

## Het tij is aan het keren voor het monetair beleid



« In september was er een duidelijke verschuiving in de toon van de centrale bankiers wereldwijd: de gezonde groei en de hardnekkigere inflatie doen de belangrijkste centrale banken openlijk met het idee spelen om het monetair beleid te verkrappen. We zijn ervan overtuigd dat de markten in staat zijn een geleidelijke, transparante verkrappingscampagne op te vangen en daarom handhaven we onze overweging in risicovolle activa. Op die manier kunnen onze portefeuilles de vruchten plukken van de stapsgewijze renteverhogingen. »

**Lieven De Witte** *Head of Fixed Income Strategy, BIL*

Hoewel de groeisnelheid over haar hoogtepunt heen lijkt, zal ze in de tweede helft van het jaar en in 2022 hoogstwaarschijnlijk bovengemiddeld blijven. Volgens drie van de machtigste centrale bankiers ter wereld – Lagarde, Powell en Bailey – ligt de oorzaak van deze tijdelijke groeivertraging bij de aanbodzijde, en niet bij de vraag. Bottlenecks en andere problemen in toeleveringsketens zijn hardnekkiger dan verwacht, wat de prijzen hoger stuwt en zwaar op het sentiment weegt. Die zorgen voelen als een zware boodschappentas: hoe langer bedrijven deze met zich meedragen, hoe zwaarder ze lijken. Deze verstoringen zijn op korte termijn zeker problematisch, dat valt niet te betwisten, maar we zijn ervan overtuigd dat ze de vraag naar een later moment doorschuiven, waardoor de cyclus simpelweg verlengd wordt.

### De monetaire kraan wordt wat dichtgedraaid

Op het moment is het monetair beleid extreem verruimend. Aangezien de wereldeconomie nu weer met beide benen op vaste grond staat en er forse begrotingssteun in het verschiet ligt,

zijn centrale banken van plan hun steun af te bouwen. De markten moeten echter afkicken van het langdurige verruimende beleid, dus die afbouw mag zeker niet overhaast gebeuren. Het is dan ook zaak een herhaling van 2013 te voorkomen: Ben Bernanke kondigde destijds aan het aantal obligatieaankopen "vanaf een van de komende vergaderingen" mogelijk te verlagen, en die zes woorden veroorzaakten grote schokken op de obligatiemarkten, waar de tienjaarsrente op Amerikaanse Treasuries in korte tijd bijna verdubbelde.

Op haar vergadering in september gaf de Fed te kennen dat het FOMC nu achter een "geleidelijke" afbouw van haar obligatieaankoopprogramma (tapering) staat. Mogelijk begint de bank hier al in november mee, waardoor ze op koers ligt om de aankopen in de tweede helft van volgend jaar helemaal tot nul te hebben gereduceerd. Uit de actuele versie van de 'dot plot'-grafiek (waarin de mening van de 18 FOMC-leden wordt gevisualiseerd) blijkt dat er net geen meerderheid is vóór of tegen een renteverhoging in 2022. Daarnaast staat er een extra verhoging op de agenda voor 2023. Dit nieuws heeft geen grote

onrust op de markten veroorzaakt. De markten waren minder voorbereid op de boodschap waarmee het Monetary Policy Committee van de Bank of England in september kwam en er volgde een forse rentestijging op Britse staatsobligaties. Ondertussen werd Noorwegen het eerste G10-land dat de rente verhoogde, terwijl ook Brazilië, Hongarije, Paraguay en Pakistan renteverhogingen doorvoerden.

De ECB valt hier duidelijk op door haar veel verruimingsgezindere houding. Op haar vergadering van september maakte de bank bekend het aankoopvolume in het kader van haar Pandemic Emergency Purchase Programme (het noodaankoopprogramma ter hoogte van EUR 1.850 miljard voor effecten uit de particuliere en publieke sector dat naar aanleiding van de coronapandemie in het leven is geroepen) te verlagen: volgens de ECB kunnen de financieringsvoorwaarden namelijk gunstig blijven bij iets lagere aankoopvolumes dan de EUR 80 miljard die er de afgelopen twee kwartalen maandelijks voor uitgetrokken was. Er wordt verwacht dat PEPP in maart 2022 zal aflopen,

maar het Asset Purchase Programme (APP) loopt op zijn minst nog tot eind 2023, en er staat nog geen renteverhoging op de radar tot 2024.

Voor nu klampen de markten zich nog vast aan de hoop dat de inflatie van tijdelijke aard is. Als de prijsdruk hardnekkiger blijkt, zullen centrale banken zich mogelijk genoodzaakt zien hun beleid sneller dan gepland te verkrappen. Dit zal grotendeels afhangen van de vraag of de wereldwijde verstopping in de toeleveringsketens afneemt. Dit risico dienen we nauwlettend in het oog te houden.

## Beleggingsstrategie

We zijn nog steeds overwogen in aandelen: de indrukwekkende winstcijfers vormen in onze ogen namelijk een gezonde basis voor deze activaklasse, zelfs nu de economische groei over zijn hoogtepunt heen is. Nu er links en rechts beleid wordt verkrapt en de rentestanden oplopen, is de sector- en stijlselectie des te doorslaggevender en zijn de vastrentende markten relatief onaantrekkelijk geworden.

