

BIL Investment Outlook

Tweeëntwintig vragen voor 2022

Geschreven op 22/11/2021

Inleiding door de CIO van de BIL-groep, Fredrik Skoglund



Skoglund
BIL Group Chief
Investment Officer

We hebben de duisterste dagen van de pandemie gelukkig al ver achter ons gelaten. Door de oplopende vaccinatiegraad zijn hermetische lockdowns, avondklokken en gesloten grenzen steeds minder dringend nodig. Ook de wereldeconomie heeft een flinke klim gemaakt uit het diepe dal van 2020. In 2021 vielen de groei en de bedrijfswinsten forser uit dan verwacht doordat beleidsmakers vanuit monetaire en fiscale hoek hun krachten bundelden. Het Business Cycle Dating Committee van de Amerikaanse onderzoeksinstituten National Bureau of Economic Research ontdekte dat de recessie die als gevolg van de pandemie ontstond, met een duur van twee maanden zelfs de kortste recessie in de VS ooit was. Kort, maar des te krachtiger: de neergang was tegelijkertijd nog nooit zó scherp, waardoor we niet zomaar zonder vlagen van turbulentie naar het oude normaal kunnen terugkeren en de beleggingswereld zich niet aan historische ijkpunten kan oriënteren.

Begin vorig jaar wemelde het van de economen die voorspelden dat de Grote Heropening een economische hausse zou teweegbrengen die de Roaring Twenties zou evenaren – of, in de drogere prognose van de OESO: "de particuliere consumptie zal hoogstwaarschijnlijk toenemen onder invloed van het opheffen van de beperkende maatregelen en de daaruit voortvloeiende afname van de spaargelden van huishoudens, waarmee deze een aanzienlijke uitgestelde vraag kunnen financieren (i)." Er werd van uitgegaan dat consumenten na een heel jaar thuis opgesloten te hebben gezeten, linea recta naar de winkelcentra zouden gaan en met geld zouden beginnen te strooien: het had de aftrap moeten zijn van een nieuw tijdperk van economische welvaart. Maar uit cijfers blijkt dat Amerikanen en Europeanen nog USD 2,7 biljoen aan extra spaargeld achterhouden dat ze tijdens de crisis opzij hebben gezet (ii).

De aanbodzijde werd al snel het grote knelpunt voor het "consumptie-explosie"-scenario. Waar aan het begin van de pandemie alleen zaken als pasta en beschermingsmiddelen door flinke tekorten werden geplaagd, is dat inmiddels overgeslagen op wijd uiteenlopende zaken en sectoren: van halfgeleiders en auto-onderdelen tot schepen, containers en arbeidskrachten. Dit nieuwe hoofdstuk van schaarste is niet te herleiden naar één grote bottleneck bij Chinese fabrieken of containerschepen, om maar twee voorbeelden te noemen. De grote oorzaak is een kolossale vloedgolf van vraag die door een doolhof van bottlenecks geleid moet worden: bedrijven moeten jongleren met een verzameling uiterst complexe

toeleveringsketens, die vaak kruislings over de hele wereld lopen (en regelmatig landen doorkruisen waar nog steeds beperkingen van kracht zijn).

Het goede nieuws: er wordt verwacht dat de problematiek in toeleveringsketens in de loop van volgend jaar teruggedrongen kan worden, waarmee de deur op een kier staat voor degelijkere groei. We moeten hier het enthousiasme meteen enigszins temperen, want door een combinatie van fors gegroeide vraag, tekorten en opgelopen energieprijzen is ook de inflatie overal ter wereld gestegen. In veel regio's zijn zowel de algemene inflatiecijfers als de kerninflatie in ruim tien jaar niet meer zo hoog geweest.

Vooralsnog zijn belangrijke centrale banken zoals de Fed en de ECB er stellig van overtuigd dat de inflatie van tijdelijke aard zal blijken, maar de markten gaan er al langzaam van uit dat het een hardnekkiger fenomeen is. Deze strijdige standpunten zullen hun stempel op 2022 drukken. In ons basisscenario gaan we ervan uit dat de inflatie na de winter een redelijker koers zal inslaan naarmate de volatiele energieprijzen stabiliseren en er meer problemen in de toeleveringsketens worden gladgestreken. De belangrijkste bronnen van inflatie verspreiden zich echter en als bedrijven hun prijzen en loonbeleid wezenlijk bijstellen, bestaat het risico dat wat eerst mogelijk een tijdelijke opflakking van de inflatie was, permanent zal worden. In dat scenario zullen centrale banken waarschijnlijk sneller dan verwacht moeten verkrappen, wat de groei in gevaar brengt.

Een permanentere vorm van inflatie en monetaire verkrapping die de groei afknelt, zijn dan ook de belangrijkste risico's voor het volgende jaar. Een ander risico vormt de gezondheidscrisis, die maar blijft aanslepen. Deze winter krijgt de wereld écht uitsluitsel over hoeveel succes de vaccinatiecampagnes hebben opgeleverd, terwijl recente medische vorderingen, zoals de experimentele orale antivirale middelen van Pfizer en Merck, goede redenen zijn voor optimisme.

Gezien al deze ontwikkelingen lijkt het erop dat beleggers volgend jaar absoluut niet in rustiger vaarwater zullen terechtkomen. De groei houdt nog aan en hoewel risicovolle activa in het huidige klimaat gedijen, worden de donkere wolken die in 2021 boven de hele wereld samenpakten volgend jaar een stuk dreigender. Natuurlijk weten doorgewinterde beleggers maar al te goed dat risico altijd ook kansen met zich meebrengt.

Behalve cyclische kansen zullen we volgend jaar ook structurele langetermijnkansen aangrijpen in thema's zoals digitalisering en verduurzaming. De worsteling om de koolstofemissies te beperken en de strijd tegen klimaatverandering blijven volgend jaar hoog op de agenda staan, nadat het belang ervan op de COP26-top in Glasgow werd onderstreept. Bij BIL hebben we de uitgesproken ambitie om te doen wat we kunnen in de verduurzaming van de wereldeconomie.

We zullen alle bovengenoemde thema's in meer detail bespreken in deze Outlook. Omdat we alles dit jaar wat verteerbaarder wilden houden, hebben we onze Outlook anders opgezet: we hebben de 22 prangendste vragen voorgelegd aan onze in-house-beleggingspecialisten. Ik wens u veel leesplezier en veilige en gelukkige feestdagen.

Macro-economische vooruitzichten

1) Houdt de wereldwijde groei ook volgend jaar aan?

De economische groei heeft in 2021 records van tientallen jaren oud gebroken en we verwachten dat deze groei in 2022 aanhoudt. De piek ligt waarschijnlijk al achter ons, maar in onze macro-economische vooruitzichten blijven we optimistisch. De vertraging die we in de tweede helft van 2021 zagen, betekent namelijk dat die groei waarschijnlijk is uitgesteld tot de nabije toekomst en niet verloren is gegaan.

Groeiprognoses van het IMF

(Evolutie van het reële bbp, %)

	2021	2022
Mondiale output	5,9	4,9
Geavanceerde economieën	5,2	4,5
Opkomende markten en ontwikkelingseconomieën	6,4	5,1
USA	6,0	5,2
Eurozone	5,0	4,3
VK	6,8	5,0
China	8,0	5,6
Japan	2,4	3,2
India	9,5	8,5
Latijns-Amerika en het Caribisch gebied	6,3	3,0

Meest recente PMI-cijfers (per 24/11/2021)

	Samengesteld	Productie
Wereldwijd	54,5	54,3
VS	56,5	59,1
Eurozone	55,8	58,6
China (Caixin)	51,5	50,6
Japan	50,7	54,2

Bron: Bloomberg, Markit, IMF, BIL



Deze winter zal de wereld uitsluitend krijgen over hoeveel succes de

Maar de harde realiteit is ook dat de bronnen van groei gestaag verwateren. De steun vanuit fiscale én monetaire hoek wordt volgend jaar stapsgewijs afgebouwd, terwijl de eerste opleving die de vaccinatiecampagne teweegbracht, al vervaagd. Zelfs in regio's waar grote delen van de bevolking gevaccineerd zijn, blijven er beperkingen van kracht (afstand houden en testen). Het is bovendien problematisch dat de vaccins niet gelijkmatig over de wereld zijn verdeeld en het risico bestaat dat er nieuwe vaccinresistente varianten opduiken of dat gezette vaccins minder effectief worden.

We verwachten echter niet dat er een einde komt aan de hoogtijdagen voor de beleggingscyclus, nu zowel het bedrijfsleven als consumenten er financieel goed voorstaan en de vraag als gevolg daarvan in ontwikkelde regio's erg groot is (zoals blijkt uit cijfers zoals de fabrieksorders, detailhandelsomzet en ISM-indicatoren, die zelfs boven eerdere pieken liggen). In theorie impliceert dit dat de overgang van uitzonderlijk omvangrijke beleidssteun naar activiteit

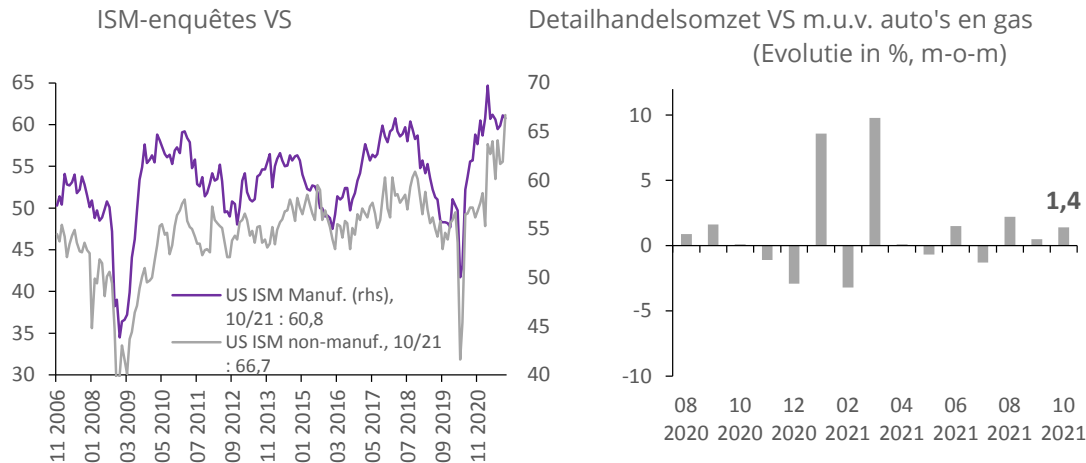
in de particuliere sector als drijfveer van de groei soepel gaat verlopen. Maar voorzichtigheid is geboden. Omdat we door deze gezondheids crisis op onontgonnen terrein terecht zijn gekomen, heeft niemand een draaiboek voor het herstel liggen: verstoorde toeleveringsketens en een forse vraag wakkeren de inflatie verder aan en er wordt verwacht dat deze blijvend is en op hogere niveaus zal stabiliseren dan we van de afgelopen decennia gewend zijn. Als de inflatie blijft oplopen, zullen centrale banken wellicht genoodzaakt zijn in te grijpen (of zich terug te trekken, is misschien treffender).

Sinds het begin van de coronapandemie is er in Amerika in totaal USD 2,3 biljoen extra op spaarrekeningen gezet, en in de eurozone USD 464 miljard. ⁱⁱⁱ

2) Wat is uw visie op regionaal niveau? Waar ligt de grootste macro-economische kracht?

Het herstel verloopt zeer ongelijk. De totale productie van alle geavanceerde economieën zal naar verwachting in 2022 weer op de koers van vóór de pandemie liggen en in 2024 zelfs nog 0,9% hoger. Dat staat in schril contrast met de totale productie van de opkomende landen en ontwikkelingslanden (met uitzondering van China), die volgens de prognoses in 2024 5,5% onder de prognose van vóór de pandemie zal liggen. Ontwikkelde markten slaan zich dus duidelijk beter door de pandemie, met de VS op kop. De vraag is daar uitzonderlijk sterk, de winstgroei is gezond en de financiële voorwaarden zijn nog altijd ongebonden. Zelfs als de spanningen aan de aanbodzijde aanhouden, verwachten we dat de dynamiek zal aanhouden in de industriële productie en vooral – aangezien de afstandsmaatregelen minder noodzakelijk worden – in de dienstensector.

Zelfs als de spanningen aan de aanbodzijde aanhouden, bewijzen sentimentsbarometers zoals de ISM-index dat zowel de dienstensector als de industriële productie dynamisch blijven.

