op aandelen uit de eurozone, die tijdens de voorbije 6 maanden een mooie prestatie hebben neergezet. Hoewel ze mogelijk nog enkele weken van deze winsten kunnen profiteren, zullen cyclische ondernemingen - sterk vertegenwoordigd in de indexen van de zone - op halflange termijn te lijden hebben onder renteverhogingen van de Europese Centrale Bank.

Conviction #3

Binnen het aandelengedeelte geven we de voorkeur aan de gezondheidszorg

De gezondheidszorg, een kwaliteitssector die verankerd zit in onze convictions, blijft centraal in onze allocaties in deze periode van economische vertraging. De economische evolutie heeft immers weinig impact op de vraag naar gezondheidszorg. Op die manier beschermt de sector haar marges en presteert ze goed in kwetsbare periodes, met een lagere volatiliteit dan bij andere sectoren. Met een koers-winstverhouding van ongeveer 17,5 lichtjes lager dan het gemiddelde van de voorbije 10 jaar, biedt deze sector dus interessante opportuniteiten. Ten slotte verwachten we dat de vergrijzing van de bevolking en stijgende uitgaven voor gezondheidszorg na de pandemie op lange termijn een positieve impact zullen hebben op de winst.

Conviction #4

Aandelen van bedrijven die actief zijn in de energietransitie

We blijven geloven in de groei van bedrijven die actief zijn in de energietransitie. Duitsland en de Verenigde Staten hangen voor hun energieproductie nog steeds voor meer dan 85% af van fossiele brandstoffen, terwijl landen zoals Zweden al veel verder staan. Ondernemingen die in dit domein actief zijn, zullen profiteren van grote investeringen in het kader van de Europese plannen zoals de Green Deal en hun Amerikaanse tegenhanger zoals de Inflation Reduction Act. Deze zullen de ontwikkeling van infrastructuur financieren.

Conviction #5

Onze sterkste conviction vestigt de aandacht op kwaliteitsvolle obligaties

Na de forse renteverhogingen in 2022 stabiliseren de obligatierendementen langzaam op historisch hoog niveau. Bovendien bevindt de risicopremie op hoogwaardige bedrijfsobligaties in Europa zich momenteel op een interessant niveau, net boven het historische gemiddelde en hoger dan in de VS.

Obligaties bieden vandaag dus een goede spreiding en ook een bron van extra rendement voor de gediversifieerde portefeuilles. We blijven daarom geleidelijk extra obligaties aankopen om hun rendement/risicoprofiel te verbeteren.

Als de economische vertraging groter uitvalt dan verwacht, zal de langetermijnrente, die een indicator is van de economische activiteit, dalen. Daarom kopen we ook geleidelijk obligaties



aan met langere looptijden. Op die manier houden we de hoge rente voor een langere periode vast.

Kortom, het is logisch om kwaliteitsvolle obligaties toe te voegen aan de aandelenallocaties en de vervaldagen van obligatieportefeuilles te verlengen, indien de groei vertraagt en de initiële obligatierente hoog is.

Besluit..

Ons globaal macro-economisch scenario gaat uit van een zachte landing. Dit biedt ondersteuning aan aandelenmarkten, maar hun waardering beperkt het potentieel rendement. Daarom blijven we voorzichtig en selectief met aandelenallocaties, en gaat onze voorkeur uit naar de VS en de groeielanden. We behouden eveneens onze strategische convictions op bedrijven die actief zijn in de energietransitie en die zullen profiteren van ambitieuze investeringsplannen. Bovendien zijn we vandaag nog positiever over de gezondheidszorg, een kwaliteitsvolle en defensieve sector.

Tegelijkertijd blijven we de obligatiecomponent van de portefeuilles opbouwen, bijvoorbeeld door gebruik te maken van onze liquide middelen. Binnen dit segment geven we de voorkeur aan hoogwaardige bedrijfsobligaties.

3. Obligatieoplossingen: welke voorkeur?

✓ De inflatie daalt dan wel aanzienlijk, maar blijft een pijnpunt voor de spaarder

6%. Dat is nog altijd de razende snelheid waarmee de koopkracht van elke euro op jaarbasis afbrokkelt.

Daarom wijst **Nicolas Deltour, Chief Investment Strategist bij Belfius Bank**, ons erop dat liquide middelen een valse indruk van stabiliteit geven. Ze brengen een zeker reëel verlies met zich mee. Op termijn brengt dit negatief reëel rendement het voortbestaan van het vermogen in het gedrang, vooral met het oog op de overdracht naar de volgende generatie.

We zien weliswaar 2 positieve ontwikkelingen: geloofwaardige alternatieven, zelfs van defensieve aard, nemen toe en de oorzaken van de inflatie beginnen af te zwakken.