Vanuit regionaal perspectief hebben we onze blootstelling aan Chinese aandelen verlaagd naar **neutraal**. Internationale beleggers zijn terughoudend wat betreft posities in Chinese activa vanwege aanhoudende risico's in verband met de regelgeving. China probeert zijn economie namelijk minder afhankelijk te maken van de vastgoedsector en inclusieve groei te stimuleren. De voordelen van zo'n verschuiving voor de lange termijn zijn overduidelijk, maar op korte termijn kan de beleidsverandering een aantal slachtoffers maken, zoals nu met Evergrande. De overheid heeft nog veel middelen achter de hand om de economie te stimuleren, maar voorlopig is nog niet duidelijk wat Beijing precies van plan is. Hierdoor is het potentieel van China momenteel

wat minder zeker dan dat van andere markten, maar we staan paraat om te repositioneren zodra de Chinese beleidskoers weer bekend is.

Met de opbrengst van deze verkoop hebben we onze **overwogen** positie in **Europese aandelen** verder opgehoogd. Door een macro-lens gaat het goed met Europa: de consumptie is weer opgeklommen tot de niveaus van vóór de pandemie, ondanks de deltavariant, terwijl het industriële momentum de hele zomer krachtig is gebleven. Het Europese herstellfonds van ruim EUR 800 miljard zou het economische momentum overeind moeten houden. Vanuit het perspectief van de markten hoort Europa vanwege het belang van de waarde-segment normaal gesproken bij de regio's die het meest profiteren van oplopende inflatieverwachtingen en stijgende rente. Tegelijkertijd blijft het relatief accommoderende beleid van de ECB waarschijnlijk gunstig voor risicovolle activa uit de eurozone.

We blijven optimistisch over Amerikaanse aandelen. De Amerikaanse aandelenmarkten verwerken de strengere toon die de Fed op de FOMC-vergadering van september aansloeg en voelen aan dat de Fed terecht gaat afbouwen. De macro-economische cijfers vertonen daardoor tekenen van een hernieuwde versnelling. In het tweede kwartaal werd er een recordaantal positieve verrassingen opgetekend en de sterke resultaten stuwden ook de verwachtingen voor het derde kwartaal. De begrotingssteun zal positief uitpakken voor de consumptie, de werkgelegenheid, de groei en de aandelenmarkten.

Wat stijlen betreft gaat onze voorkeur vanwege de stijgende rente uit naar waarde-aandelen en tegelijkertijd hebben we interesse in de sectoren duurzame consumptiegoederen, financiële instellingen, materialen en energie.

Tegelijkertijd houdt de jacht op rendement in het vastrentende universum nog aan. We hebben nog steeds een voorkeur voor highyieldobligaties uit ontwikkelde markten en investmentgradebedrijfsobligaties. We zijn onderwogen in staatsobligaties en zijn liever blootgesteld aan kredietrisico dan aan durationrisico.

Het beleid normaliseert, de rente loopt op en de Amerikaanse dollar is sterker, waardoor we terughoudend zijn wat betreft goud. We zijn optimistisch over olie: door het groeiende vertrouwen in het economische herstel groeit de vraag explosief en dat drijft de prijzen op. Het herstel van de vraag naar olie houdt waarschijnlijk nog enkele maanden aan en de prijsstijging van oliefutures heeft niet aan snelheid ingeboet, ondanks het besluit van de OPEC+-landen om de olieproductie met 400.000 vaten per dag op te schroeven.

## Conclusie

De vrijgeveige, accommoderende beleidskoersen hebben hun doel vervuld: economieën hebben zich kunnen herstellen van de neergang die de pandemie heeft veroorzaakt. In de VS was er in april 2020 officieel al een einde aan de recessie gekomen, waarmee het de kortste recessie in de geschiedenis is. De hoge hoeden waaruit centrale banken de duizenden miljarden dollars voor het financiële systeem hebben getoverd, zijn niet bodemloos – dat weten de markten maar al te goed, zeker nu er kolossale begrotingssteunpakketten aan zitten te komen. Waarschijnlijk kan de monetaire steun dan ook geleidelijk afgebouwd worden zonder risicovolle activa te ontsporen, en om die reden handhaven we onze overwogen positie in aandelen, waarbij we ons concentreren op de regio's en sectoren die naar verwachting van hogere rentes zullen profiteren.

## Aandelenstrategie

27/09/2021

Wereldwijde allocatie	+	N	-	Aandelen	+	N	-	Obligaties	+	N	-
Aandelen	▼			VS	▼			Staatsobligaties – ontwikkelde landen			▼
Obligaties			▼	Europa	▼		▲	Obligaties – opkomende markten			▼
Goud			▼	China		▼	▼	Bedrijfsobligaties – IG	▼		
Olie	▼			Japan		▼		Bedrijfsobligaties – HR	▼		
USD			▼	Opkomende markten buiten China			▼				

**Positie:** Geeft aan of we positief (+), neutraal (N) of terughoudend tegenover de activaklasse staan (-).

**Verandering:** Geeft aan hoe onze blootstelling is veranderd sinds het assetallocatiecomité vorige maand samenkwam: positief, negatief of neutraal.