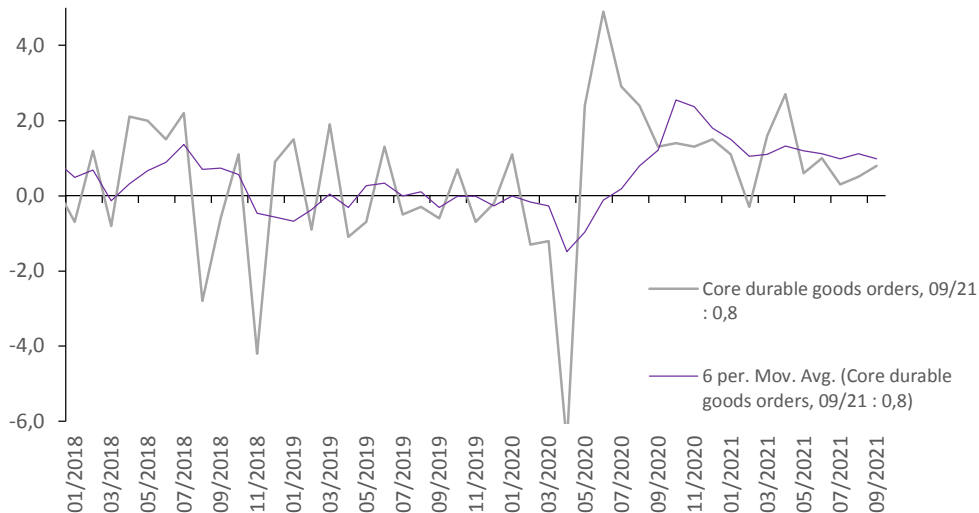


Bron: Bloomberg, BIL

Op de goederenmarkt staat de herbevoorradingscyclus centraal: het is voor bedrijven alle hens aan dek om hun uitgeputte voorraden aan te vullen zodat ze de groeiende wereldwijde vraag kunnen bijbenen, en in de kapitaaluitgaven zal waarschijnlijk een sterk stijgende lijn te zien blijven. Kijken we een verdieping lager in de waardeketen, zien we dat de voorraden die groothandels en de detailhandel aanhouden van zowel duurzame als niet-duurzame goederen ook explosief groeien. Natuurlijk zijn er noemenswaardige uitzonderingen – zoals de auto- en de kledingindustrie – maar de algemene trend wijst duidelijk omhoog. Zowel het aantal verzendingen van als het aantal openstaande orders voor duurzame goederen zit in alle sectoren flink in de lift, wat erop wijst dat het grootste probleem de ongebreidelde vraag is, die gestimuleerd wordt door de uitzonderlijk sterke financiële positie van consumenten en de gezonde balansen in het bedrijfsleven. Het is belangrijk hier rekening mee te houden, omdat het bewijst dat de inflatiedynamiek meer om het lijf heeft dan alleen "beperkingen aan de aanbodzijde". De dynamiek wortelt ook diep in de sterke vraag, waarvoor een verkrapping van het monetair beleid de gebruikelijke remedie is.

In de VS is het grootste probleem de ongebreidelde vraag, die gestimuleerd wordt door de uitzonderlijk sterke financiële positie van consumenten en de gezonde balansen in het bedrijfsleven.

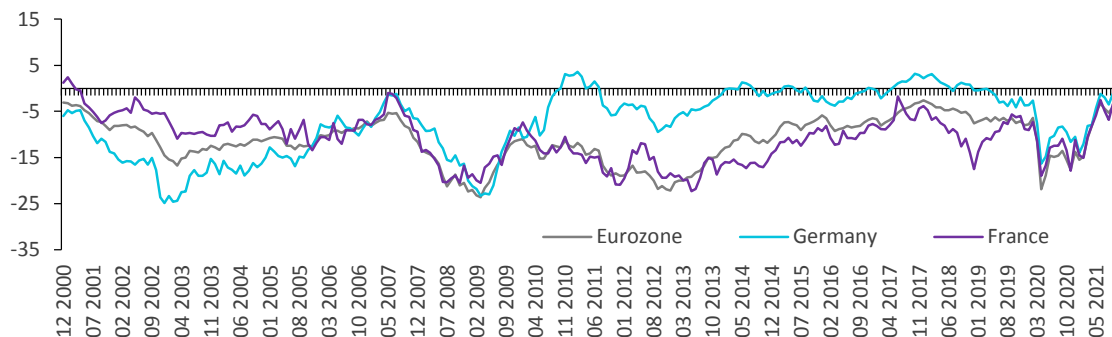
Bestellingen van duurzame goederen (VS)



Bron: Bloomberg, *BIL*

De **eurozone** bereikte, met de wind van de snel oplopende vaccinatiegraad in de rug, in het derde kwartaal weer 99,5% van het bbp van vóór de coronapandemie, hoewel niet ieder land en elke sector het even goed doet. Onder consumenten is het sentiment optimistischer dan voor de crisis en de stijgende lijn in de detailhandelsomzet blijft tamelijk robuust en verspreid over diverse categorieën, voornamelijk diensten. Maar de gezonde vraag ten spijt lijkt de Europese industrie echter een duikvlucht te maken. Het ziet er namelijk naar uit dat de producenten minder goed raad weten met de problematiek aan de aanbodzijde dan hun Amerikaanse concurrenten. Een belangrijke reden voor de malaise is het grote aandeel dat de auto-industrie (die zwaar is getroffen door een tekort aan halfgeleiders en andere onderdelen) in de Europese productiesector heeft. Autofabrikanten gaven te kennen te verwachten dat ze volgend jaar nog met de bottlenecks zitten.

Consumentenvertrouwen



Bron: Bloomberg, *BIL*

De **Chinese** economie kreeg het afgelopen jaar de ene tegenslag na de andere te verwerken: van de wetgever die onvoorzien en hardhandig optrad in de techsector tot strenger beleid in de vastgoedsector, die met extreem veel vreemd vermogen is gefinancierd. Bij die laatste maatregelen ontsnapte Evergrande, de op een na grootste vastgoedontwikkelaar van China, ternauwernood aan een faillissement. Internationale beleggers blijven terughoudend en aangezien de Chinese vastgoedsector in de komende twaalf maanden tientallen miljarden dollars aan schuld zal moeten terugbetalen of herfinancieren (per eind oktober USD 33,1 miljard aan binnenlandse, op het Chinese vasteland beursgenoteerde obligaties en USD 43,8 miljard aan buitenlandse, in USD luidende obligaties), zal dit thema waarschijnlijk ook in 2022 nog voor onrust zorgen, hoewel wij van mening zijn dat het risico beperkt zal blijven tot de sector en geen economische noodsituatie zal veroorzaken.

De algemene verwachting is dus dat de Chinese economie in 2022 haar normale groeitempo weer zal bereiken, waarschijnlijk 5 à 6% op jaarbasis – mits de risico's van de coronapandemie beter beheersbaar worden.

In China gaat het begrotingsbeleid samen met het aantrekken van de consumptie een belangrijke rol spelen bij het stimuleren van de groei. Tegelijkertijd wordt er verwacht dat het monetair beleid enigszins verruimend blijft.

Het begrotingsbeleid gaat een belangrijke rol spelen bij het stimuleren van de groei. Tegelijkertijd wordt er verwacht dat het monetair beleid enigszins verruimend blijft. Sectoren waarvan we op basis van de ambities van Beijing robuuste groei verwachten, zijn de hightechindustrie en groene kapitaaluitgaven (aangezien China in 2060 koolstofneutraal wil zijn).

In tegenstelling tot in het Westen is in China de consumptie de bbp-component die zich het traagst hersteld heeft van de pandemie, waarbij sporadische corona-opflakkingen het sentiment drukken. De Chinese overheid wijkt waarschijnlijk sowieso niet vóór het twintigste Partijcongres in oktober 2022 wezenlijk af van haar zero-tolerancebeleid ten aanzien van COVID-19. Deze vergadering levert mogelijk nieuwe maatregelen op waarmee de binnenlandse consumptie wordt gestimuleerd. Uiteindelijk zijn we ervan overtuigd dat het consumptievermogen geen ernstige schade heeft opgelopen en dat de consumptiegroei uiteindelijk zal aantrekken naarmate huishoudens meer besteedbaar inkomen hebben.

Onze vooruitzichten voor **opkomende economieën** voor het komende jaar zijn minder optimistisch. Hardlopers zijn doodlopers, en dat geldt ook op nationaal niveau. Opkomende markten die naar aanleiding van de pandemie het vrijgevigst waren met steunmaatregelen zagen dat niet terug in een sneller hersteltraject. Veel van deze landen zien zich nu geconfronteerd met strengere financieringsvoorwaarden en een groter risico dat de inflatie uit de hand loopt, dus wordt de

beleidssteun vaak ondanks grotere outputkloven afgebouwd. Daarbovenop hebben opkomende economieën het nog steeds zwaar door de ongelijke verdeling van vaccins over de hele wereld – terwijl bijna 60% van de bevolking in geavanceerde economieën helemaal gevaccineerd is, is zo'n 96% van de bevolking in lage-inkomenslanden helemaal nog niet gevaccineerd (iv). Ten slotte is het ook noemenswaardig dat de Braziliaanse verkiezingen volgend jaar mogelijk niet helemaal zonder obstakels zullen verlopen, wat de volatiliteit verder aanwakkert.

3) Wat staat ons volgend jaar vanuit fiscale hoek te wachten?

In de Verenigde Staten wordt er de laatste tijd meer aangestuurd op een conservatievere fiscale beleidskoers, aangezien de particuliere sector al fors in de lift zit, de inflatoire druk oploopt en de vraag nu al niet bijgebeend kan worden. De rechtstreekse begrotingssteun voor huishoudens is weliswaar afgebouwd (de noodregeling bij werkloosheid liep bijvoorbeeld op 6 september af), maar in november hebben beide partijen een fors infrastructuurbudget van USD 1,2 biljoen goedgekeurd, waarmee de federale overheid verspreid over vijf jaar USD 550 miljard in de Amerikaanse infrastructuur gaat investeren. Het steunpakket (v) omvat USD 110 mld. voor wegen en bruggen, USD 66 mld. voor spoorwegen, USD 65 mld. voor het elektriciteitsnet, USD 65 mld. voor breedband, USD 55 mld. voor waterinfrastructuur, USD 47 mld. voor cyberveiligheid, USD 39 mld. voor openbaar vervoer en USD 25 mld. voor vliegvelden, en kan als politieke overwinning voor president Biden beschouwd worden in de aanloop naar de verkiezingen halverwege zijn ambtstermijn.

Maar de partij van Biden heeft nog bergen te verzetten voor de tweede pijler van zijn binnenlands programma: een grootscheepse uitbreiding van het sociale vangnet en programma's tegen de klimaatverandering. Met het ambitieuze pakket van USD 3,5 biljoen dat Biden in eerste instantie voorstelde, zou de inflatie mogelijk fors boven de doelstelling van de Fed uitstijgen en zouden de inflatieverwachtingen kunnen leiden tot hogere werkelijke inflatiecijfers. Het pakket (vi) is dan ook teruggeschroefd tot een bescheidener USD 1,75 biljoen, maar het zou nog steeds de grootste uitbreiding van het Amerikaanse sociale vangnet zijn sinds de jaren 60 (vii). Het stelt zich ten doel kinderopvang en peuter- en kleuteronderwijs uit te breiden, de klimaatverandering te bestrijden en de dekking van de gezondheidszorg te verbeteren. Het pakket, waarover nog steeds onderhandeld wordt, laat de belastingverlagingen van president Trump ongemoeid en zou in plaats daarvan gefinancierd worden uit andere nieuwe heffingen (voorstellen zijn onder meer een minimum van 15% voor vennootschapsbelasting, een belasting van 5% op inkomens boven USD 10 miljoen en een extra heffing van 1% op de inkoop van eigen aandelen). Vooralsnog is niet duidelijk of ook de progressieven in het Huis van Afgevaardigden en centristische senatoren er hun goedkeuring aan zullen verlenen. Mocht er wezenlijk aan de samenstelling of omvang van het begrotingspakket worden gesleuteld, heeft dat zeker consequenties voor de groeivoorzichten van de VS en zijn handelspartners.

De afbouw van de fiscale noodmaatregelen die Europese overheden in het leven hadden geroepen om hun economieën te ondersteunen, zal in 2022 kolossale uitdagingen met zich meebrengen, omdat de

Europese landen zulke verschillende groeitempo's hebben. De impact op de groei wordt tot en met 2026 *gedeeltelijk* opgevangen door uitkeringen uit het NextGenerationEU-budget, waarmee de Unie groener, digitaal en veerkrachtiger uit de coronacrisis wil komen. De economische impact van strenger fiscaal beleid wordt mogelijk ook beperkt door een afname van de spaargelden van particulieren.

In China zal het overheidsbeleid volgend jaar een grotere rol spelen in het ondersteunen van de economische groei. Het ziet ernaar uit dat structurele hervormingen prioriteit nummer één blijven voor beleidsmakers, en investeringen in infrastructuur, voornamelijk in de hightechindustrie, worden hoogstwaarschijnlijk gebruikt als middel voor cyclusoverschrijdende beleidsaanpassingen. Daarnaast wil de Chinese overheid naar verwachting met beleidsmiddelen en steunpakketten voorkomen dat de vertraging van de vastgoedmarkt overslaat op andere sectoren, hoewel daar nog geen nadere details over naar buiten zijn gebracht. Dankzij China's ambities op het wereldtoneel in domeinen zoals technologie en industriële productie hebben we nog altijd goede redenen om er te beleggen, al doen we dat wel selectief.

