

Perspectives

Analyse van de financiële markten

Macro-economisch klimaat

3

- Een Amerikaanse recessie is nog steeds mogelijk.
- Hoewel de inflatie de voorbije achttien maanden stevig daalde, lijkt een terugkeer naar de doelstelling van 2% niet vanzelfsprekend.
- Ondanks de hardnekkige inflatie in de dienstensector maken de Amerikaanse en Europese centrale bank zich op voor een verlaging van de beleidsrente.

Financiële markten

9

- Het optimistische scenario dat de markten sinds oktober 2023 doet herleven, stemt niet meer overeen met de economische werkelijkheid.
- Hoewel een correctie van onbepaald formaat tot de mogelijkheden behoort, genieten de aandelen van kwaliteitsondernemingen de voorkeur boven staatsobligaties.
- We blijven sterk overtuigd van Japan en goud.

Bezoek ook onze website

www.bli.lu

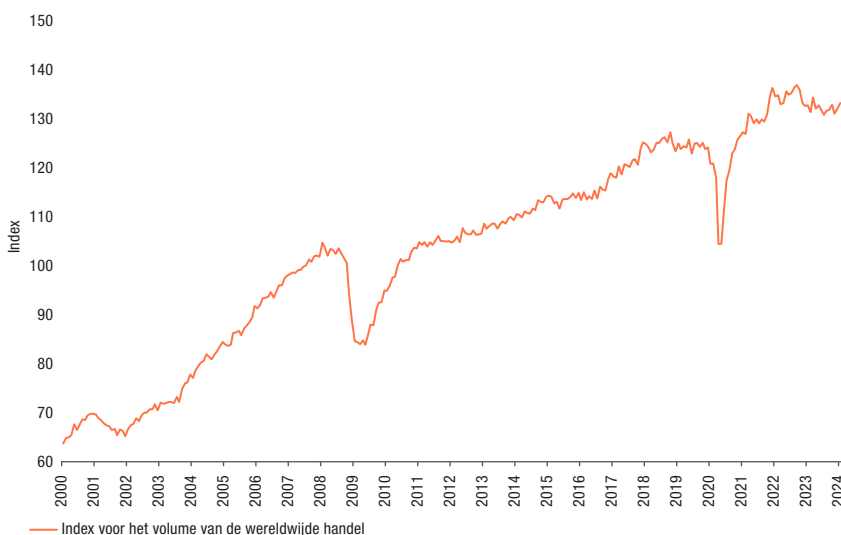
Een publicatie van

BLI - Banque de Luxembourg Investments



Macro-economisch klimaat

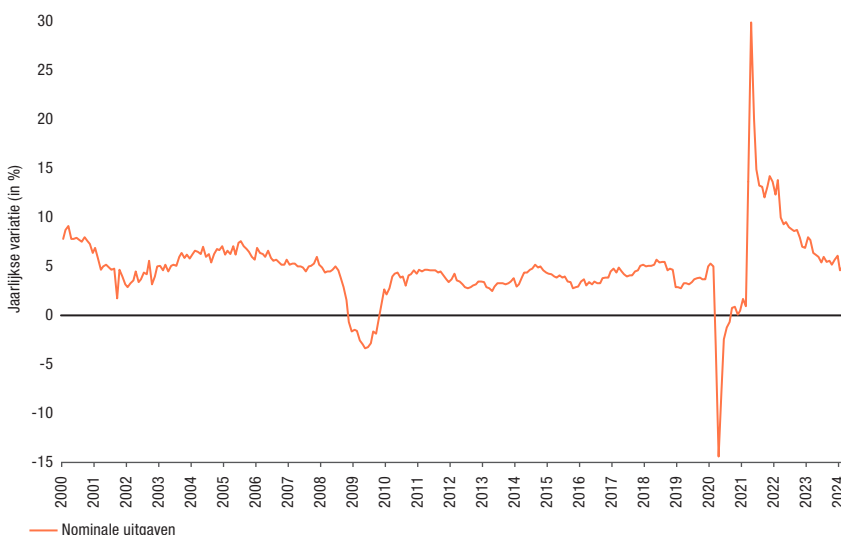
WERELDWIJDE HANDEL



Bron: CPB (Nederlandse instantie voor economische beleidsanalyse), Bloomberg

Sinds het begin van het jaar gaat de wereldeconomie voort op hetzelfde elan. Het groeiritme blijft wereldwijd laag, zonder tekenen van buitensporige achteruitgang. Met dank aan de veerkrachtig blijvende Amerikaanse binnenlandse consumptie in het eerste kwartaal kwam de regio opnieuw als winnaar uit de bus. De eurozone flirt met de recessie en met name de landen die sterk afhankelijk zijn van de verwerkende industrie, zoals Duitsland, blijven het moeilijk hebben. De zuiderse landen, die de vruchten plukken van de opleving van het toerisme, brengen het er beter vanaf. In China werd de activiteit recent geschrapt door overheidsmaatregelen en waren zowel bij de industriële productie als bij het gezinsverbruik de eerste positieve effecten te zien. Toch blijven de structurele overcapaciteit in de vastgoedsector en de geopolitieke spanningen met de Verenigde Staten het algemene bedrijfsklimaat bezwaren, waardoor het vertrouwen in het land beperkt blijft. In Japan weegt de krimp van de reële lonen op het gezinsverbruik, wat de tegenvallende groei in het tweede semester vorig jaar verklaart.

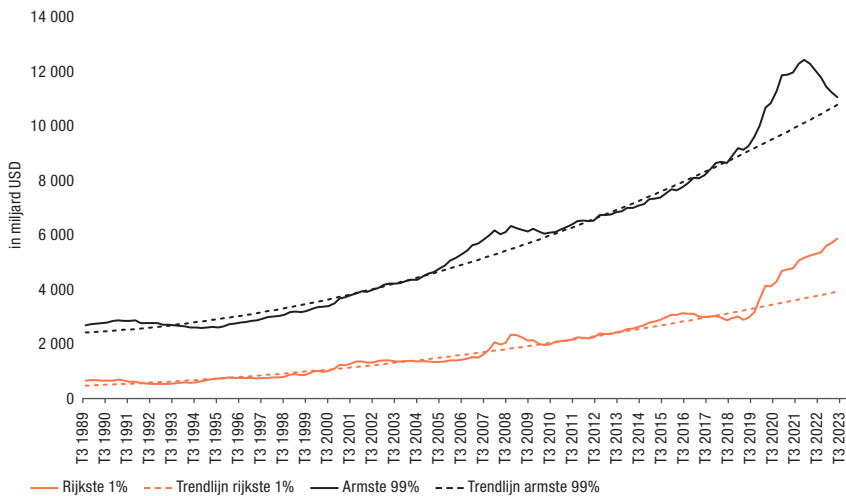
CONSUMENTENUITGAVEN IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

Hoewel de Federal Reserve de beleidsrente sinds maart 2022 stelselmatig verhoogt, blijft de Amerikaanse economische activiteit mooi groeien. De recessie, die uit historisch oogpunt moeilijk te vermijden leek na de omkering van de rentecurve, de terugval van de samengestelde index van de voorlopende indicatoren van de Conference Board en de wezenlijke vertraging van de kredietactiviteit, blijft vooralsnog uit. Hoewel we het uiteindelijke verdict nog moeten afwachten, loopt in april de termijn van maximaal achttien maanden vertraging af waarmee de recessies in het verleden het begin van de omkering van de rentecurve volgden. Wie niet gelooft in een krimp, verwijst naar de dalende cycliciteit van de economische activiteit, nu het aandeel van de dienstensector almaar groeit. Zelfs bij de recessie in 2001 liet de binnenlandse consumptie nooit een kwartaal met rode cijfers optekenen, wat getuigt van de stabiliteit die de economie in de loop der tijd heeft ontwikkeld. Aangezien de bbp-groei deze zomer positief is gebleven, lijkt de theorie dat er ondanks de omkering van de rentecurve geen recessie zit aan te komen, nu definitief hout te snijden.

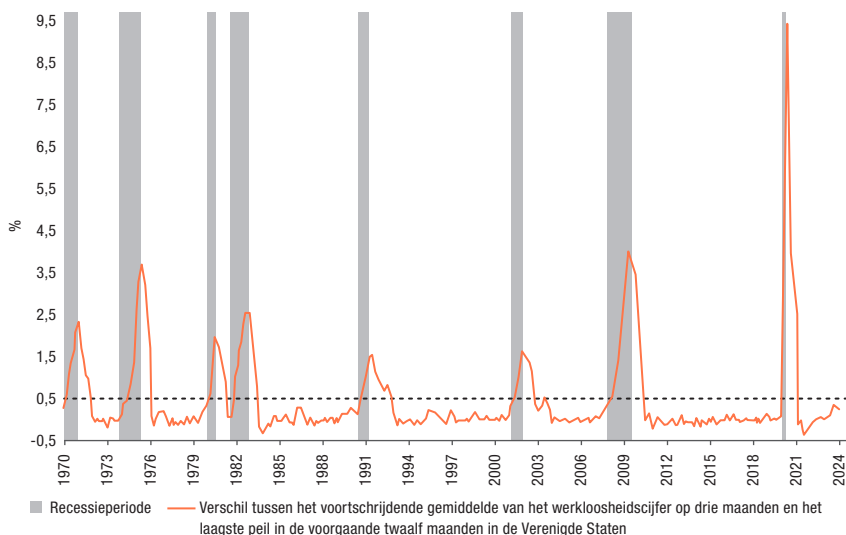
BANKDEPOSITO'S EN GELDMARKTFONDSEN VAN DE AMERIKAANSE GEZINNEN



Bron: Federal Reserve, BLI

Een gedetailleerde analyse van de liquiditeit bij de Amerikaanse bevolking suggereert dat het uitblijven van een recessie in de Verenigde Staten voornamelijk te danken is aan de spaarreserves die werden opgebouwd tijdens de pandemie. Het spaaroverschot van de Amerikaanse gezinnen (exclusief de rijkste 1%), dat wordt gedefinieerd als het verschil tussen de huidige spaartegoeden en de geëxtrapoleerde trend op dertig jaar, was eind 2021 goed voor 2.300 miljard USD, bijna 8% van het bbp. Van die 2.300 miljard USD werd sindsdien 1.300 miljard gependeed, of 4,5% van het bbp, wat min of meer overeenstemt met de volledige economische groei van de voorbije twee jaar. Na die periode van overconsumptie is de spaarpot van de gezinnen nu weer genormaliseerd, wat laat vermoeden dat de periode met bovenmaatse uitgaven achter ons ligt. Als de spaarquote niet blijft krimpen, zal de stijging van de lonen niet afdoende zijn om de binnenlandse consumptie te handhaven. Door de recente explosie van de uitstaande bedragen op kredietkaarten lijkt het er bovendien op dat de huidige inkomsten niet meer volstaan om te voldoen aan de consumptiebehoeften.