✓ De richting is duidelijk, maar over het tempo bestaat onenigheid

De richting van de inflatie is duidelijk: de Amerikaanse arbeidsmarkt koelt af, energieprijzen dalen, toeleveringsketens draaien weer op kruissnelheid en tekorten zijn weggewerkt.

De inflatie zal dus vroeg of laat dalen.

Het monster waartegen de centrale banken hardnekkig strijden, lijkt dus in ademnood te geraken. Om wanneer te landen? Niemand die het weet. Maar de centrale banken zelf



bekennen kleur. De piek van de beleidsrente komt eraan, en de daling hoogstwaarschijnlijk tegen 2024.

Die daling zal gepaard gaan met een daling van de beleidsrente.

De daling van de beleidsrente zal gepaard gaan met een daling van de rendementen op de geldmarkt en op beleggingen op korte termijn.

De huidige vergoedingen kunnen aantrekkelijk lijken, zeker omdat de rentecurves omgekeerd zijn. Maar laten we ons niet misleiden. Nogmaals, dit is een schijnoplossing.

Een defensieve belegger die zijn rentabiliteit wil behouden, doet er goed aan om het rendement op langere looptijden vast te leggen. Obligaties met langere looptijden blijven beleggers vergoeden, ook na verwachte renteverlagingen.

Het is dus belangrijk om kortere looptijden, die vandaag nog rendement opleveren, aan te vullen met middellange of langere looptijden, die ook in de toekomst zullen blijven renderen.

Spreads dus, maar niet op om het even welke manier.

✓ **De koninklijke weg: kwaliteitsvolle bedrijfsobligaties**

Meer dan 4%. Dat is het brutorendement van een goed uitgebouwde portefeuille met bedrijfsobligaties in euro. De voorbije 5 jaar lag het gemiddelde rendement van dergelijke obligaties in de buurt van 1%.

Het gaat hier om het gemiddelde beoogde rendement voor looptijden van ongeveer 5 jaar, en voor 'investment grade' emittenten, d.w.z. die van ratingbureaus tussen AAA en BBB krijgen, ook wel het allerbeste wat momenteel op de markt te verkrijgen is.

Anders gezegd, zonder op zoek te moeten gaan naar emittenten die het sterkst blootgesteld zijn aan liquiditeitstekorten of aan een technische recessie.

Beheerders blijven veeleer voorzichtig met zogenaamde 'high yield' of hoogrentende obligaties. Faillissementsgolven zijn er nog niet, behalve dan bij kleine Amerikaanse banken, maar de bijsturingen van de centrale banken beginnen een effect te hebben.

Zoals Warren Buffet het uitdrukt: "Wanneer de zee zich terugtrekt, ziet men wie een zwempak draagt." Vandaar onze voorkeur voor de best geklede emittenten...

✓ **Staatsobligaties: met mondjesmaat a.u.b.**

Het principe van spreiding is uiteraard een gezonde reflex. Zelfs voor staatsobligaties. Evenwel met mate.

Er zijn heel veel vraagtekens rond overheidsbegrotingen, vooral in Europa.



Overheidsuitgaven zijn de afgelopen jaren herhaaldelijk opgelopen. Onder meer om bedrijven en gezinnen tijdens de pandemie en de energiecrisis te ondersteunen. Tegelijkertijd dalen bepaalde fiscale ontvangsten als gevolg van de economische vertraging.

Neem bijvoorbeeld het tekort van eind 2022, onlangs gepubliceerd door Eurostat: traditionele 'modelleerling' Duitsland zit met een tekort van 3,8%, Frankrijk van 4,7% en België... van 5,1%.

Wie zou er geld lenen aan een onderneming die 5% verlies draait? Met andere woorden, wees voorzichtig met staatsobligaties.

✓ Spreiding via groeilanden

Terwijl westerse landen, en vooral hun centrale banken, strijden tegen inflatie, zitten de groeilanden, vooral in Azië, volop in een fase van economisch herstel.

Schuld papier van groeilanden kan daarom een spreidingsmogelijkheid bieden in een obligatieportefeuille, op voorwaarde dat het risicoprofiel van de belegger dit toestaat.

Deze trend heeft een vergeten product nieuw leven ingeblazen: tak 23. Deze levensverzekering of beleggingsverzekering geniet een bijzondere fiscaliteit. Uiteraard heeft ze eigen kosten en taksen, maar doorgaans is dit product niet onderworpen aan de roerende voorheffing.

Toen de rente minder dan 1% bedroeg, zagen de obligatiebeleggers hier geen tastbaar voordeel in. Dat is vandaag wel even anders...

✓ Een wijd open venster

Niemand weet tot wanneer, maar het obligatievenster staat momenteel wijd open. Als de marktconsensus concreet vorm krijgt, kan dit venster zich binnen dit en 12 maanden weer een beetje sluiten. Als dat gebeurt, zal de rente opnieuw dalen. En laten we niet vergeten: als de rente daalt, stijgen de prijzen ...