4) *De triggers in het systeem voor schulden zijn inflatie en hogere rente. Moeten we ons zorgen maken over deze verhoogde inflatiecijfers en de geleidelijke rentestijgingen die waarschijnlijk in het verschiet liggen?*

Deze vraag is waarschijnlijk het belangrijkste voor de Verenigde Staten. Op nationaal niveau bedraagt de staatsschuld bijna USD 29 biljoen (viii) en het Congres heeft tot 3 december om een politiek gênante overheidssluiting af te wenden en het hardnekkige risico af te wenden dat de federale overheid in gebreke blijft, met alle vernietigende economische gevolgen van dien. Uiteraard is de Fed zich terdege bewust van het effect van een monetair-beleidsverkrapping op de staatsschuld, terwijl er vanuit optimistisch perspectief opgemerkt wordt dat de inflatie ook een deel van de schuld aanvreet.

De schulddynamiek is geen dringende bron van zorg, aangezien we nu nog in een klimaat van sterke groei zitten.

De schulddynamiek is echter geen dringende bron van zorg, aangezien we nu nog in een klimaat van sterke groei zitten. Deze zorgen treden later in de cyclus pas op de voorgrond.

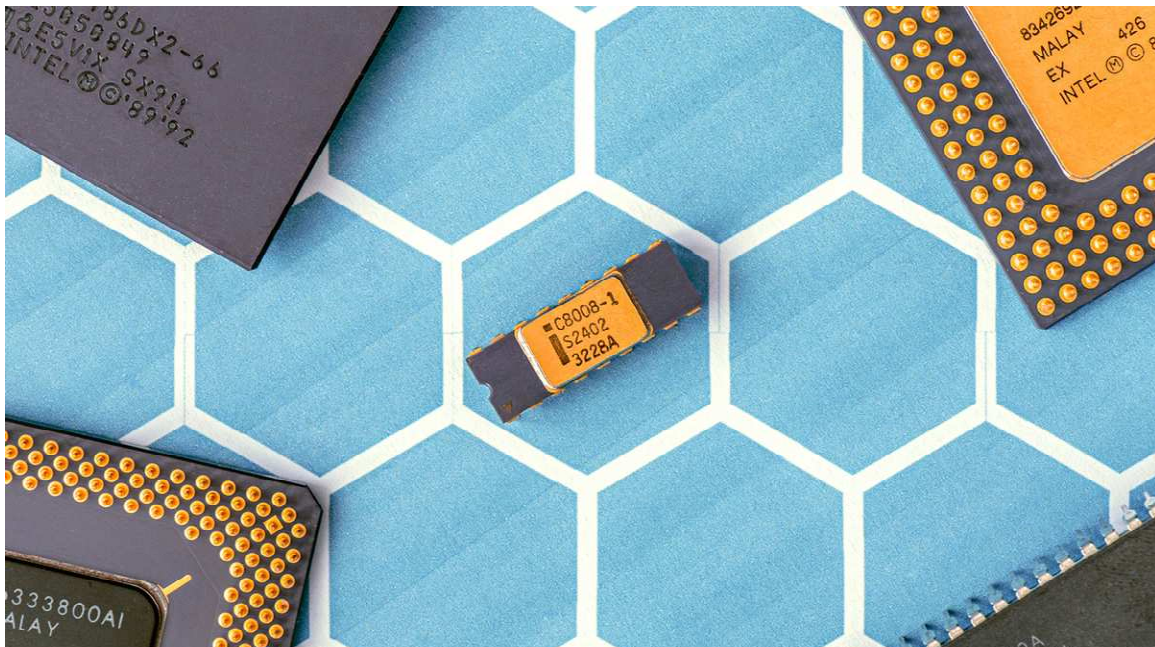
5) *En de bottlenecks in de toeleveringsketens? Kunnen die binnen afzienbare tijd verholpen worden?*

De wereldwijde toeleveringsketens waren door de mondiale gezondheids crisis helemaal aan diggelen geslagen en het herstel ervan is nog steeds in volle gang. Maar zelfs gezonde toeleveringsketens hadden de enorme vraag die de heropening van de economieën heeft teweeggebracht, nauwelijks kunnen bijbenen.

In iedere uithoek van de wereld worden bedrijven geplaagd door problemen in hun toeleveringsketens die alleen maar verergerd zijn door andere factoren: China heeft bijvoorbeeld energietekorten en sluitingen van havens voor de kiezels gekregen, het VK kampt in de nasleep van de Brexit met een nijpend tekort aan vrachtwagenchauffeurs en in de VS zitten belangrijke havens met wekenlange achterstanden.

De problemen in de toeleveringsketens zwakken niet alleen het mondiale economische herstel af en maken het kwetsbaar, maar, als we op de VS inzoomen, zien we ook dat die problematiek politieke onzekerheid kan veroorzaken met het oog op de verkiezingen halverwege de presidentiële ambtstermijn. Dat is mogelijk de reden dat Biden toenadering zocht tot partijen als Walmart, UPS en FedEx en hun toestemming gaf om hun werktijden op te schalen. Deze drie bedrijven hebben vervolgens aangekondigd vierentwintig uur per dag, zeven dagen per week te draaien om de kloof tussen de duizelingwekkende vraag en het achtergebleven aanbod te dichten en om tekorten op te lossen.

Er wordt verwacht dat de problemen met de toeleveringsketens in de loop van volgend jaar tot op zekere hoogte opgelost zullen zijn. Het heeft er alle schijn van dat de logistieke uitdagingen in de eerste helft van 2022 zullen verdwijnen (mits de epidemiologische factoren binnen de perken blijven) en vanaf de



De wereld kampt momenteel met een tekort aan halfgeleiders, waardoor landen als de VS zich genoodzaakt zien hun binnenlandse productiecapaciteit te heroverwegen.

tweede helft van volgend jaar zijn er mogelijk zelfs overschotten in sommige sectoren.

6) Zal het lukken om het evenwicht tussen vraag en aanbod in de halfgeleiderindustrie in 2022 te herstellen?

Het tekort aan computerchips heeft veel energie uit de sector gezogen, rake klappen uitgedeeld aan uiteenlopende sectoren – van autofabrikanten tot producenten van medische apparatuur – en de vrees voor hoge inflatie aangewakkerd. De wereldwijde problemen in de toeleveringsketen van halfgeleiders

zijn voorlopig nog niet van de baan en dit heeft nu al wezenlijke gevolgen voor verschillende sectoren. Zo moest Apple (een van de grootste kopers van chips) door een tekort aan onderdelen en logistieke problemen zijn productiedoelen voor de iPhone 13 voor 2021 bijstellen naar 10 miljoen apparaten.

Bedrijven als de Nederlandse producent ASML hebben een sleutelrol in de branche en zijn onmisbaar voor de geplande opschaling van de productiecapaciteit voor chips. Om maar bij hetzelfde voorbeeld te blijven: ASML is wereldwijd de enige producent van EUV-machines (extreem ultraviolette lithografie – een technologie die met minuscule golfjes de lagen op de wafer graveert), die nodig zijn om de meest complexe chips ter wereld te produceren. Een enkele machine kost USD 150 à 200 miljoen en deze moet in 40(!) containers verscheept worden naar de fabriek waar hij gebruikt zal worden. Buiten alle operationele problemen die gepaard gaan met snel opschalen, lopen chipfabrikanten ook tegen kapitaalobstakels aan.

Omwille van economische noodzaak en de staatsveiligheid dringt de Amerikaanse overheid er bij bedrijven als Samsung, een van de grootste fabrikanten van hightechonderdelen ter wereld, op aan nieuwe fabrieken in de VS te openen. Daarnaast heeft de Amerikaanse Senaat wetsvoorstellen aangenomen (de CHIPS Act en de Innovation and Competition Act) waarbij onder meer USD 52 miljard aan subsidies wordt toegekend aan onderzoek naar en het ontwerp en de productie van halfgeleiders. De voorstellen zijn echter nog niet goedgekeurd door het Huis van Afgevaardigden.

7) De markten zijn dol op buzzwords en "stagflatie" komt steeds vaker ter sprake. Is dat een risico?

Het lijkt erop dat de explosief gestegen energieprijzen herinneringen aan de jaren 70 hebben opgeroepen, toen een dubbelcijferige inflatie, stijgende werkloosheid en zwakke economische groei littekens achterlieten in het collectieve geheugen van de markten. Wij verwachten echter niet dat dit zich gaat herhalen. Met stagflatie wordt een *combinatie van aanhoudende inflatie, een stagnerende consumentenvraag en relatief hoge werkloosheid* bedoeld.

Stagflatie lijkt geen acuut risico voor de wereldeconomie of voor de VS nu het alle hens aan dek is voor de industriële productie maar de uitzonderlijk sterke vraag nog altijd niet bijgebeend kan worden. Mocht de inflatie toch niet van tijdelijke aard blijken, komt deze discussie in 2022 waarschijnlijk opnieuw op de agenda.

8) En de werkloosheid dan? De arbeidsmarkt herstelt zich maar moeilijk van de pandemie, nietwaar?

Ja, dat klopt. Terwijl er verwacht wordt dat geavanceerde economieën tegen eind 2022 weer evenveel zullen produceren als vóór de crisis, ziet het ernaar uit dat slechts twee derde van die economieën hun werkgelegenheidsgraad ook opnieuw even hoog zal krijgen.

Zo hebben er in de VS nog nooit zo veel vacatures opengestaan als nu. Met 10,4 miljoen vacatures is het een hele uitdaging om voldoende arbeidskrachten te vinden. In Europa heerst eigenlijk hetzelfde beeld

– zo komt een derde van de Duitse bedrijven geschoold personeel tekort en staan er als gevolg daarvan op dit moment ruim 400.000 vacatures voor vakmensen open.

Er zijn verschillende oorzaken aan te wijzen voor het trage herstel van de arbeidsmarkt. Om te beginnen heeft de coronacrisis nog altijd grote invloed op individuele besluiten om al dan niet terug naar het werk te gaan. Maar de pandemie lijkt ook iets groters te hebben teweeggebracht: een verschuiving in de collectieve houding tegenover werk, iets dat Anthony Klotz, een Amerikaanse psycholoog, als "the Great Resignation" heeft bestempeld.

In Amerika bijvoorbeeld hebben nog nooit zo veel mensen hun baan opgezegd. In september 2021 namen 4,4 miljoen mensen ontslag (3,0% van de Amerikaanse beroepsbevolking), het hoogste niveau in 20 jaar en veel hoger dan de 2,3 à 2,4% van voor de coronacrisis. Hoewel er meer ontslag werd genomen in de horeca, de detailhandel en groothandels, bleef het fenomeen absoluut niet beperkt tot die sectoren. Nogmaals, dit speelt niet alleen in de Verenigde Staten. Volgens cijfers van de OESO zijn er verspreid over haar 38 lidstaten minstens 20 miljoen werkenden niet meer aan de slag gegaan sinds de coronacrisis ons overviel. 14 miljoen hiervan zijn uit de arbeidsmarkt gestapt en vallen nu onder de noemers "niet werkzaam" en "niet op zoek naar werk".

In een economie met vacatures bij de vleet maar niet voldoende mensen om ze op te vullen, ligt het initiatief voor het eerst in erg lange tijd eens aan de andere kant: werknemers hebben het overwicht op de arbeidsmarkt.

Om weer werknemers aan te trekken, beginnen veel werkgevers salarisverhogingen uit te rollen en het pakket secundaire voorwaarden uit te breiden. In eerste instantie ligt het misschien voor de hand om dit als waarschuwingssignaal te bestempelen, een teken dat de inflatie zich nestelt. Maar door de bank genomen blijft de looninflatie in de hele economie voorlopig binnen de perken, hoewel ze in sommige sectoren hoger uitvalt.

"Een eenmalige verschuiving van het salarisoniveau bij wijze van aanpassing aan een tijdelijke, onverwachte stijging van het prijspeil, houdt nog niet in dat de trend op de onderliggende inflatie aanhaakt."

– Philip Lane, hoofdeconoom van de ECB, oktober 2021

Zelfs in landen als de VS, waar de druk oploopt, is er mogelijk helemaal geen sprake meer van een daadwerkelijke loonstijging na aftrek van de inflatie en als we er rekening mee houden dat de grootste salarisstijgingen beperkt blijven tot lage-inkomenssectoren. Het besluit van Amazon om magazijnmedewerkers minimaal USD 18 per uur te betalen bewoog andere grote werkgevers er bijvoorbeeld toe de basissalarissen voor nieuwe werknemers aan het lage eind van het salarisspectrum te verhogen. In de eurozone wijst weinig erop dat de lonen in de lift zitten, hoewel de werkloosheid weer



In Amerika hebben nog nooit zo veel mensen hun baan opgezegd.

zo laag is als voor de pandemie en ook het aantal mensen met een werkloosheidsuitkering van de overheid is fors teruggelopen. Aan het einde van de rit zijn salaristrends sterk afhankelijk van in hoeverre inflatieverwachtingen wortel schieten: als centrale banken dit weten te voorkomen, blijft een stijgende lijn waarschijnlijk achterwege.