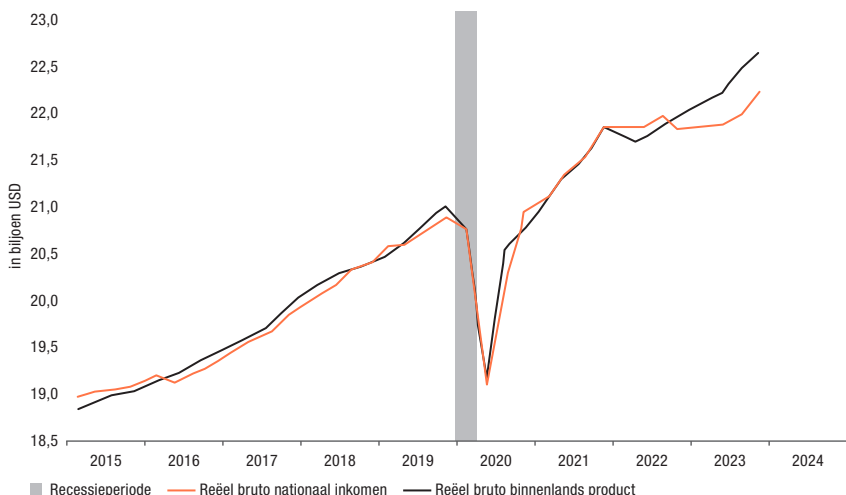
RECESSIE-INDICATOR VOLGENS DE REGEL VAN SAHM



Bron: Federal Reserve Bank of St. Louis, Claudia Sahn, Jefferies

Hoewel de arbeidsmarkt zich tot dusver heel veerkrachtig heeft getoond, wijzen de recente statistieken op een matige ontwikkeling. Enerzijds wijzen de terugval van het aantal vrijwillige vertrekkers, de vermindering van het aantal gewerkte uren en de krimp van het aantal interimjobs er gewoonlijk op dat de arbeidsmarkt meer terrein zal verliezen. Anderzijds is er geen stijging van het aantal aanvragen voor werkloosheidsuitkering en blijft het werkloosheidscijfer over het algemeen laag. Steeds wanneer het voortschrijdende gemiddelde van het werkloosheidscijfer op drie maanden in het verleden 0,5% hoger steeg dan het laagste peil in de voorgaande twaalf maanden, is de economische cyclus uitgemond in een recessie. Inmiddels voldoen al twintig van de vijftig Amerikaanse staten aan dat criterium, de zogeheten regel van Sahn, naar Claudia Sahn, een oud-econome van de Federal Reserve. Toen begin april de recentste tewerkstellingscijfers werden gepubliceerd, bedroeg het verschil tussen het voortschrijdende gemiddelde van het werkloosheidscijfer op drie maanden en het laagste peil van de twaalf voorgaande maanden 0,4%, wat aantoont dat de Amerikaanse economie zich (nog) niet in een recessie bevindt.

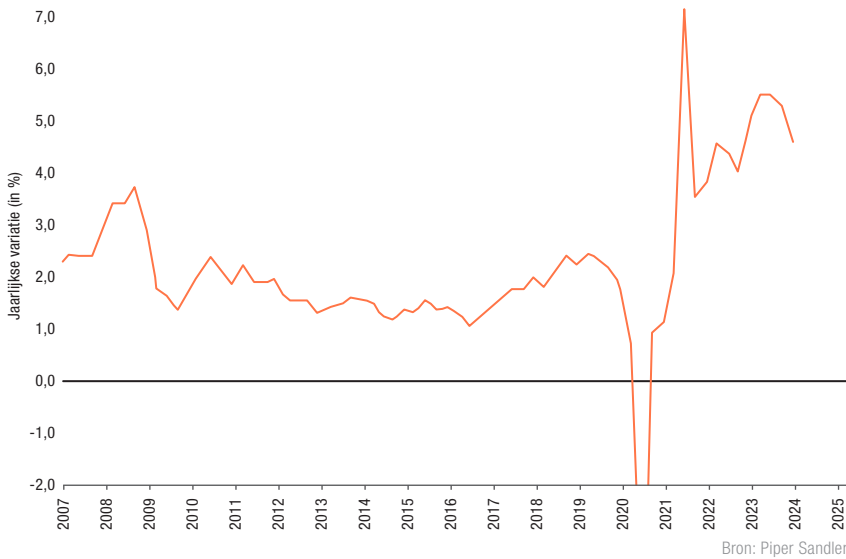
BRUTO BINNENLANDS PRODUCT EN BRUTO NATIONAAL INKOMEN IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Piper Sandler

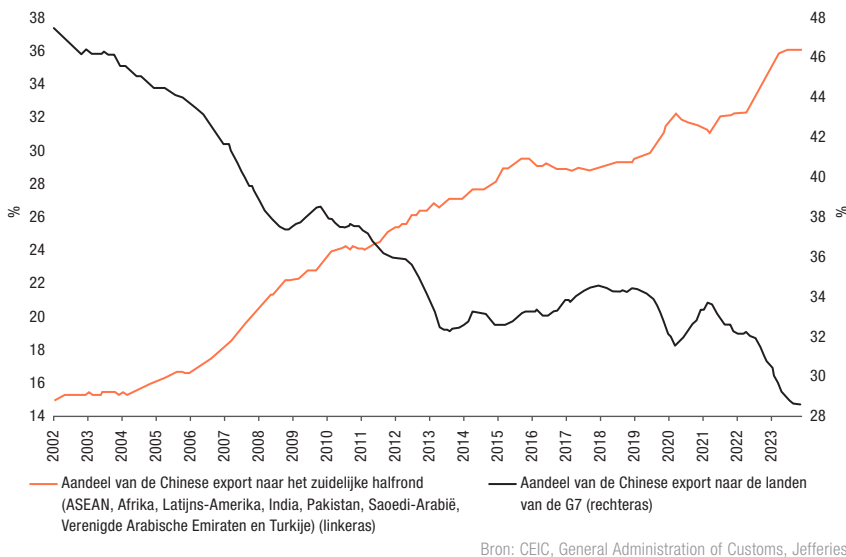
Een zorgwekkend element dat vaak geldt als voorbode van een economische vertraging is wanneer er plots een kloof gaat tussen verschillende statistieken die in theorie dezelfde economische cijfers moeten meten. Zo zou het bruto nationaal inkomen, dat alle inkomsten omvat (lonen, bedrijfswinsten, dividenden, interesten en huurgelden) altijd een weerspiegeling moeten zijn van het bruto binnenlands product, dat de totale waarde meet van de goederen en diensten die in de loop van een jaar worden geproduceerd en geleverd. Momenteel ligt de som van de inkomsten zonder aanwijsbare reden evenwel een stuk lager dan de totale productiewaarde, waardoor er op een gegeven moment ergens iets zal moeten veranderen. Wat de arbeidsmarkt betreft, schetsen de resultaten op basis van de enquêtes bij de ondernemingen bovendien een heel ander beeld dan de gegevens die werden ingewonnen bij de gezinnen. Zo ligt het aantal nieuwe jobs dat volgens de ondernemingen werd gecreëerd, een stuk hoger dan het aantal personen dat volgens de enquêtes bij de gezinnen in dienst werd genomen. Door die verschillen rijzen er twijfels over het vermogen van de Amerikaanse economie om het huidige groeiritmte te handhaven en daardoor in het tweede semester een recessie te vermijden.