Maar voor een realistisch beeld van het inflatierisico dat de arbeidsmarkt vormt, zullen we ook moeten nagaan hoe de productiviteitstoename zich ontwikkelt. De pandemie heeft verregaande, abrupte en meetbare gevolgen voor de wereldeconomie en voor bedrijfsmodellen, maar de effecten ervan op de productiviteitsgroei, mogelijk bijzonder significant, worden pas na meer moeite zichtbaar. De lonen stijgen momenteel sneller dan de productiviteit en dat kan nog wel een tijd aanhouden als de werkgelegenheidsgraad niet sterk gaat stijgen.

Dit langzame herstel van de arbeidsmarkten is een belangrijke reden dat centrale banken nog niet verkrappen. Op de FOMC-vergadering van november gaf Fed-voorzitter Jerome Powell prioriteit aan het mandaat van volledige werkgelegenheid boven de inflatiedoelstelling. Hij voorspelde bovendien dat volledige werkgelegenheid pas in de tweede helft van volgend jaar kan worden bereikt. Ondertussen kwam de Bank of England (BoE) verrassend uit de hoek door van een algemeen verwachte renteverhoging af te zien. Volgens de BoE spreken de actuele economische cijfers weliswaar voor een renteverhoging in de komende maanden om de inflatie rond de doelwaarde te houden, maar werd de verhoging toch uitgesteld vanwege ernstige zorgen om de arbeidsmarkt.

Vastrentende waarden en het beleid van centrale banken

9) En dé vraag van het moment: is de inflatie een tijdelijk fenomeen of zitten we er langer mee?

In de VS ligt de inflatie voor de vijfde maand op rij boven de 5% en is de 6,2% van oktober het hoogste niveau sinds november 1990. In de eurozone bedraagt de inflatie 4,1%. Die is sinds juli 2008 niet meer zo hoog geweest. Beleggers die gewend zijn geraakt aan blijvend lage inflatie zijn heftig geschrokken. Hoewel het ernaar uitziet dat de inflatie langer aanhoudt dan verwacht, is het niet waarschijnlijk dat de inflatie voor langere tijd zo hoog blijft als nu. Wij verwachten dat de inflatie uiteindelijk weer een niveau zal bereiken waar centrale banken zich gerust bij voelen – al is dat waarschijnlijk wel hoger dan de afgelopen decennia, toen het juist uitzonderlijk laag was.

Dit komt overeen met de boodschap van de belangrijke centrale banken, die voor waakzaamheid bij het extrapoleren van inflatiecijfers pleiten.

"Hoewel de inflatie fors in de lift zit, blijven de inflatievooruitzichten voor de middellange termijn gematigd."

– Christine Lagarde, voorzitter van de ECB, november 2021

"Deze bottlenecks zijn ingrijpender en houden langer aan dan we verwacht hadden", gaf Powell toe. "De effecten van de aanbodzijde zijn op dit moment zeer aanwezig, maar ze zullen zeker wegzakken. En we verwachten dat de inflatie weer naar ons langetermijndoel zakt zodra dat gebeurt."

– Jerome Powell, voorzitter van de Fed, FOMC van oktober 2021

"Wij verwachten dat de prijsdruk van voorbijgaande aard zal blijken – de vraag verschuift dan weer van goederen naar diensten, de mondiale toeleveringsketens herstellen zichzelf waarschijnlijk weer en voor veel grondstoffenprijzen is er na verloop van tijd weer sprake van regressie naar het gemiddelde."

– Andrew Bailey, voorzitter van de Bank of England, in zijn "Hard Yards"-toespraak, september 2021

De markt is daarentegen gefixeerd op de onaangenaam hoge en aanhoudende inflatie. Op basis van de break-eveninflatie (die niet altijd een even betrouwbaar beeld geeft van de inflatieverwachtingen) ligt het op dit moment misschien voor de hand om te verwachten dat de prijzen nog jarenlang hoog blijven. In onze ogen ontbreekt er in deze conclusie een doorslaggevende factor: de structurele drijfveren die de afgelopen decennia de inflatie in toom hielden, en die nog steeds uiterst relevant zijn (zoals de digitalisering, demografische veranderingen en de toenemende automatisering).

Naast de bottlenecks in de toeleveringsketens en de overdonderende uitgestelde consumentenvraag (zoals we in het macro-hoofdstuk al hebben besproken), wordt de inflatie verder omhooggestuwd door volatiele componenten van het inflatiemandje:

- Naarmate economieën verder opengesteld worden, groeit de vraag naar grondstoffen explosief. Hierdoor zitten de **grondstoffenprijzen** in de lift.
- Door een noodlottige samenloop van omstandigheden op de **energiemarkt** zijn de olie- en gasprijzen fors gestegen. Wereldwijd stevenen we deze winter op een energieschaarste af en de oorzaken hiervan lijken vooral tijdelijk van aard: gebrekkig onderhoud tijdens de coronacrisis, een uitzonderlijk windstille zomer voor Europa (waardoor er minder schone energie opgewekt kon worden), lage voorraden na een bijzonder koude winter 2020-2021, concurrentie vanuit Azië op het gebied van vloeibaar aardgas, branden op productiefaciliteiten en andere pandemiegerelateerde factoren. Maar deze schaarste is niet alleen het gevolg van voorbijgaande oorzaken. Ook structurele factoren zoals de desinvestering van fossiele brandstoffen bewijzen eens te meer dat de energietransitie een thema is waar niemand meer omheen kan. Volgens het Internationaal Energieagentschap (IEA) moeten de investeringen in schone energie in de komende tien jaar verdrievoudigd worden, willen we extreme volatiliteit op de energiemarkt voorkomen. In Bijlage 3.0 vindt u een uitsplitsing van de inflatiemandjes.

Het ziet er dan ook naar uit dat de markt op de feiten is vooruitgelopen en te veel inflatie heeft ingeprijsd. Feit blijft echter dat de verhoogde voedsel- en olieprijsen voor importeurs met vertraging alsnog zijn overgeslagen in een bredere inflatiestijging, wat betekent dat de prijsdruk naar verwachting nog in 2022 zal aanhouden. Met andere woorden: de inflatie blijft langer aanhouden dan centrale banken in eerste instantie verwachtten.

"Volgend jaar vertraagt de inflatie, zonder twijfel ... Maar qua intensiteit en snelheid kan die afname wel eens anders uitvallen dan we een paar maanden geleden verwachtten." – Luis de Guindos, vicepresident van de ECB

Als de inflatiedruk blijft oplopen en zich blijft uitbreiden, vormt dat een risico voor deze prognose. Mocht dat gebeuren, slaan de inflatieverwachtingen mogelijk over in een hogere daadwerkelijke inflatie. Wat eerst een tijdelijke opflakking van de inflatie was (als gevolg van ontwrichtingen in de nasleep van de pandemie) zou dan permanentier kunnen worden.

Dat is precies de vrees van centraal bankiers, omdat het directe consequenties zou hebben voor het gedrag van consumenten en de uitgaven van het bedrijfsleven. Nu al is het door stijgende huurprijzen en wat salarisdruk vanwege krapte op de arbeidsmarkt steeds minder zeker dat de inflatie van voorbijgaande aard zal blijken. De vraag hoe tijdelijk 'voorbijgaand' nu echt is, gonst steeds meer rond. Technisch gezien ligt bij het begrip voorbijgaand niet vast hoelang het duurt voordat iets ook echt voorbij is, maar alleen dat het vanzelf voorbijtrekt (zonder dat er een beleidsverkrapping vanuit monetaire hoek voor nodig is).

Vooralsnog houden centrale banken vast aan hun oorspronkelijke draaiboek, maar als we meer inzicht in toekomstige renteverhogingen willen, zullen we de blik op de inflatieverwachtingen voor meer dan drie jaar moeten richten. De berichtgeving van centrale banken is het belangrijkste middel om deze verwachtingen binnen de perken te houden. Daarnaast is het zeker noemenswaardig dat Jerome Powell opnieuw voor een termijn van vier jaar als Fed-voorzitter is aangesteld, met Lael Brainard als vicevoorzitter. Continuïteit van het leiderschap impliceert namelijk continuïteit in beleid.

10) Het monetair beleid is van koers gewijzigd. Is dat een risico?

Die koerswijziging begon inderdaad in 2021, toen Brazilië, Mexico, Rusland, Roemenië en veel opkomende economieën met hen zich al aan renteverhogingen waagden. Ontwikkelde economieën zien inmiddels in dat de inflatie risico's voor de economie met zich meebrengt, en ook de Noorse en Nieuw-Zeelandse centrale banken hebben hun rente verhoogd.

Er bestaat geen twijfel over dat de wereld op een gesynchroniseerde verkrappingscyclus afstevent. Of deze cyclus op korte termijn ook daadwerkelijk doorzet, hangt er sterk van af hoe de pandemie zich deze

winter ontwikkelt. De besmettingscijfers lopen nu al op, waardoor overheden zich tot nieuwe beperkingen genoodzaakt zien. In dergelijke omstandigheden zien centrale banken mogelijk liever even van hun renteverhogingen af. Als de gezondheidssituatie meer verbetert dan gevreesd, zou dat de weg vrijmaken voor snellere beleidsverkrappingen.

In de VS zet de Fed alles op alles om een precair evenwicht in stand te houden: enerzijds creëert de bank zoveel mogelijk ademruimte voor het herstel van de economie (en met name de arbeidsmarkt) en anderzijds probeert de Fed snel genoeg in te grijpen om de inflatie binnen de perken te houden. De markten zetten vraagtekens bij het standpunt van de Fed dat de inflatie van voorbijgaande aard zal blijken, en houden rekening met minimaal twee renteverhogingen in 2022, waarvan ze de eerste in juli verwachten (die dus samen zou vallen met het einde van de *tapering*). Deze verwachtingen zijn nogal voortvarend. Wij verwachten namelijk dat er in 2023 pas een verhogingscyclus zal worden opgestart (zoals uit de 'dot plot' van de Fed valt op te maken). Kanttekening hierbij is dat dit uiteindelijk afhankelijk is van hoe de inflatie zich ontwikkelt en in hoeverre de problematiek aan de aanbodzijde zich oplost.

De gestage afbouw van het QE-programma door de Fed (waarbij de aankoop van Treasuries met USD 10 miljard per maand en die van mortgage-backed-securities met USD 5 miljard per maand wordt teruggeschroefd) is duidelijk geen verkrapping, hoewel het een eerste stap in die richting is. Mocht er in 2022 een permanentere vorm van inflatie wortel schieten, zal de Fed misschien eerder dan verwacht moeten ingrijpen. De Fed streeft ernaar een zachte landing voor de economie op touw te zetten.

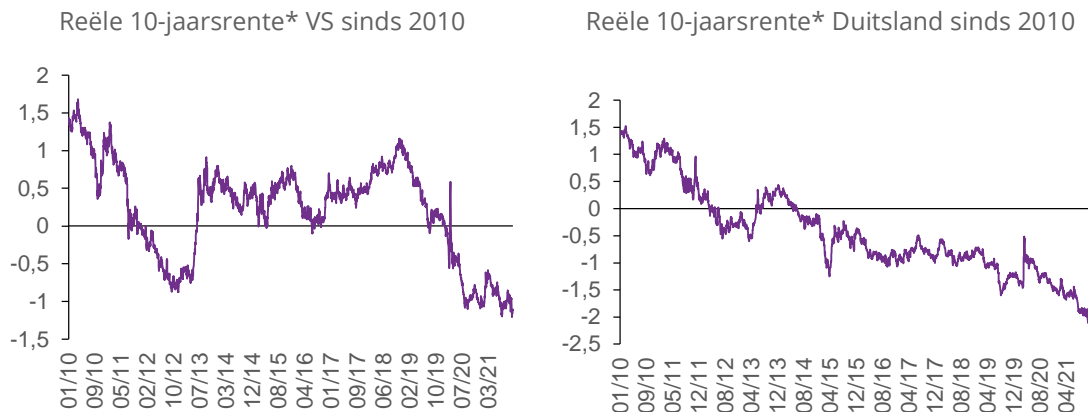
Vooruitzichten centrale banken

				Prognoses centrale banken (%)		
	Indicator	Recentst	Per	2021	2022	2023
Eurozone	CPI (j-o-j, %)	4,10	Oktober 2021	2,20	1,70	1,50
	Bbp (j-o-j, %)	3,70	3e kw. 2021	5,00	4,60	2,10
	Werkloosheid (%)	7,40	September 2021	7,90	7,70	7,30
VS	Kern-PCE (j-o-j, %)	3,60	September 2021	3,70	2,30	2,20
	Bbp (j-o-j, %)	2,00	3e kw. 2021	5,90	3,80	2,50
	Werkloosheid (%)	4,60	Oktober 2021	4,80	3,80	3,50

Bron: Bloomberg, BIL

De ECB is de enige belangrijke centrale bank die geen renteverhogingen doorvoert. Bij de bank wordt besproken wanneer haar pandemieprogramma (PEPP) (ix) afloopt en hoe haar aankoopprogramma APP

verlengd kan worden zonder dat zwakkere economieën in de eurozone daaronder lijden. De markten verwachten dat er volgend jaar in oktober al een renteverhoging aankomt, maar ECB-voorzitster Christine Lagarde reageerde daar in niet mis te verstane bewoordingen op en verklaarde dat een dergelijke stap "zeer onwaarschijnlijk" is voor 2022.