VERGOEDING PER WERKNEMER IN DE EUROZONE



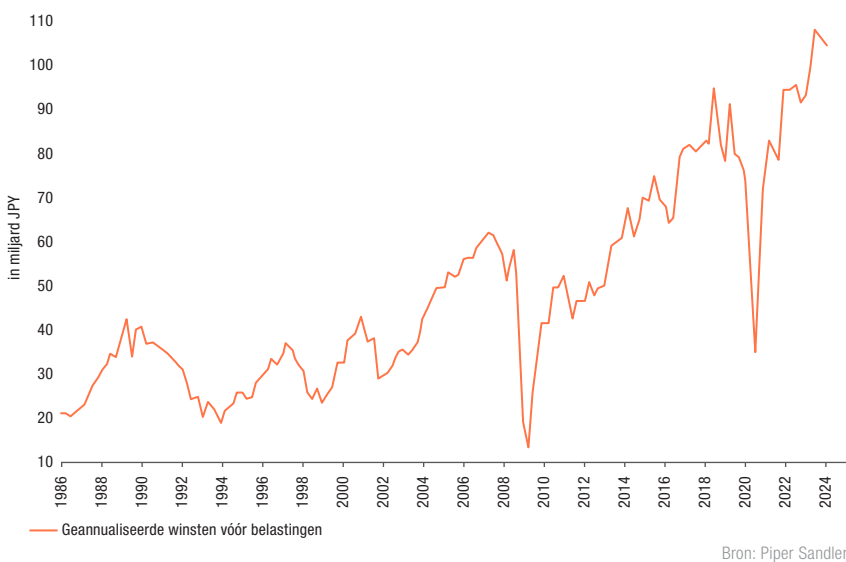
De eurozone maakt deel uit van de regio's die weinig florissante groeivoorzichten kennen. Hoewel een technische recessie, die wordt gedefinieerd als twee opeenvolgende kwartalen met dalende activiteit, op het nippertje werd vermeden in het tweede semester van 2023, stellen tal van particuliere en overheidsinstellingen de Europese groeiverwachtingen voor dit jaar almaar neerwaarts bij. Bovendien ligt de industriële productie nog steeds op apegapen vanwege de beperkte buitenlandse vraag en door de verzwakte concurrentiepositie naar aanleiding van de aantrekkende energiekosten. Tegelijkertijd lijdt de vastgoedsector onder de heropleving van de rente, met als gevolg dat de bouwactiviteit in de meeste landen in het slop zit. Ook in de dienstensector, die na de pandemie een duwtje in de rug kreeg door de heropening van de economie, is het vet intussen van de soep, aangezien de Europese consumenten minder overheidssteun genoten dan hun Amerikaanse tegenhangers. De hoop op een verbetering van de economische situatie in de loop van het jaar steunt voornamelijk op een krimp van de inflatie en een voortdurende groei van de lonen, wat moet leiden tot meer reële koopkracht voor de gezinnen en dus tot meer consumentenuitgaven, ervan uitgaande dat de arbeidsmarkt het hoofd boven water houdt.

CHINESE EXPORT



De Chinese economische groei lijkt te normaliseren met dank aan een reeks ad-hocoverheidsmaatregelen. De regering doet zijn best om met een voorzichtig en evenwichtig beheerbeleid aan te sturen op een bbp-groei van ongeveer 5%. De structurele Chinese groeivertraging is het logische gevolg van het ontwikkelingstraject, waarbij de afname van het groeitempo sterk ging lijken op de situatie die we kennen uit Japan en Zuid-Korea, zodra het bbp per inwoner de grens van 7.000 dollar overschreed. Ondanks stevige uitdagingen zoals geopolitieke spanningen, overcapaciteit in de vastgoedsector en een vergrijzende bevolking, kan de Chinese economie op lange termijn nog steeds heel wat groeipotentieel voorleggen. Zo rekent de Chinese overheid voor de verdere ontwikkeling bijvoorbeeld op de verdere verstedelijking, de bloeiende handel met het zuidelijke halfrond, de enorme infrastructuurinvesteringen, de technologische innovatie en het enorme groeipotentieel van de binnenlandse markt. Ondanks de tegenwind die het land momenteel te verwerken krijgt, zou China in staat moeten zijn economisch te blijven groeien, met dank aan zijn volharding en langetermijnvisie.

WINSTEN VAN JAPANESE ONDERNEMINGEN



Hoewel in de lente van 2023 de gunstigste loonovereenkomsten in dertig jaar werden afgesloten, bleef het inkomen van de Japanse gezinnen het gehele voorbije jaar achter op de inflatie, wat in het tweede semester woog op de economische groei. Dit jaar doen de eerste indicatoren vermoeden dat de lonen nog sterker zullen stijgen, tot niveaus die hoger liggen dan de inflatie, en dat de reële koopkracht van de gezinnen bijgevolg zal aantrekken. De Japanse ondernemingen kunnen immers erg robuuste jaarrekeningen voorleggen, waardoor ze de hogere loonkosten kunnen dragen zonder de investeringen terug te schroeven. Ze danken hun sterke concurrentieposities aan de zwakke yen en aan hun beperkte schuldenlasten, en kunnen sterk stijgende winsten en recordwinstmarges voorleggen. Bovendien zullen zowel de gezinnen als de ondernemingen de vruchten plukken van het erg soepele monetair beleid, al liet de Japanse centrale bank recent haar beleid met negatieve rente en haar controle over de rentecurve varen. De monetair overheden lijken niet erg enthousiast om de geldprijs nog te verhogen en hebben in geen enkel opzicht aangegeven de aankopen van staatsobligaties te willen temperen, hoewel ze al meer dan de helft van al het uitstaande overheidspapier in portefeuille hebben.

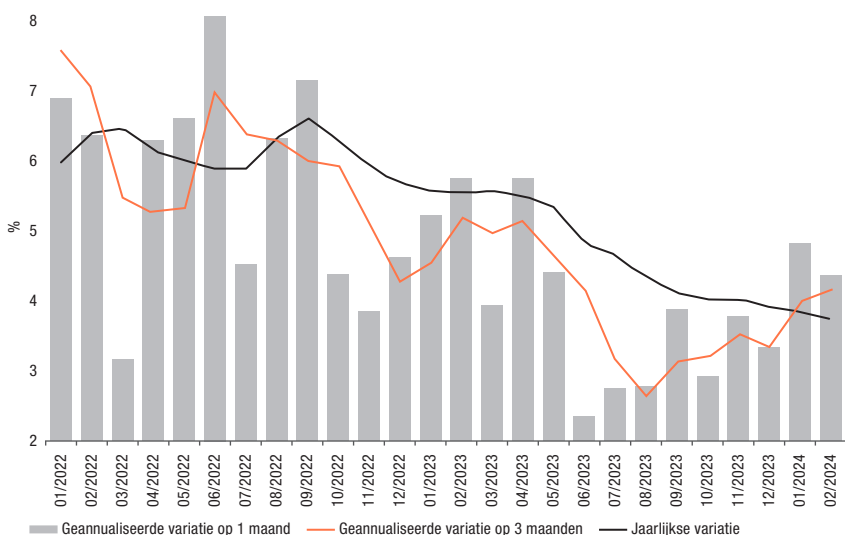
PRIJS VAN RUWE AARDOLIE



Bron: Bloomberg

De inflatie is al wat gekrompen tegenover de hoge niveaus die we zagen in 2022, maar verdere dalingen blijken niet zo eenvoudig. Als het groeiende risico op een verstoorde balans tussen de vraag en het aanbod de olieprijs opnieuw doet opleven, kan dat de huidige neerwaartse tendens van de inflatie verstoren. Enerzijds zou de vraag een duwtje in de rug kunnen krijgen door een versnelling van de Chinese economie en een herleving van de wereldwijde industriële productie, zoals werd gesuggereerd door de verbeterende activiteitsindexen in de verwerkende industrie die tal van landen recent konden voorleggen. Anderzijds zouden de verlenging van de overeenkomst tussen de OPEC+-landen om de productie te beperken tot medio 2024 en de onzekerheid over het vermogen van de Amerikaanse oliesector om meer oliehoudende leisteen te ontginnen een toename van het aanbod in de weg kunnen staan, en dat op een moment dat de Amerikaanse strategische reserve bijna is uitgeput. Daarnaast is ook de geopolitieke situatie erg onzeker. Zo zou het conflict in het Nabije Oosten kunnen uitdijen en zou Vladimir Poetin een poging kunnen doen om de olieprijs de hoogte in te jagen vóór de Amerikaanse presidentsverkiezingen, teneinde de balans te laten doorslaan in het voordeel van Donald Trump. Door de ongunstige vergelijkingsbasissen zou elke stijging van de olieprijs meteen een versnelling van de inflatie in de hand werken.

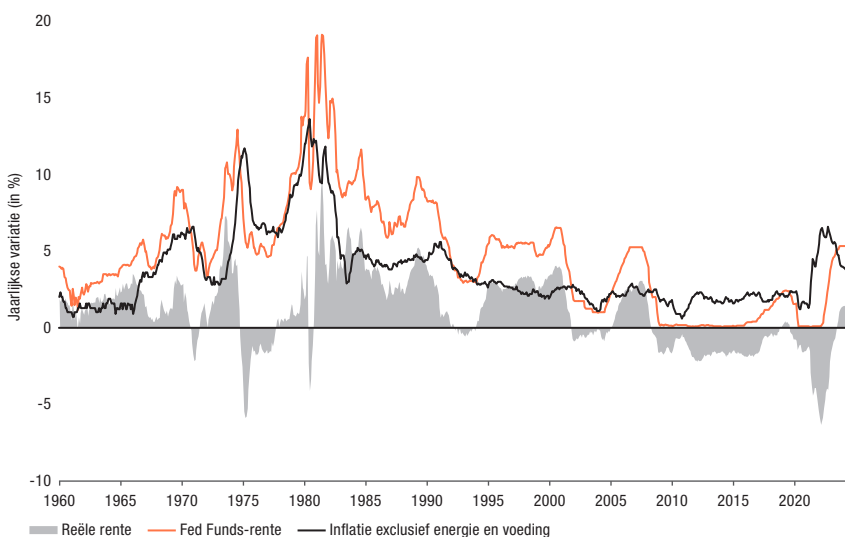
INFLATIE EXCLUSIEF ENERGIE EN VOEDING IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Bureau of Labor Statistics, Jefferies

Ook zonder een hernieuwde stijging van de olieprijs blijft de hardnekkige inflatie in de dienstensector een enorme hinderpaal op de weg naar 2% inflatie. Op erg korte termijn zijn de Amerikaanse inflatiecijfers namelijk al verslechterd. Alle prijsindicatoren vertonen een versnelling van hun geannualiseerde variatie op een of drie maanden: een omkering van de dalende trend die we zagen tot december vorig jaar. Zelfs ten opzichte van het voorgaande jaar lijkt de inflatie van goederen en diensten exclusief energie en voeding te blijven hangen tussen 3% en 4%, afhankelijk van de gekozen indicator. Zolang de Amerikaanse economie veerkrachtig blijft en een krimp kan vermijden, en zolang de arbeidsmarkt het goed blijft doen, lijkt het onwaarschijnlijk dat de inflatie zal dalen tot 2%. Een verlenging van de groeicyclus verhoogt bovendien de kans dat de inflatie van de goederen, die momenteel bijna nul bedraagt, opnieuw opleeft, voor zover dat niet sowieso zal gebeuren in het licht van de ongunstige vergelijkingsbasissen. Zolang de economie erin slaagt de economische wetten uit het verleden te tarten en ondanks de wezenlijke monetaire verkrapping een recessie te vermijden, oogt een verdere daling van de inflatie dan ook onwaarschijnlijk.