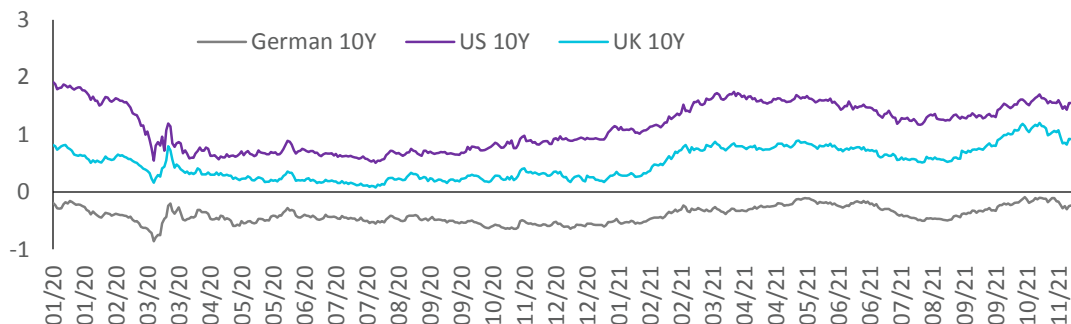


*nominaal – break-even-inflatie
Bron: Bloomberg, BIL

Beleidsverkrappingen zijn niet per se een risico als de centrale banken er helder over communiceren. Om te beginnen ligt de reële rente nog steeds ver onder het nulpunt, zelfs dieper dan aan het begin van het jaar. Daarnaast profiteert de economie nog steeds van begrotingssteun en een sterke vraag, waardoor ze een geleidelijke afbouw van de monetaire beleidssteun waarschijnlijk prima kan opvangen. Maar verkrapping heeft ongetwijfeld gevolgen voor de koersen. De volatiliteit op de aandelenmarkten neemt gestaag af sinds de centrale banken 18 maanden geleden naar aanleiding van de coronacrisis ingrepen, en zou weer kunnen beginnen toe te nemen. Binnen het obligatiesegment wordt er verwacht dat de spreads op investment-grade- en high-yield-obligaties zich binnen een bredere bandbreedte zullen bewegen, terwijl ook de rente mogelijk aan meer schommelingen onderhevig zal zijn. Met minder inmenging van centrale banken treedt de wet van vraag en aanbod waarschijnlijk weer meer op de voorgrond en wordt de markt gevoeliger voor een grote in- of uitstroom.

Maar volatiliteit brengt ook kansen met zich mee, zo weet de doorgewinterde belegger.

Rente op 10-jarige staatsobligaties sinds januari 2020



Bron: Bloomberg, BIL

11) Denkt u dat de rente volgend jaar gaat stijgen? Wat zijn uw eindejaarsdoelen?

Ja, het lijkt me heel reëel dat de rente over twaalf maanden hoger zal liggen dan nu. We verwachten dat de Amerikaanse tienjaarsrente tegen eind 2022 ongeveer op 2% zal liggen en de Duitse tienjaarsrente op 0,20% – in beide gevallen hoger dan in recente termijncontracten. Hiermee bedoelen we niet per se een rechte lijn van A naar B, maar er kunnen in de tussentijd wat tegenslagen voorkomen die tijdelijke technische correcties teweegbrengen.

Aangezien we verwachten dat de rente geleidelijk zal opklimmen, zijn we alles bij elkaar genomen terughoudend over vastrentende waarden, voornamelijk staatsobligaties, en voorzichtig ten aanzien van duration.

12) Waar kunnen obligatiebeleggers rendement vandaan halen?

2021 is geen eenvoudig jaar geweest voor obligatiebeleggers – kredietrisico nemen en durationrisico uit de weg gaan werkte het afgelopen jaar het beste. We trappen 2022 af met een hardnekkig lage rente, hoewel de wereldeconomie zich gestaag herstelt. Beleggers van over de hele wereld zullen door de zoektocht naar inkomsten nog lang voor uitdagingen komen te staan en moeten alle verschillende segmenten van de vastrentende markten zorgvuldig tegen elkaar afwegen. De reële rente zakte alleen maar verder terug in 2021, en blijft waarschijnlijk voorlopig nog onder het nulpunt. Beleggers die meer contanten en hoogwaardige obligaties aanhouden dan strikt noodzakelijk, zullen dus steeds meer aan koopkracht inboeten.

In 2022 lijkt een grotere nadruk op kredietrisico ons verstandig, maar we mogen ons daar niet door laten meeslepen. Alles wijst erop dat het kredietrisico de eerste twee kwartalen van 2022 prima beheersbaar zal zijn. De situatie daarna is moeilijker te voorspellen, omdat er veel afhankelijk is van de impact die de

verkrappingen van de centrale banken zullen hebben op de economische groei. Als centrale banken noodgedwongen doortastend moeten optreden, kan dat de groei stuiten en in de tweede helft van het jaar leiden tot hogere spreads.

Onze voorkeur gaat uit naar investment-grade-bedrijfsobligaties en naar high-yield-bedrijfsobligaties uit ontwikkelde markten.

Binnen ons actuele obligatiesegment gaat onze voorkeur uit naar **investment-grade-bedrijfsobligaties**. Op microniveau hebben bedrijven een gezonde balans, liggen de hefboomratio's weer op de niveaus van voor de pandemie en is de instroom in dit segment fors doordat er met veel geld naar rendement wordt gezocht. De markten hebben echter een perfect scenario ingeprijsd voor bedrijfsobligaties, waardoor er voor de spreads minder ruimte is om verder te stijgen; excess return is afhankelijk van carry en selectiviteit: dat maakt **kortlopende hybride bedrijfsobligaties** en **obligaties van financiële instellingen** bijzonder interessant voor ons.

Na een uitdagend 2021 zijn de vooruitzichten voor Chinese investment-grade-obligaties in 2022 ook rooskleuriger geworden: het monetair beleid blijft waarschijnlijk relatief accommoderend en er is een kans dat de reserveverplichting of zelfs de rente wordt verlaagd. Beleids- en kredietrisico's blijven volgend jaar beperkt voor bedrijven in handen van de staat (*state-owned entities* of SOE's), waarvoor een belangrijke rol in de Chinese economie is weggelegd. Met de huidige spreads zijn de waarderingen redelijk en vanuit de vraagzijde komt er meer technische ondersteuning aan wanneer het Bond Connect-programma tussen het Chinese vasteland en Hongkong wordt opgezet. Onze voorkeur gaat uit naar bedrijven met een robuuste rentabiliteit en betere losstaande kredieten, hoofdzakelijk hightechproductiebedrijven en SOE's. Potentiële neerwaartse risico's zijn afkomstig van een verrassend snelle stijging van de Amerikaanse rente en een verdere achteruitgang van de Chinese vastgoedsector.

Daarnaast zijn we positief gestemd over **high-yield-obligaties uit ontwikkelde markten**. In dit marktsegment is het aantal zombiebedrijven beperkt, liggen de hefboomratio's weer op de niveaus van vóór de pandemie en zijn er in zowel de VS als Europa meer opwaartse dan neerwaartse herzieningen. De spreads van het Europese high-yield-segment zijn onlangs verruimd, terwijl deze zich in de VS nog binnen dezelfde bandbreedte bewegen als gevolg van de gestegen olieprijs (de energiesector is namelijk sterker vertegenwoordigd in de Amerikaanse high-yield-sector). Binnen het high-yield-segment gaat onze voorkeur vanwege de krachtige trend van opwaartse herzieningen uit naar **bedrijfsobligaties met een rating van BB**. Een groot aantal bedrijven met een BB-rating staat namelijk op het punt om door te breken in het investment-grade-segment. Als dat ook lukt, worden zulke 'rijzende sterren' vaak beloond met spreadverkrappingen.

Binnen obligaties uit opkomende markten gaat onze voorkeur uit naar **investment-grade-bedrijfsobligaties in harde valuta's**, die een gunstiger volatiliteits- en durationprofiel hebben. Bedrijfsobligaties zijn beter opgewassen tegen een stijging van de reële rente. We zijn terughoudend ten aanzien van high-yield-obligaties uit opkomende markten, aangezien dat hele marktsegment is getroffen door de onzekerheid over Chinese vastgoedontwikkelaars. Het Chinese high-yield-segment heeft met

een achteruitgang van 30% het slechtste jaar ooit achter zich (het slechtst mogelijke scenario is in de waarderingen ingeprijsd: de huidige *yield-to-worst* impliceert een wanbetalingspercentage van ruim 30%). Terwijl de Fed waarschuwde dat China's getroebleerde vastgoedsector mogelijk een gevaar voor de wereldeconomie vormt, is nog steeds niet duidelijk of Beijing in de crisis gaat ingrijpen met brede maatregelen op nationaal niveau en zich als de laatste kredietverlener zal opwerpen. Chinese beleidsmakers hebben zich de voorbije weken echter ingespannen om beleggers en huizenkopers gerust te stellen door te stellen dat de risico's beheersbaar zijn en dat de buitenproportionele kredietverkrapping door banken wordt rechtgetrokken.

Verschillende segmenten van de obligatiemarkt hebben een buitengewoon goed jaar achter de rug, zoals geïndexeerde obligaties: zowel TIPS in de VS en geïndexeerde obligaties uit de eurozone noteerden een rendement van meer dan 6%. Beleggers die zich met geïndexeerde obligaties tegen toekomstige inflatiestijgingen willen indekken, moeten er wel rekening mee houden dat een groot deel van het inflatierisico al in de koers ervan verwerkt is. De vijfjaars break-eveninflatie voor Europa en voor de VS ligt op een recordhoogte (respectievelijk op 1,70% en 3,06%). Ondanks forse economische groei en krapte op de arbeidsmarkten, zal de inflatie als gevolg van eenvoudigere jaar-op-jaarvergelijkingen en afnemende druk op de toeleveringsketens in de komende twaalf maanden hoogstwaarschijnlijk bekoelen, waarbij het ernaar uitziet dat de inflatie in het eerste kwartaal van 2022 zal pieken. Op dat moment wordt het inflatierisico dan opnieuw ingeprijsd en daardoor zullen geïndexeerde obligaties achterblijven bij nominale obligaties.

13) **Bedrijfsobligaties uit opkomende markten zijn dus een van uw zwaartepunten. Hoe steken bedrijfsobligaties uit de VS af tegen hun evenbeelden uit Europa? Verwacht u dat de wanbetalingspercentages toenemen?**

Aan het aantal uitstaande obligaties kunnen we zien dat het schuldniveau ieder jaar groeit. Er is echter een lichtpuntje, want die groei gaat gepaard met een stijging van het bbp – beide gaan gelukkig hand in hand.

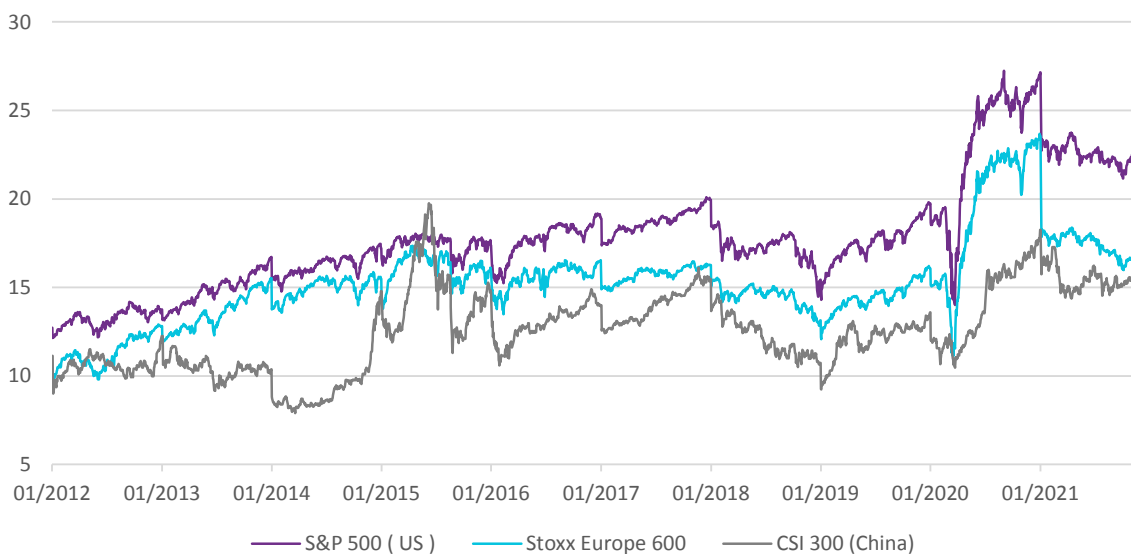
Op dit moment verwachten we niet dat de wanbetalingspercentages zullen stijgen, zeker niet in de eerste helft van 2022. We zijn tevreden met de dynamiek aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. Mogelijk kunnen we voor het tweede helft van het jaar wel meer wanbetalingen verwachten. De financiële voorwaarden zijn de allerbelangrijkste variabele en momenteel zijn ze nog steeds extreem accommoderend. De meeste bedrijfsobligaties zullen bij een stijgende rente prima stand kunnen houden, mits onze verwachtingen uitkomen. Desondanks moeten bepaalde sectoren beter in het oog gehouden worden – dat geldt bijvoorbeeld voor vastgoedobligaties, waarvan sommige beleggers nu al de waarderingen in vraag stellen.