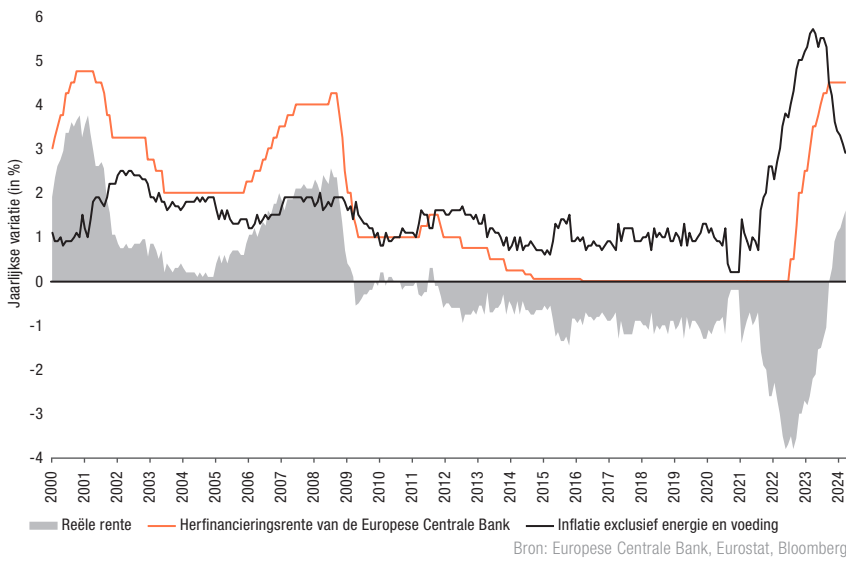
MONETAIR BELEID IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Federal Reserve Bank of New York, Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

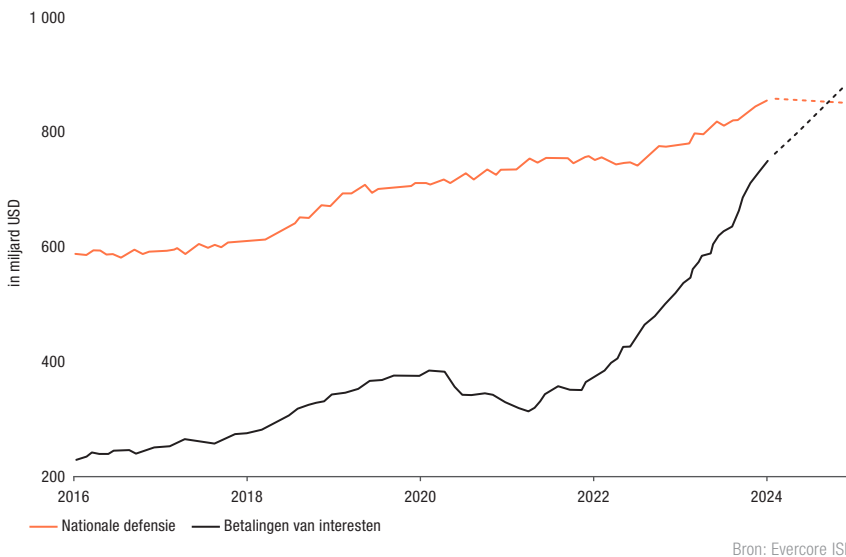
Sinds juli 2023 heeft de Amerikaanse Federal Reserve haar beleidsrente niet meer bijgesteld en ligt de Fed Funds-rente tussen 5,25% en 5,50%. Met de veerkracht van de Amerikaanse economie en de terugval van de inflatie in het achterhoofd hebben de monetaire overheden tot dusver geopteerd voor een status quo. Tegelijkertijd heeft voorzitter Jerome Powell de markt voorbereid op de geleidelijke versoepeling van de monetaire voorwaarden die hij wil inzetten zodra hij voldoende vertrouwen heeft in de gestage terugkeer van de inflatie naar de doelstelling van 2%. De eerder gematigde prijsgegevens sinds het begin van het jaar waren voor Powell geen reden om zijn houding te wijzigen. Naar verwachting zal de dalende trend van de inflatie die in het tweede semester van 2022 werd ingezet, blijven duren, al wegen de laatste loodjes tot het doel van 2% duidelijk het zwaarst. Thans verwacht de markt drie renteverlagingen vóór het einde van het jaar (wat overeenkomt met de officiële raming van het monetaire comité), waarvan de eerste bij de bijeenkomst in juni. Ook de presidentsverkiezingen in november pleiten voor een eerste rentewijziging in juni, teneinde tegen de zomer een stabiel economisch klimaat te creëren dat geen van beide kandidaten vooruit helpt.

MONETAIRE BELEID IN DE EUROZONE



De Europese Centrale Bank heeft de beleidsrente na september 2023 niet meer gewijzigd. Sindsdien bedraagt de herfinancieringsrente 4,5% en de depositorente 4%. De Europese monetaire overheden bevinden zich in een moeilijker situatie dan hun Amerikaanse tegenhangers. Enerzijds rechtvaardigen de zwakte van de economie in het algemeen en de bouwsector in het bijzonder een lagere rente om de activiteit weer aan te blazen. Anderzijds zetten een kerninflatie van nog steeds bijna 3% en loonstijgingen van 4% à 5% elke voortijdige versoepeling die de inflatie weer zou kunnen oplakkeren, op losse schroeven. Daar komt nog bij dat het mandaat van de Europese Centrale Bank beperkt is tot de prijsstabiliteit, terwijl de Federal Reserve ook de volledige tewerkstelling tot doel heeft. In het licht van dat dilemma zal de ECB vindingrijk uit de hoek moeten komen. Momenteel zet voorzitter Christine Lagarde in op een eerste renteverlaging in juni, hopen dat de inflatie in de tussentijd zal blijven dalen. Als de monetaire overheden van de eurozone daadwerkelijk zo handelen, is dat een van de zeldzame keren dat de Europese rente wijzigt voor de Amerikaanse, wat negatief zou kunnen uitpakken voor de waarde van de euro, en dus ook voor de geïmporteerde inflatie.

AMERIKAANSE OVERHEIDSUITGAVEN

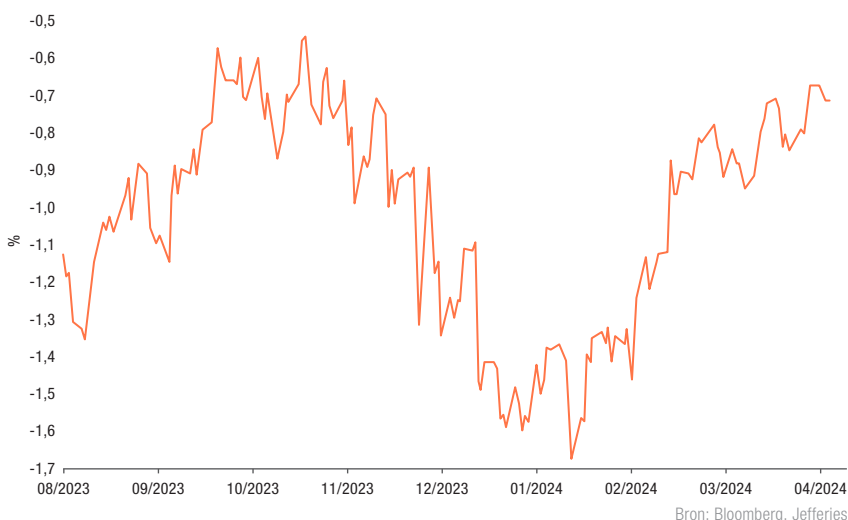


Zelfs als de Amerikaanse economie, de motor van de wereldwijde groei, uiteindelijk een recessie weet te vermijden, hebben de meeste onderdelen van het bbp nog maar weinig groeipotentieel in petto voor de rest van het jaar. Aangezien er haast geen werkloosheid is, kan de arbeidsmarkt amper nog verbeteren. Door de stagnatie van de winsten in de voorbije twee jaar is een sterke opleving van de bedrijfsinvesteringen ook weinig waarschijnlijk. Om dezelfde reden zullen de ondernemingen ook niet erg enthousiast zijn om de lonen nog op te trekken, aangezien dat de inflatie en dus ook de rente weer zou doen stijgen. Een versnelling van de productiviteitswinsten zou op lange termijn kunnen, na een lange periode met meer investeringen, maar op korte termijn is die kans verwaarloosbaar na een decennium dat werd gedomineerd door de terugkopen van aandelen. Dan resten ons nog de overheidsuitgaven, die inderdaad de voornaamste bron van groei lijken te zijn geworden. Met dank aan de steun van de Federal Reserve zijn die zijn ook eenvoudig inzetbaar. De stijging van de rente heeft de overheidsschuld evenwel al een stuk duurder gemaakt. De interestbetalingen bedroegen dit jaar vermoedelijk meer dan het volledige defensiebudget. Met andere woorden: een voortzetting van de huidige groeicyclus zou ten koste gaan van de overheidsfinanciën, die nu al sterk onder druk staan.