Aandelen

14) Volgens sommigen pieken de waarderingen nu. Is dat een risico? Wat hebben aandelen in 2022 nodig om hun stijgende lijn voort te zetten?

Vóór de pandemie zaten aandelen in de langste bullmarkt ooit en werd er al veel gezegd en geschreven over piekende waarderingen. Het einde van de coronacrisis ontketende een rally waarin aandelenindexen het ene record na het andere vestigden. Na deze rally staat het pieken van de waarderingen weer terug op de agenda en het blijft ook in 2022 waarschijnlijk een dominant thema. Verhoogde waarderingen zijn niet per se een belemmering voor verdere koersstijgingen, maar leveren wel neerwaarts risico op – de markten hebben namelijk het perfecte scenario ingeprijsd.

Toekomstgerichte koers-winstverhoudingen



Bron: Bloomberg, BIL

Desondanks lijken de aandelenmarkten vol optimisme op de feestdagen af te stevenen dankzij de bijzonder sterke consumentenvraag, het nog steeds verruimend monetair beleid, een gloednieuw infrastructuurpakket in de VS en een Amerikaanse tienjaarsrente van circa 1,5%. Er is nog ruim voldoende liquiditeit op de markt en hoewel aandelen momenteel duur zijn, geldt dat eigenlijk voor alles (kijk maar naar NFT-veilingen en de marktkapitalisatie van cryptomunten). Wat betreft assetallocatie zijn de aantrekkelijke alternatieven voor aandelen op één hand te tellen (soms bestempeld als het TINA-effect: *There Is No Alternative*) en tenzij we zouden verwachten dat de aandelenmarkten een correctie te wachten staat, blijft het een uitstekende belegging: de steeds negatievere reële rente maakt andere activaklassen

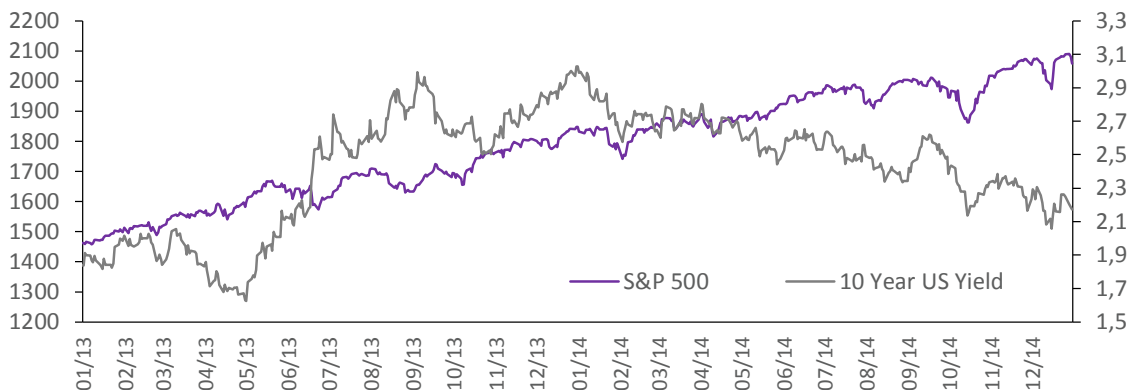
(zoals contanten en obligaties) absoluut onaantrekkelijk. De belangrijkste les die 2021 beleggers heeft geleerd, is dat het een dure aangelegenheid is om zich in veerkrachtige markten afzijdig te houden.

Winstcijfers worden in 2022 een belangrijke drijvende kracht achter de aandelenmarkten en hoewel de winstcyclus in 2021 heeft gepiekt, blijft hij voorlopig erg sterk, aangezien de forse economische groei waarschijnlijk nog tot ver in 2022 zal aanhouden.

De stijgende inputkosten hebben nog geen wezenlijke gevolgen voor de marges gehad. Hoe snel de bottlenecks en de problemen aan de aanbodzijde precies verholpen kunnen worden, wordt steeds belangrijker: als dat in het eerste halfjaar lukt (we zien de eerste sprankjes hoop al), verwachten we een opleving van de groei, wat gunstig zou uitpakken voor aandelen.

De kolossale steunpakketten die centrale banken in reactie op de coronacrisis hadden opgezet, worden momenteel afgebouwd. Tegelijkertijd vragen steeds meer mensen zich af of de stijgende rente een gevaar vormt voor aandelen, aangezien die de relatieve aantrekkelijkheid ervan in gevaar zou kunnen brengen. Kort gezegd levert dit geen acute problemen voor de aandelenmarkten op, omdat de rente momenteel nog erg laag is. Toen de markten in 2013 verwachtten dat de Fed haar obligatie-aankoopprogramma zou afbouwen (*tapering*), steeg de rente van circa 1,6% tot ruim 3%, en zoals in de grafiek hieronder te zien is, stegen de aandelenkoersen toen ook (de *tapering* werd op 22 mei 2013 aangekondigd en begon eind december van datzelfde jaar). De situatie zou ons zorgen baren als rentestijgingen zouden samenvallen met andere risicofactoren (bijvoorbeeld hardnekkiger inflatie en aanhoudende arbeidstekorten). De combinatie van al die risico's zou de emmer kunnen doen overlopen.

Amerikaanse tienjaarsrente & de S&P 500 tijdens de laatste *tapering*



Bron: Bloomberg, BIL

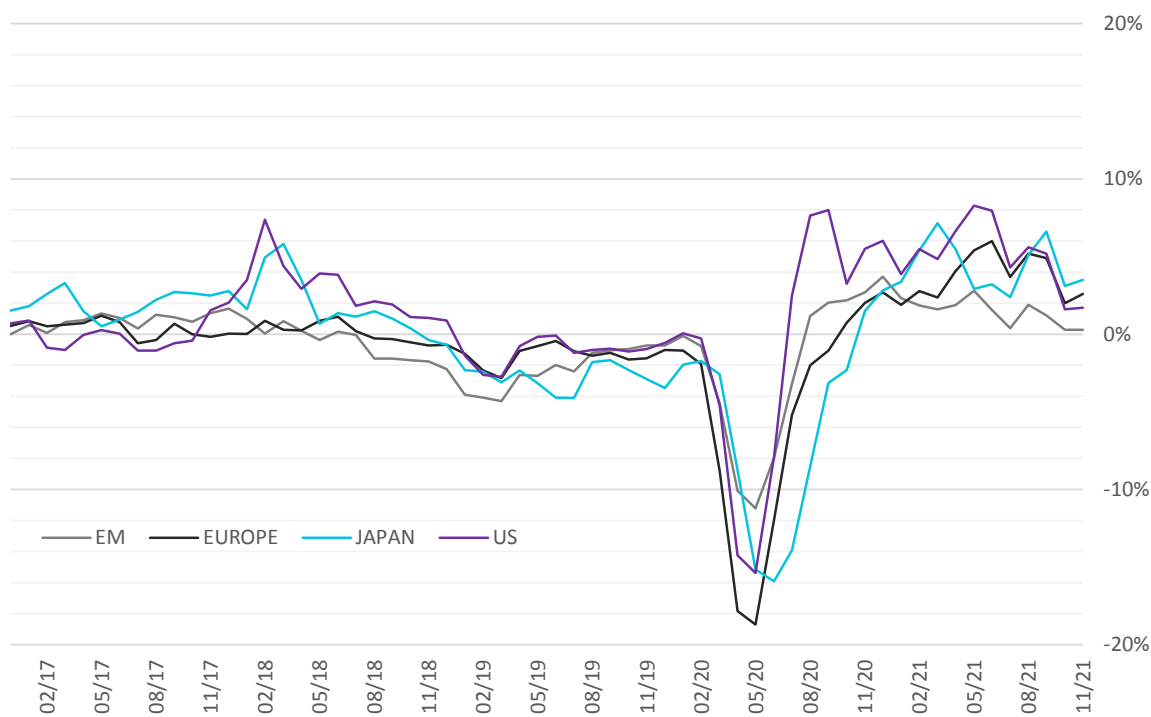
15) Zijn de winstverwachtingen voor 2022 hooggespannen? Kunnen bedrijven ze überhaupt nog overtreffen? Gaan we negatieve winstherzieningen zien?

Hooggespannen zou ik de verwachtingen juist niet noemen, omdat de normalisatie nu in volle gang is. Uit de gekelderde WPA-groei in 2020 ontsproot een uitzonderlijke winstgroei, die nu nog steeds aanhoudt.

In het resultatenseizoen over het derde kwartaal was 81% van de bedrijven in de S&P 500 goed voor een positieve verrassing en lag de winstgroei met 39% hoger dan de verwachte 27%. Halverwege het Europese resultatenseizoen zorgde 68% van de bedrijven voor positieve winstverrassingen, terwijl de winstgroei op 57% lag – hoger dan de verwachte 45%.

Net vóór deze indrukwekkende resultaten zetten de winstherzieningen voor 2022 op indexniveau een daling in, maar die trend is voorlopig stilgevallen.

Relatieve winstherzieningen



Bron: Bloomberg, BIL

Hoewel de bottlenecks en arbeidstekorten nog geen wezenlijke gevolgen voor de marges hebben, kwamen deze problemen toch regelmatig ter sprake in de winstwaarschuwingen voor het derde kwartaal. Bedrijven verschilden daarbij van mening over hoelang het gaat duren voordat ze verholpen zijn. Het heeft er alle schijn van dat deze problematiek in het vierde kwartaal van 2021 en het eerste

kwartaal van 2022 terug te zien zal zijn in de werkelijke winstcijfers. We zijn benieuwd of de markt en analisten hetzelfde reageren op dalingen van de WPA vanwege problemen aan de aanbodzijde als op dalingen als gevolg van de vraag. Het is goed mogelijk dat de winstherzieningen zich nog verder neerwaarts zullen bewegen, maar dat wordt al een stuk minder waarschijnlijk als analisten hun blik kunnen verbreden en de problematiek kunnen zien als uitgestelde omzet.

Later in 2022 zitten de winstherzieningen mogelijk weer in de lift, naarmate er meer bottlenecks worden verholpen. De trend kan ook plotseling omslaan als de rente stijgt, als de inflatie permanenter blijkt en als de oplopende inputkosten niet in het eerste halfjaar kunnen worden ingedamd.

16) Waar liggen op regionaal niveau uw voorkeuren voor aandelen?

We zijn overwogen in de VS en Europa, neutraal in China en onderwogen in opkomende markten.

Voor aandelen verkiezen we ontwikkelde markten boven opkomende, net als op macro-economisch niveau.

Met zijn stabiele macro-economische cijfers presteert de VS het beste. Ook de vlucht naar veiligheid maakt het een aantrekkelijke regio als er sprake is van risicoaversie (er zijn meer hoogwaardige aandelen in de VS die in een dergelijk klimaat doorgaans goed presteren). Als de groei en de inflatie bekoelen, zullen de stijlen GARP (*Growth At a Reasonable Price*) en kwaliteit tegen de tweede helft van het jaar weer in de gratie komen bij beleggers, en laat dit soort aandelen nu net prominenter aanwezig zijn in de VS.

Europa kampt daarentegen momenteel met een achteruitgang van de macro-economische cijfers en de regio blijft wat winstcijfers betreft achter bij de VS. Het huidige klimaat met hogere rente en hogere inflatie is daarentegen gunstig voor de Europese markt, die meer op waarde gericht is. Op monetair vlak is de ECB bovendien aanzienlijk verruimingsgezinder dan andere belangrijke centrale banken.

Puur op basis van de waarderingen is de Chinese aandelenmarkt aantrekkelijk. Internationale beleggers zijn echter op hun hoede vanwege de onzekerheid over de regelgeving, en de regio is nu erg goedkoop ten opzichte van ontwikkelde markten. Vooralsnog houden we een neutrale positie aan in Chinese aandelen, maar we zijn wel bereid onze blootstelling uit te breiden indien de beleidskoers duidelijker wordt (waardoor de volatiliteit zou moeten afnemen) en indien China zijn krachtige arsenaal aan fiscale vuurkracht ontketent.