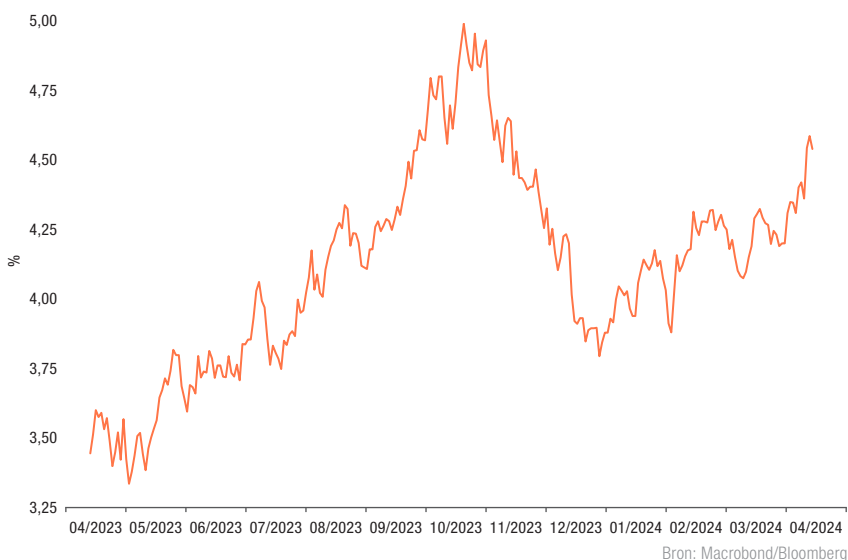
Financiële markten

DOOR DE MARKT VERWACHTE DALING VAN DE FED-BELEIDSRENTE IN 2024



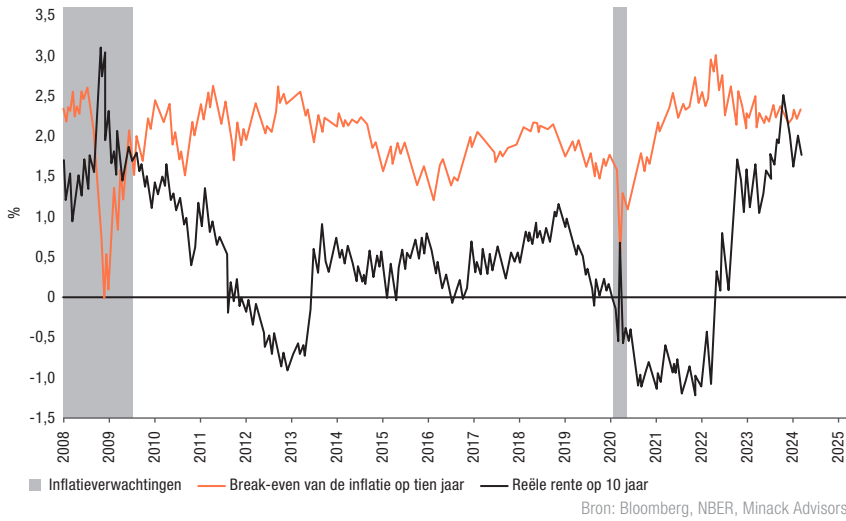
Met dank aan de groeiwaarden hebben de beurzen hebben hun stijging van het eerste kwartaal voortgezet. Zo steeg de wereldwijde aandelenindex met 8,9% in USD en met 11,3% in EUR. Het feit dat de beleggers hun verwachtingen op het vlak van monetaire versoepeling hebben moeten bijstellen, heeft hun appetijt voor aandelen niet getemperd. Zij zijn van mening dat een omgeving waarin de rente hoger blijft dan voorzien vanwege de fikse economische groei, uiteindelijk alleen maar in het voordeel van de aandelen kan spelen. Bovendien handhaaft de voorzitter van de Amerikaanse centrale bank zijn toegeeflijke houding en zinspeelt hij op een eerste renteverlaging vóór het midden van het jaar. In lokale munt kwam de beste prestatie van de Japanse markt, maar door de voortdurende stijging van de 'magnificent 6' kon de Amerikaanse markt wel de Europese achter zich laten. Op sectorniveau hinkten vastgoed, basismaterialen en nutsdiensten achterop, terwijl de wereldwijde index van de halfgeleiders ruim 35% winst boekte.

AMERIKAANSE TIENJAARSRENTE



Het eerste kwartaal was niet ideaal voor de obligatiemarkten. De mooie groeicijfers en ietwat ongunstige inflatie in het eerste kwartaal hebben de verwachtingen van de beleggers betreffende een versoepeling van het monetaire beleid van de centrale banken getemperd en de langetermijnrente lichtjes omhoog gestuwd. Na de laatste twee maanden van het vorige jaar gedaald te zijn tot 3,9%, is de Amerikaanse tienjaarsrente begin april weer opgeleefd tot 4,4%. De markten lijken de kans op een recessie voor de Amerikaanse economie nu definitief verworpen te hebben. Dat neemt niet weg dat achter de positieve cijfers waar de beleggers zich op blindstaren, een achteruitgang van de economische activiteit schuilgaat, al zou dat niet als een verrassing mogen komen na de forse rentestijgingen in de voorbije twee jaar. Als dat negatieve aspect zichtbaarder wordt, zullen de staatsobligaties met hoge duration hun rol als veilige haven weer opnemen. Bij een recessie reduceert de Federal Reserve haar beleidsrente gewoonlijk met 300 à 400 basispunten. Als dat nu opnieuw gebeurt, zal de rente onder 2% dalen en de langetermijnrente op staatsobligaties onder 3%.

VERENIGDE STATEN: REËLE RENTE OP TIEN JAAR EN INFLATIEVERWACHTINGEN



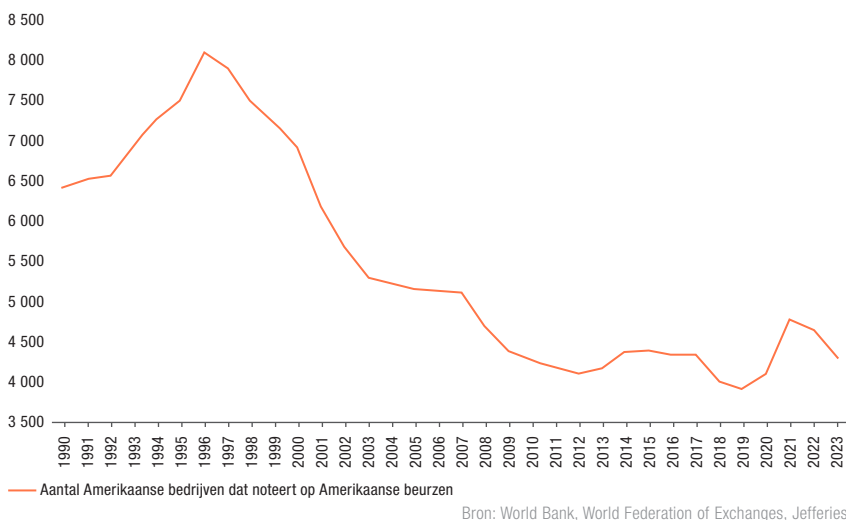
Op langere termijn zou het evenwel kunnen dat de centrale banken zullen moeten kiezen tussen een duurzame bestrijding van de inflatie en de kostprijs van schulden indammen om de regeringen te financieren. De vergrijzing van de bevolking en de ambitieuze overheidsprogramma's (sociale uitgaven, energietransitie, herbewapening enzovoort) blijven wegen op de overheidsuitgaven, die daardoor het risico lopen sneller te groeien dan de fiscale inkomsten. In dat geval zullen de begrotingstekorten blijven toenemen, terwijl de overheidsschulden nu al de pan uit rijzen. Sommige van die programma's vergen namelijk heel wat middelen, zowel qua arbeidskrachten als qua grondstoffen. En dat op een moment dat de wereldeconomie, met dank aan de vergrijzing van de bevolking en een gebrek aan investeringen in mijnbouwprojecten, een nijpend tekort aan die middelen lijkt te ervaren. Een onevenwicht tussen vraag en aanbod jaagt de prijzen van die middelen gewoonlijk de hoogte in, en daarmee dus ook de inflatie. De combinatie van een hoge inflatie en de noodzaak om de rente relatief laag te houden, zal de reële rente drukken, wat in het voordeel speelt van de op de inflatie geïndexeerde obligaties.

INDEX VAN DE GROEI-MARKTOBLIGATIES TEGENOVER DIE VAN DE G7-LANDEN (IN USD)



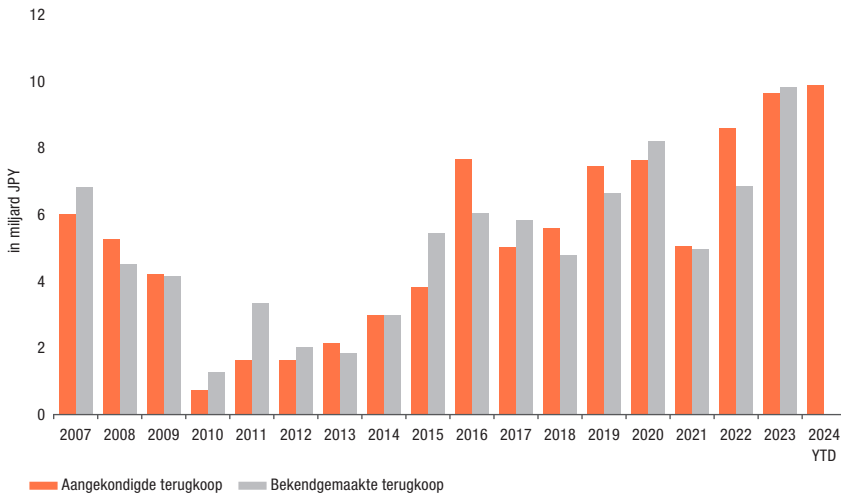
Door de sterke renteverhoging van de centrale banken sinds 2022 werden bepaalde segmenten van de obligatiemarkten weer interessant. Zonder verdere liquiditeitsinjecties van de centrale banken stoelt de kredietwaardigheid van de hoogrentende emittenten nu opnieuw op hun fundamentele kwaliteit. Nu de geopolitieke en economische context een stuk onzekerder is geworden, maakt een aanpak op basis van de intrinsieke kenmerken van de hoogrentende emittenten het mogelijk om afstand te nemen van de macro-economische vooruitzichten op korte termijn. De geloofwaardigheid van de overheidsemittenten uit de groei-landen werd gesterkt door hun vermogen om het hoofd te bieden aan de verschillende crisissen in de voorbije vier jaar. In dat opzicht mogen we niet vergeten dat de obligatiemarkten van de groei-landen sinds de pandemie van 2020 in dollar uitstekende prestaties laten optekenen tegenover die van de ontwikkelde landen, en dat ondanks de waardevermindering van de Amerikaanse munt. Die topprestatie is te danken aan het strengere monetaire en fiscale beleid.

AANTAL AMERIKAANSE BEDRIJVEN DAT NOTEERT OP AMERIKAANSE BEURZEN



Hoewel een correctie van onbepaald formaat mogelijk is, pleiten de economische omstandigheden nog steeds voor reële activa boven monetaire activa, dus voor aandelen boven obligaties, en dan met name voor kwaliteitsaandelen boven staatsobligaties. Door de hoog blijvende begrotingstekorten worden er meer staatsobligaties uitgeschreven. Er zal een moment komen waarop de vraag het aanbod niet meer kan bijhouden. Op dat moment moeten de centrale banken de obligaties aankopen, of moeten bepaalde beleggers daartoe worden gedwongen op basis van het reglementaire kader. Het aanbod van kwaliteitsaandelen daarentegen krimpt steeds meer door overnames en inkopen van eigen aandelen. De kwaliteitsondernemingen bevinden zich dan ook in de beste positie om zich aan te passen aan de ontwikkeling van de economische omgeving. Bovendien betalen ze gewoonlijk aantrekkelijke en stijgende dividenden uit, in tegenstelling tot obligaties, die een vaste coupon uitkeren. Daardoor bieden ze meer bescherming tegen de inflatie.

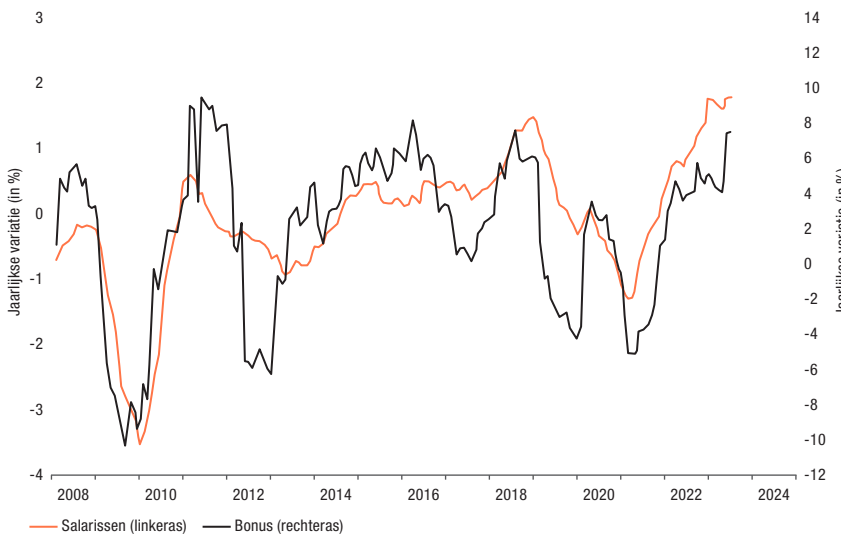
TERUGKOOP VAN EIGEN AANDELEN DOOR DE JAPANESE ONDERNEMINGEN



Bron: Factset, Bloomberg, Jefferies

De Japanse markt kende opnieuw het beste eerste kwartaal van alle belangrijkste beurzen. Wij benadrukten in het verleden al herhaaldelijk de troeven van die markt. Het voornaamste argument schuilt in de verbeterde corporate governance. De Japanse ondernemingen hebben decennialang blijik geven van sterke operationele efficiëntie, maar hun kapitaaltoewijzing liet te wensen over. Hun prioriteit was steeds een groter marktaandeel te verwerven. Daardoor lagen hun winstmarges en rendement op geïnvesteerd kapitaal lager dan in andere regio's als de Verenigde Staten, waar de aandeelhouders bovenal waarde hechten aan winst. Daar kwam ruim tien geleden verandering in onder invloed van het Abenomics-programma van oud-premier Shinzo Abe. Door de komst van een behoorlijk aantal activistische aandeelhouders gaat alles vandaag een stuk sneller. Er is nog heel wat potentieel voor rentabiliteitsgroei, wat Japan de komende jaren tot een van de interessantste markten maakt.

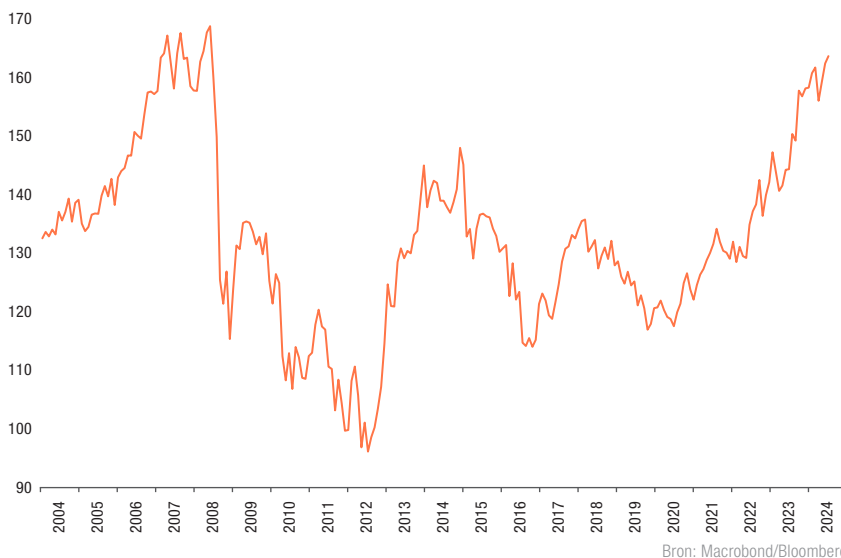
JAARLIJKSE VARIATIE VAN DE SALARISSEN EN BONUSSEN IN JAPAN



Bron: BCA Research

Ook de verbetering van de economische omgeving pleit in het voordeel van de Japanse markt. De economie van het land kreeg jarenlang deflatoire druk te werken. Hoewel de reële groei van Japan in lijn lag met die van de meeste andere westerse landen, viel de nominale groei een stuk lager uit, met alle gevolgen van dien voor de verkoopcijfers van de Japanse ondernemingen. Thans lijkt het land de deflatie te hebben ingeruild voor een opwaartse spiraal van stijgende lonen, productieve investeringen, toenemende koopkracht en productiviteitswinst. De Japanse markt heeft op dit moment dan ook heel wat troeven in handen, en toch blijft de aandelenblootstelling van de institutionele beleggers beperkt. Er is ook een risico: bij een achteruitgang van de wereldeconomie zou de Japanse markt stevige klappen krijgen.