Zowel op het Chinese vasteland als op buitenlandse beurzen verhandelde aandelen zouden daarmee een aantrekkelijke beleggingskans zijn voor langetermijnbeleggers en we zijn vooral optimistisch over de volgende beleggingsthema's:

- **Innovatie en de industriële upgradecyclus richting een hightechindustrie**

Deze thema's blijven doorslaggevend voor de ontwikkeling en de economische groei van China op lange termijn. Het cultiveren van een krachtige hightechindustrie staat daarbij centraal, net als in het 'Made in China 2025'-plan. Hardwaresectoren zoals elektronische onderdelen, halfgeleiders en wearables blijven de vruchten plukken van de wereldwijde innovatie en de technologische doorbraken van binnenlandse producenten. De Chinese overheid heeft toegezegd in 2060 koolstofneutraliteit te willen bereiken, wat structurele langetermijninvesteringen bevordert in zonne- en windenergie, energieopslag, smart grids, voertuigen op nieuwe energie en de waardeketen van de lithiumaccu. Toonaangevende bedrijven uit deze sectoren groeien gestaag, waardoor ze aantrekkelijke aandelen vormen voor een langetermijnportefeuille.

- **Reflatie van consumptiegoederen versterkt door groeiende consumptie naarmate de middenklasse groter wordt**

Zoals we eerder al vanuit macro-economisch perspectief hebben gezien, liep de CPI-prijsdruk vanaf het derde kwartaal van 2021 op als gevolg van stijgende prijzen in de detailhandel. Bevleugeld door het geleidelijke herstel van de consumptie durfden toonaangevende consumentenmerken het aan de druk op hun kosten aan de eindgebruiker door te berekenen. Ook premiumisatie is op lange termijn een stuwende kracht achter de consumptie: deze trend omvat bijvoorbeeld de behoefte aan nieuwe producten (upgrades) en de vraag naar een divers productaanbod. We zijn ervan overtuigd dat we in 2022 meer prijsverhogingen in de winkels zullen zien en toonaangevende consumptiebedrijven met een diverser productaanbod en een sterk merk zullen hun marges zien groeien. Volgens de prognoses zet dit soort bedrijven een bovengemiddelde winstgroei neer in een reflationair klimaat.

- **In 2022 een normalisatie van het overheidsbeleid voor technologiesectoren**

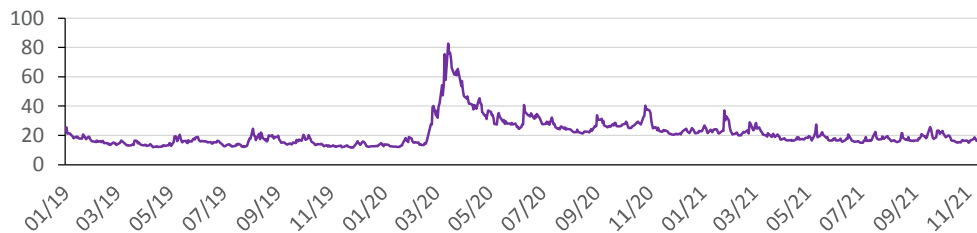
Nu we eindelijk een vol jaar beleid in deze uitzonderlijke omstandigheden hebben gezien, hebben de markten de tegenwind vanuit beleidsmakers grotendeels kunnen inprijzen. Denk daarbij bijvoorbeeld aan antitrustwetgeving, gegevensveiligheid, bescherming van minderjarigen en maatschappelijke verantwoordelijkheid. Chinese internetaandelen moesten gemiddeld circa 45% inleveren ten opzichte van de piek in februari 2021 vanwege risico's in verband met de regelgeving, een vertraging van de winstgroei en structureel krimpende marges. In de tweede helft van 2021 merkten we dat de Chinese overheid steeds transparanter werd over haar beleid en de regelgeving. Het proces is in sommige domeinen, zoals antitrustwetgeving en de bescherming van minderjarigen, al bijna afgerond. Zo zijn er aan bedrijven als Alibaba en Meituan al boetes en concrete richtlijnen voor toekomstige operationele koerswijzigingen opgelegd. Het is goed mogelijk dat de overheid in de toekomst met gedetailleerdere wettelijke maatregelen komt, hoewel dat hoogstwaarschijnlijk voorspelbaarder en soepeler verloopt dan eerder. Het sentiment ten aanzien van de sector staat bovendien een nieuwe impuls te wachten doordat (1) de e-commerce in het derde kwartaal van 2021 zijn dieptepunt heeft bereikt; (2) grote online gamingplatforms hun concurrentievoordelen hebben kunnen versterken omdat ze zich inspanssen om de wetten ter bescherming van minderjarigen beter na te leven, en omdat ze

daarnaast een innovatiever en diverser gamesaanbod aanbieden; en (3) de waarderingen aantrekkelijker zijn.

17) Wat zijn uw voorkeuren qua sectoren en stijlen?

We verwachten een turbulenter jaar voor aandelen in 2022, zeker zolang de problemen aan de aanbodzijde nog niet verholpen zijn.

De volatiliteit ligt momenteel rond het niveau van voor de pandemie (VIX)



Bron: Bloomberg, BIL

We zetten echter niet zomaar de schaar in onze aandelenpositie: we passen een halterstrategie toe op onze sectorallocatie om het risico in balans te houden. Dit houdt in dat we beleggen in zowel cyclische sectoren, die doorgaans uitstekend gedijen in een inflatoir klimaat, als in defensieve effecten (gezondheidszorg).

Sectorvoorkeuren

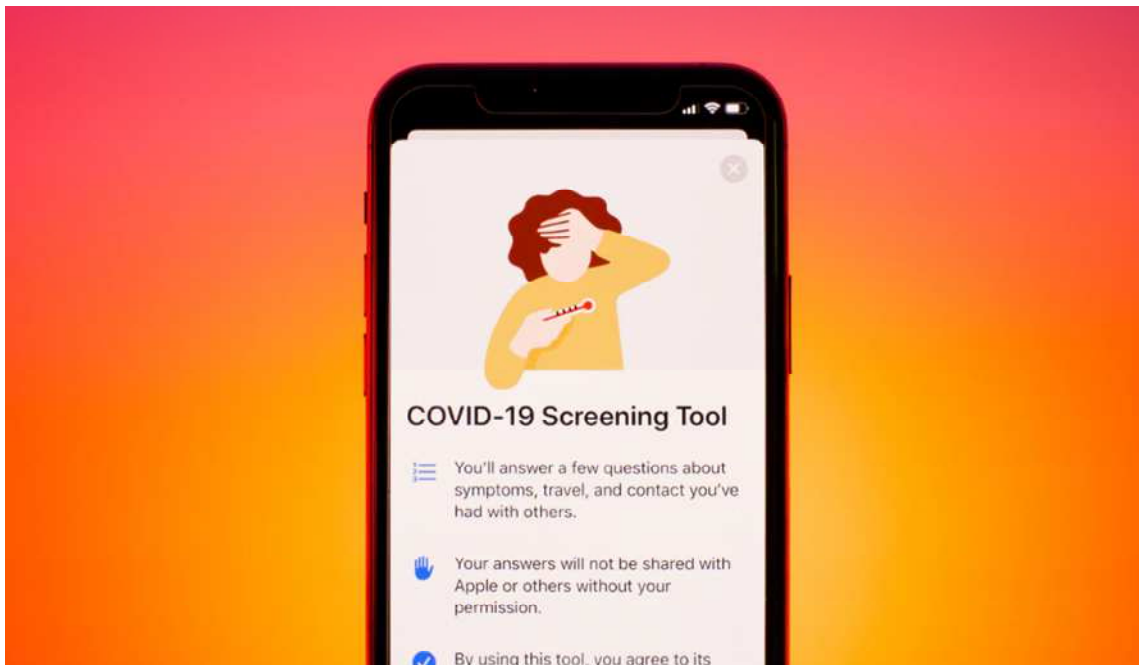
NEGATIEF	NEUTRAAL	POSITIEF
Basisconsumptiegoederen	Nutsbedrijven	Financiële instellingen
Industrie (Europa)	Industrie (VS)	Materialen
Duurzame consumptiegoederen (VS)	Duurzame consumptiegoederen (Europa)	Energie
	IT	Gezondheidszorg
	Vastgoed	
	Communicatiediensten	

Gezien de wereldwijde energieschaarste en de krapte op de oliemarkten is er een reële kans dat de **energiesector** in 2022 een outperformance levert. Deze sector profiteert in belangrijke mate van het heropeningsthema (vooral nu er weer gereisd kan worden). De winstherzieningen zijn gunstig en de sector profiteert van de almaar stijgende olieprijsen, waardoor meer activiteiten winstgevend worden.

Materialen is een andere cyclische sector. Deze sector blijft waarschijnlijk de wind in de zeilen krijgen van de over een breed front gestegen grondstoffenprijzen, een forse vraag en een sterke instroom dankzij begrotingssteun – zoals Bidens "Build Back Better"-infrastructuurplan in de VS of het NextGenerationEU-plan in de Europese Unie. Mijnbouw presteert laat in de cyclus uitstekend met hoge vrije kasstromen, wat deze subsector bijzonder interessant maakt. De gezonde vraag naar grondstoffen uit de mijnbouw heeft een robuust klimaat voor producenten en exploratiebedrijven gecreëerd en de leveringsbeperkingen maken de weg vrij voor prijzen hoger dan het historische gemiddelde tot 2025 – hoofdzakelijk vanwege de groeiende vraag naar materialen die nodig zijn voor de mondiale energietransitie. (x)

Financiële instellingen profiteren enorm van de stijgende rente. De netto-rentemarges zijn gebonden aan het lange einde van de rentecurves, terwijl de deposito's fors groeien dankzij de steunmaatregelen. We merken ook dat de efficiëntie en innovatie van deze sector verbetert door digitalisatie.

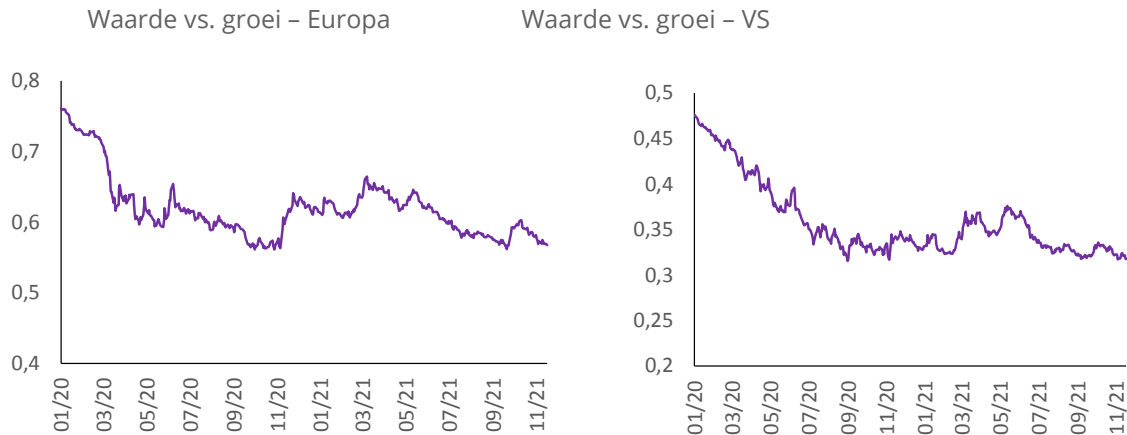
Gezondheidszorg is een defensieve sector die minder te lijden heeft onder inflatie, opgelopen inputkosten, arbeidstekorten en problemen in toeleveringsketens. Nadat deze sector op de voorgrond trad door de pandemie, ondergaat hij een vloedgolf aan innovaties, met name in domeinen zoals zorg op afstand, patiëntenzorg en behandelingen (de mRNA-vaccintechnologie kan mogelijk gebruikt worden om andere ernstige ziekten en aandoeningen te behandelen (xi)). Daarnaast zijn er kansen te over voor samenwerking tussen de publieke en de particuliere sector.



Nadat de gezondheidszorg op de voorgrond trad door de pandemie, ondergaat deze sector een vloedgolf aan innovaties.

Wat beleggingsstijl betreft, ging onze voorkeur in 2021 uit naar **waarde**aandelen, die doorgaans goed gedijen bij een hogere rente en inflatie. Gezien de hooggespannen inflatieverwachtingen en de

restrictievere houding van de centrale banken is deze beleggingsstijl nog altijd de moeite waard. Dat bewijzen ook de netto-winstherzieningen van waarde aandelen, die beter uitvallen dan die van groeiaandelen – deze sinaasappel is dus nog niet volledig uitgeknepen.