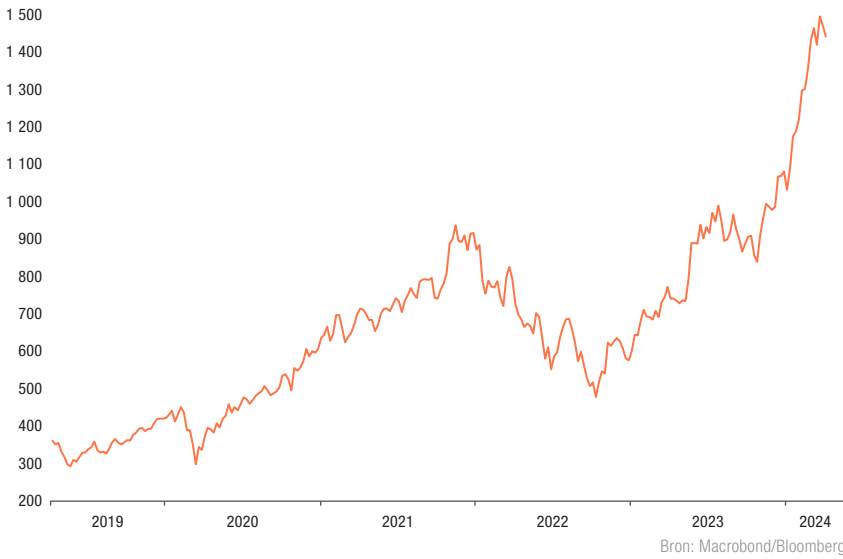
WISSELKOERS EUR/JPY



Bron: Macrobond/Bloomberg

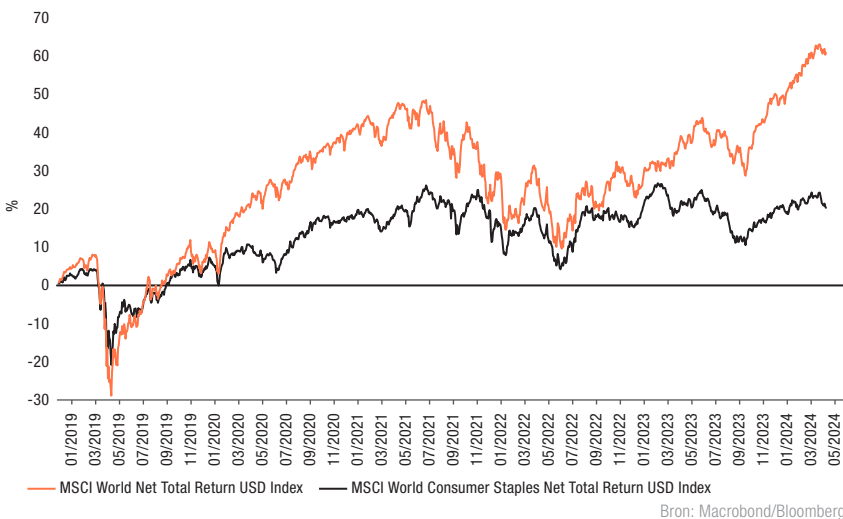
Net zoals de voorbije twee jaar gingen de goede prestaties van de Japanse aandelen gedeeltelijk verloren door de waardevermindering van de yen. Zo speelde de Japanse munt sinds begin dit jaar bijna 5% van zijn waarde kwijt ten opzichte van de euro. De lichte verkrapping van het monetaire beleid door de Japanse centrale bank, die haar beleid met negatieve rente in maart liet varen, kon die daling niet voorkomen. Toch zou de krimp van de yen bijna achter ons moeten liggen en zal de Japanse valuta op middellange termijn weer opleven. Eerst en vooral zal het renteverskil met de dollar en de euro slinken door de versoepeling van het monetaire beleid van de Federal Reserve en de Europese Centrale Bank en door de (beperkte) monetaire verkrapping in Japan. Als de Japanse rente lager blijft liggen dan de westerse, zal dat in het nadeel van de yen spelen. Toch valt te verwachten dat de trendlijn van de rentevoeten zwaarder zal doorwegen dan de absolute rentecijfers. Dat geldt des te meer omdat de yen momenteel sterk ondergewaardeerd is en Japan nog steeds de grootste schuldeiser ter wereld is. Er is dan ook heel wat potentieel om kapitalen te repatriëren, en zeker omdat een lichte stijging van de rente voldoende zou zijn om de binnenlandse institutionele beleggers in staat te stellen hun activa en passiva in evenwicht te brengen.

ONTWIKKELING VAN DE WERELDWIJDE HALFGELEIDERSINDEX



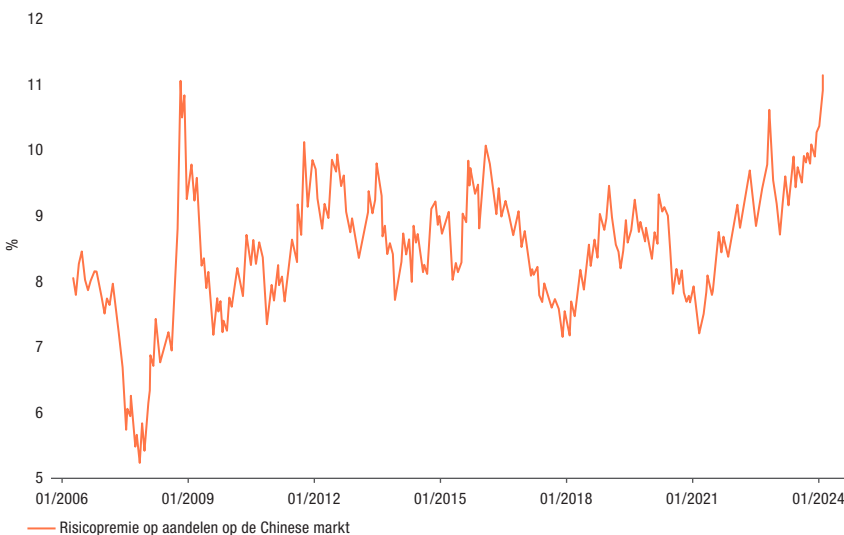
De markt blijft gedomineerd worden door de momentumstrategieën, waarbij beleggers opteren voor de waarden en markten die het sterkst gestegen zijn, met technologie en halfgeleiders op kop. We hadden verwacht dat de stijging van de rente de voorbije twee jaar de markten zou overtuigen om opnieuw meer belang te hechten aan de waarderingratio's, maar tot dusver is dat niet het geval. Het lijkt erop dat onder meer de technologiesector zal blijven profiteren van gunstige seculaire trends als de digitalisering, artificiële intelligentie en cloud computing, en daarmee tot de verbeelding van de beleggers zal blijven spreken. Dat is evenwel geen reden om overdreven prijzen te betalen, en al zeker niet omdat het een sector betreft die snel ontwikkelt, waardoor het moeilijk is om prognoses te stellen.

ONTWIKKELING VAN DE BASISCONSUMPTIEGOEDEREN EN VAN DE WERELDWIJDE INDEX OP 5 JAAR



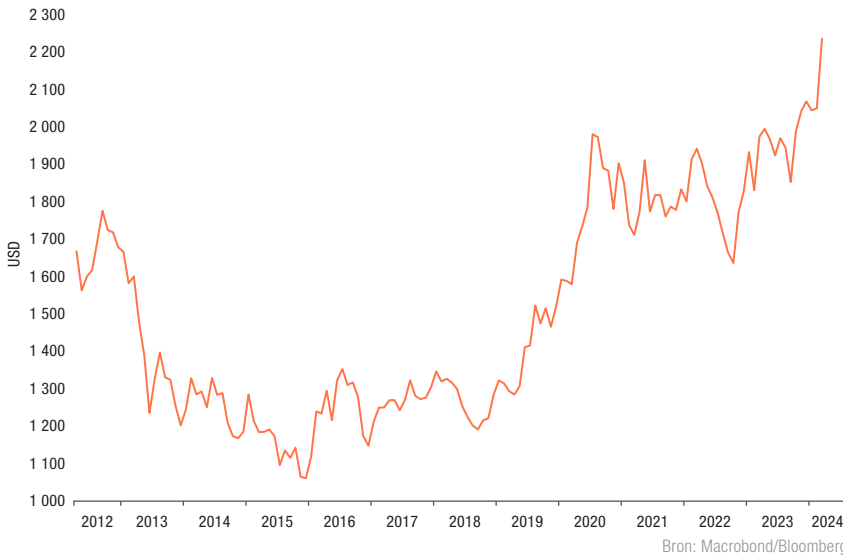
Aan het andere uiteinde van het spectrum vinden we sectoren als gezondheidszorg en basisconsumptiegoederen, die de beleggers links lieten liggen. Onder de vijf aandelen met de slechtste resultaten voor het eerste kwartaal in de Europese index Stoxx 600 vinden we bijvoorbeeld Roche, Nestlé en Reckitt Benckiser. Aangezien de markten nu uitgaan van een zachte landing of zelfs van een herleving van de Amerikaanse economie, zien de beleggers geen reden meer om die vanwege hun stabiliteit en veerkracht bij economische recessies als defensief bekendstaande sectoren in portefeuille te houden. Ondanks hun uitstekende prestaties in de dalende markt van 2022 doen ze het nu al drie jaar op rij minder goed dan de wereldwijde index en zijn ze thans aantrekkelijk gewaardeerd. Ook het vermogen van de ondernemingen in die sectoren om hun winstmarges te vrijwaren en om recurrente, aantrekkelijke dividenden uit te keren is een troef, al lijkt dat dividend weinig zoden aan de dijk te zetten in de huidige marktomgeving, waarin de momentumstrategieën hoogtij vieren.

RISICOPREMIE OP AANDELEN OP DE CHINESE MARKT



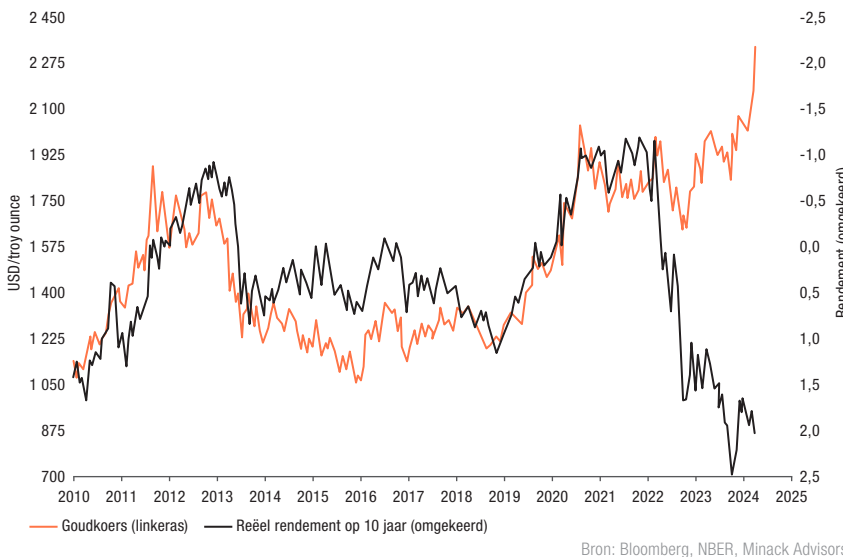
Op regionaal vlak hinken de beurzen van China en Hongkong achterop. Ze blijven lijden onder de stagnatie van de economische activiteit in China en de geopolitieke spanningen. Bepaalde beleggers willen niet meer intekenen op Chinese aandelen. Ze vrezen dat de spelregels op elk ogenblik kunnen veranderen naargelang de beslissingen van de communistische partij en vinden dat minderheidsaandeelhouders niet serieus worden genomen. De Chinese markt is duidelijk de Amerikaanse niet, en de doelstellingen van de partij krijgen voorrang op die van de aandeelhouders. Dat betekent evenwel niet dat de twee onverenigbaar zijn. Integendeel, de overheid heeft een dynamische privésector nodig om zijn groei-doelstellingen te behalen. Wat de geopolitieke spanningen betreft, mogen we niet vergeten dat China, in tegenstelling tot Rusland, een integraal deel is van de wereldeconomie en heel wat producten fabriceert die het Westen nodig heeft. In de tussentijd bieden de Chinese aandelen risicopremies die hoger liggen dan tijdens de financiële crisis, wat aantoont dat ze aantrekkelijk gewaardeerd zijn.

GOUDKOERS



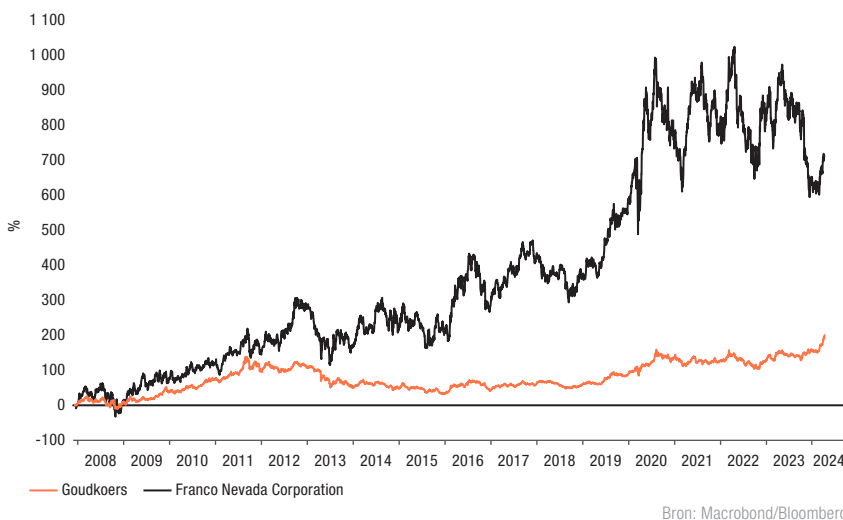
De goudprijs blijft klimmen en kwam begin april in de buurt van \$ 2.400 per troy ounce. De stijging van het gele metaal heeft thans meer te maken met geopolitieke dan met financiële overwegingen. De fragmentering van de wereldeconomie en de implementatie van een alternatief voor het huidige financiële systeem op basis van de dollar door China en zijn bondgenoten zijn gunstig voor goud. De aankopen door de overheden van die landen zijn niet prijsgevoelig en maken deel uit van een strategie, waarbij ze hun handelsoverschotten niet willen beleggen in Amerikaanse staatsobligaties, die hun reputatie als veilige en neutrale activa zijn kwijtgespeeld. Hun initiatieven om de blootstelling aan de Amerikaanse dollar terug te schroeven staan nog in de kinderschoenen. Niet alleen het gebrek aan een tegenpartijrisico en het groeiende wantrouwen ten opzichte van papiergeld, maar ook het beperkte aanbod spelen in het voordeel van het gele metaal als betaalmiddel. En ondanks de recente stijging blijft de goudprijs in reële termen nog steeds een stuk onder de pieken uit 2011 en 1980.

GOUDKOERS EN REËLE RENTE



Een heropleving van de financiële vraag zou ertoe kunnen leiden dat de goudprijs sneller of langer gaat stijgen. Zoals hierboven vermeld, zijn het voornamelijk de aankopen door de centrale banken die het gele metaal in staat hebben gesteld zijn historische correlatie met de reële rente (voor inflatie gecorrigeerde rente) aan zijn laars te lappen. Aangezien goud geen interesten uitkeert, is een stijging van de reële rente gewoonlijk funest voor de koers. En dankzij de rentestijging en de inflatiedaling is de reële rente sinds 2022 sterk aangegroeid. Dat was nefast voor de financiële vraag, zoals blijkt uit de bedragen die vertrokken uit de beursgenoteerde goudfondsen (ETC). Die krimp van de financiële vraag verklaart bovendien ook waarom de goudbedrijven het een stuk minder goed hebben gedaan dan het goud zelf: de centrale banken kopen het metaal en geen aandelen van de goudbedrijven. Nu de centrale banken hun monetaire beleid willen versoepelen en de omgeving structureel meer inflatie kent, zal de reële rente op middellange termijn weer dalen, en de financiële vraag opnieuw opleven.

ONTWIKKELING VAN DE KOERS VAN FRANCO NEVADA SINDS ZIJN BEURSGANG



De royaltybedrijven bieden blootstelling aan goud zonder de operationele risico's waar de klassieke producenten mee kampen. In ruil voor een initiële investering ontvangen ze gewoonlijk een percentage van het goud dat een mijnbouwoperatie produceert. Hun inkomstenstroom kan dan ook als relatief stabiel worden beschouwd, aangezien hij gekoppeld is aan de productie van een mijnbouwproject, en niet aan de rentabiliteit. Bovendien ontvangen de royaltybedrijven hun inkomsten uit verschillende bedrijven, waardoor ook het geopolitieke risico daalt. De geschiedenis leert ons dat die ondernemingen op lange termijn een beter rendement behalen dan het goud, wat niet geldt voor de klassieke producenten. Dat was evenwel niet het geval in 2023, toen de groei van de goudprijs hoofdzakelijk te danken was aan aankopen van de centrale banken (die het metaal kochten, en niet de goudbedrijven), en de financiële vraag in het slop zat door de stijging van de reële rente. Daar komt nog bij dat de grootste van die ondernemingen, Franco Nevada, getroffen werd door een plaatselijk probleem in Panama.

Samenvatting

Samenvattend kunnen we stellen dat de beurzen sinds oktober vorig jaar indrukwekkend zijn opgeveerd. Die heropleving is eerder te danken aan de groei van de waarderingsratio's dan aan een stijging van de bedrijfswinsten. Talloze markten lieten dan ook records optekenen, terwijl de winstramingen voor 2024 lager liggen dan in 2021. De Amerikaanse markt gold als uitzondering, maar dat is uitsluitend te danken aan de 'magnificent 6'.

De opkomst van het indexbeheer heeft de dynamiek op de markten duidelijk veranderd. Indexbeheer is grotendeels gebaseerd op momentum, waarbij de beleggers de waarden kopen die het sterkst gestegen zijn, op basis van het idee dat ze zullen blijven stijgen. De financiële geschiedenis leert ons dat zo'n aanpak wel langdurig betere rendementen kan opleveren dan een aanpak op basis van de kerncijfers, maar ook dat de markten vervolgens vaak sterke correcties ondergaan.

Het risico op een correctie is zodanig groot, dat er een steeds bredere kloof gaapt tussen de realiteit en wat ingeprijsd lijkt in de koersen. De stijging van de markten lijkt te steunen op een terugval van de inflatie, een verbetering van de wereldwijde economische groei, een versoepeling van het monetaire beleid van de centrale banken en een versnelde groei van de bedrijfswinsten. In werkelijkheid daalt de inflatie (toch zeker op dit moment) niet meer en lijkt ze zelfs weer te gaan stijgen, blijft de wereldeconomie zwak, bleek de hoop op een snelle versoepeling van de beleidsrente van de Federal Reserve ongegrond, veert de langetermijnrente opnieuw op en zijn de winstramingen voor het leeuwendeel van de markten en sectoren neerwaarts bijgesteld.

We blijven sterk overtuigd van Japan en goud. Toch valt voor beide beleggingscategorieën een correctie niet uit te sluiten. Japan is een cyclische markt, waar de resultaten van de ondernemingen in de voornaamste indexen sterk afhankelijk zijn van de wereldeconomie. Wat het gele metaal betreft, zou de stijging van de voorbije weken de centrale banken ertoe kunnen aanzetten hun aankopen te temperen, en dat op een moment dat de heropleving van de langetermijnrente kan blijven wegen op de financiële vraag.

Als u onze publicatie "Perspectives" niet meer wilt ontvangen,
kunt u zich uitschrijven via het onlineformulier

www.bdl.lu/noperspectives

Dit document werd met de grootst mogelijke aandacht en zorg opgesteld door BLI - Banque de Luxembourg Investments (BLI). De standpunten of meningen in deze publicatie zijn die van de auteurs en zijn in geen geval bindend voor BLI. De financiële en economische informatie in deze publicatie wordt louter ter informatie verstrekt op basis van de gegevens die bekend waren op de publicatiedatum. Deze informatie vormt geen beleggingsadvies, noch een verzoek of aanbeveling om te beleggen, en mag evenmin worden gezien als fiscaal of juridisch advies. Alle informatie moet met de grootste omzichtigheid worden gebruikt. BLI geeft geen enkele garantie met betrekking tot de juistheid, de betrouwbaarheid, de recentheid of de volledigheid van deze informatie. De aansprakelijkheid van BLI kan niet worden ingeroepen als gevolg van het verstrekken van deze informatie of van beslissingen die een persoon, al dan niet een cliënt van BLI, op basis daarvan neemt, aangezien deze persoon de volledige verantwoordelijkheid voor zijn beslissingen draagt. Potentiële beleggers moeten zich ervan vergewissen dat ze de inherente risico's van hun beleggingsbeslissingen begrijpen en mogen slechts beleggen na rijp beraad, in overleg met hun eigen professionele adviseurs, over de vraag of de voorgenomen beleggingen geschikt zijn in hun specifieke financiële situatie, in het bijzonder rekening houdend met alle boekhoudkundige, fiscale en juridische aspecten. Wij herinneren eraan dat in het verleden behaalde resultaten van financiële instrumenten geen garantie bieden voor de toekomst.

Nr. **179** – 2^e kwartaal 2024

Perspectives

Redactie beëindigd op:
15/04/2024

Redactie en verantwoordelijke uitgever:
BLI - Banque de Luxembourg Investments
16, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Tel.: (+352) 26 26 99 33 18
info@bli.lu
www.bli.lu