Bron: Bloomberg, BIL

We zijn er desondanks van overtuigd dat de GARP-stijl (*Growth At a Reasonable Price*) in de loop van 2022 weer op kop loopt, mits de problemen in toeleveringsketens verholpen worden en de inflatie bedaart. Dit zou goed uitkomen voor aandelen uit sectoren als IT, waarbij het rendement pas later in de toekomst op gang komt.

Toezichthouders kijken weliswaar overal ter wereld met argusogen naar big tech (zo incasseerde Google een antitrustboete van USD 2,8 miljard en verklaarde een klokkenluider aan een subcomité van de Amerikaanse Senaat dat Facebook winst boven veiligheid stelt), maar de kans is erg klein dat toezichthouders hun 'eigen' innovatiegrootmachten willen kortwieken en de langetermijngroei schaden, aangezien er een wereldwijde technologische wapenwedloop gaande is. De technologiesector heeft de wind flink in de zeilen door de structurele verschuiving naar een gedigitaliseerde samenleving.

18) Richt u in uw selectieproces uw pijlen op bedrijven die van de inflatiestijging profiteren?

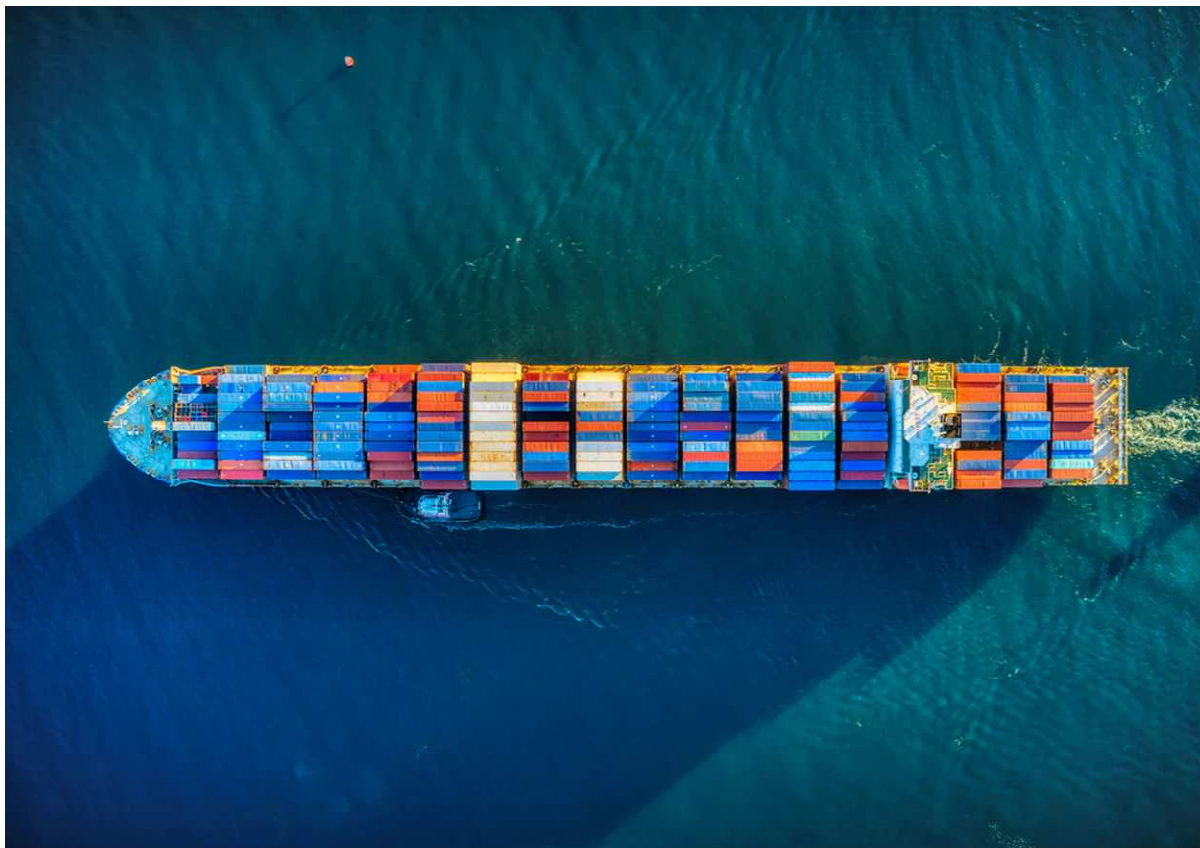
Een van de gunstigste manieren waarop bedrijven tekorten en tegenslagen in de toeleveringsketens kunnen opvangen, zijn prijsverhogingen. Een handjevol bedrijven heeft deze stap al genomen, zonder negatieve gevolgen voor de vraag.

In de zomer verhoogde PepsiCo de prijzen van zijn frisdrank en snacks om te compenseren voor de hogere grondstoffen- en transportkosten en er liggen plannen om dat begin volgend jaar opnieuw te doen. CEO Ramon Laguarta suggereerde in oktober in een winstwaarschuwing dat klanten er geen bezwaar tegen leken te hebben: "Het lijkt erop dat consumenten over de hele wereld iets anders tegen prijzen aankijken dan voorheen."

In september verhoogde Procter & Gamble, een multinationale, snelgroeiende grote speler op het gebied van consumptiegoederen, de prijzen van veel van zijn producten. "We hebben geen wezenlijke reactie gezien onder consumenten", aldus Chief Financial Officer Andre Schulten.

En in oktober kwam fastfoodreus McDonald's met een prijsverhoging van 6% ten opzichte van 2020, vanwege de gestegen kosten (naast de opgelopen prijzen voor ingrediënten meldde de burgerketen dat de arbeidskosten op franchiselocaties met 10% en op eigen locaties met 15% waren gestegen). Het ziet er naar uit dat consumenten dit vooralsnog slikken. De CEO, Chris Kempczinski, stelde dat de prijsverhoging "eigenlijk vrij goed is geaccepteerd". Zodra het nieuws was verwerkt, klom de aandelenkoers van het bedrijf 6% hoger.

In een klimaat van hoge transportkosten, stijgende grondstoffenprijzen, problemen in de toeleveringsketens en lichte loonstijgingen wordt prijszettingsvermogen in 2022 waarschijnlijk een nóg belangrijkere drijfveer van relatief rendement. Maar niet alle bedrijven kunnen hun prijzen zomaar verhogen. De laatste tijd hebben we verschillende sectoren doorzocht op bedrijven die de hogere kosten aan de consument kunnen doorberekenen. Dit onderwerp wordt vrij vaak aangesneden in vooruitzichten voor het komende resultaatseizoen en geeft ons een idee van welke bedrijven hun marges relatief stabiel kunnen houden nu deze verhoogde inflatie over ons woedt. Zoals we eerder in deze Outlook hebben aangestipt, zijn de gestegen inputkosten nog niet echt in de marges terug te zien: de marges liggen nog dicht bij hun piekniveaus. Dat komt er op een gegeven moment sowieso aan en het is dan ook beter om nu al bedrijven op te zoeken die met hun prijszettingsvermogen hun marges kunnen beschermen.



In een klimaat van hoge transportkosten, stijgende grondstoffenprijzen, problemen in de toeleveringsketens en lichte loonstijgingen wordt prijszettingsvermogen in 2022 waarschijnlijk een nóg belangrijkere drijfveer van relatief **Fredrik**

Grondstoffen en valuta's

19) Wat is uw visie op grondstoffen en valuta's?

De algemene verwachting was dat de OPEC+-landen hun olieproductie in reactie op de groeiende vraag zouden verhogen met 800.000 vaten per dag. Maar door de bezorgdheid over de obstakels in de strijd tegen COVID-19 en de macro-economische vertraging besloot het oliekartel uiteindelijk om de productie met 400.000 vaten per dag te verhogen. Met hogere prijzen kunnen olieproducerende landen, die in 2020 zo hard geraakt werden, de schatkist weer een stuk spekken.

De terughoudendheid van de OPEC+ heeft een rally teweeggebracht waardoor Brent-olie – de mondiale benchmark voor ruwe olie – afgelopen maand op USD 86,70 uitkwam, het hoogste niveau in drie jaar, en we verwachten dat de stijgende lijn in de prijzen ook in 2022 zal aanhouden, doordat het aanbod de

duizelingwekkende wereldwijde honger naar olie niet gestild krijgt. In een poging de prijzen voor consumenten te drukken, gaat de VS vanaf medio c.q. eind december 50 miljoen vaten ruwe olie per dag vrijgeven uit zijn strategische reserves. Maar de OPEC+ heeft al gewaarschuwd de productieverhogingen te verlangzamen als er extra aanbod uit voorraden vrijkomt.

Amerikaanse schalieoliebedrijven, waarvan het break-evenpunt gemiddeld op USD 46 per vat ligt (xii), komen vaak in actie zodra de prijzen boven een bepaalde drempel uitstijgen, waardoor het evenwicht tussen vraag en aanbod zich weer herstelt. Maar hoewel verschillende oliegianten, waaronder BP, Chevron en Exxon Mobil, te kennen hebben gegeven van plan te zijn hun productie van en investeringen in schalieolie volgend jaar op te schalen, kunnen ze de excessieve vraag daarmee waarschijnlijk niet helemaal opvangen. We mogen ook niet vergeten dat de handen van Amerikaanse schalieolieproducenten enigszins gebonden zijn door de groene ambities van president Biden. Dit jaar kondigde de regering-Biden een moratorium aan op de uitgifte van boorvergunningen op federaal land en in federale wateren, en zette effectief een streep door de Keystone XL-pijpleiding van Canada naar de VS.

We zijn optimistisch over olie, maar niet echt over goud.

Goud heeft al vaak gefungeerd als bescherming tegen de inflatie en stabilisator van portefeuilles tijdens turbulentie op de financiële markten. In die tweeledige rol profiteert het edelmetaal op korte termijn van een verzameling factoren:

- De duizelingwekkende stijging van de inflatiecijfers
- Belangrijke centrale banken die garandeerden dat ze de rente voorlopig laag zouden houden
- Zorgen om de coronacrisis nu de winter aanbreekt in het noordelijk halfrond
- Industriële consumptie van goud en zilver

Dankzij de combinatie van deze factoren is de goudprijs boven USD 1.800 per troy ounce uitgekomen, en die rally houdt waarschijnlijk nog wel aan tot het einde van het jaar. Maar op langere termijn, naarmate de bottlenecks aan de aanbodzijde zullen worden verholpen en de centrale banken hun beleid geleidelijk zullen normaliseren, zakken de goudprijzen waarschijnlijk weer (de afbouw van beleidssteun en renteverhogingen stuwen doorgaans de rente op staatsobligaties, waardoor de opportuniteitskosten van goudbeleggingen de pan uit rijzen: goud levert namelijk geen direct rendement op).

Ook noemenswaardig is de concurrent die goud in cryptomunten (of, breder, digitale activa) heeft gevonden. Voorafgaand aan de goudrally in november stroomde er meer dan USD 10 miljard uit de grootste goudtracker ter wereld en ook de fysieke goudvoorraden van fondsen moesten onder de marktprijs verkocht worden, zo blijkt uit cijfers van Bloomberg. In de tijd dat de goudprijs zo'n 6% was gedaald, verdubbelde de koers van de bitcoin tot een recordhoogte van ruim USD 67.000. Sommige beleggers zien bitcoin en andere cryptomunten als een afdekking tegen de inflatie – een trend die aan

populariteit wint. Hoewel we geen sterke correlatie tussen de bitcoin en de inflatie zien, valt ons wel op dat goud het zwaarder krijgt door de opkomst van zogenaamde digitale alternatieven.

Wat valuta's betreft, gaan we ervan uit dat overheden van over de hele wereld een andere toon zullen aanslaan. Al sinds 2000 is het bevorderen van economische groei met een scherp concurrerende valuta in tijden van sterke desinflatoire druk een van de belangrijkste pijlers van valutabeleid. Vanwege dit beleidsdoel zag het grootste deel van de ontwikkelde landen hun valuta liever aan de zwakkere kant, om de exportgroei te bevorderen. Tegenwoordig groeit de verergerende prijsdruk uit tot een maatschappelijk, economisch en politiek probleem en overheden zijn zich ervan bewust dat een sterkere valuta de inflatoire druk kan verlichten.

We beginnen het nieuwe jaar met een constructievere visie op de Amerikaanse dollar dan op de euro. De monetair-beleidskoers is waarschijnlijk de belangrijkste factor voor de USD en krupper beleid vanuit de Fed (terwijl de ECB relatief verruimingsgezind blijft) zou samen met de verhoogde inflatiecijfers steun moeten bieden aan de munt. We zijn neutraal tegenover de Chinese yuan, omdat we geloven dat er nog wat tegenwind kan opduiken nu de Chinese centrale bank mogelijk een verruimender beleidskoers inslaat. Desondanks wordt de valuta nog steeds gedrukt door het handelsoverschot (dat handelsoverschot is volgend jaar waarschijnlijk goed voor ongeveer 3% van het bbp [net als in 2019]). We zijn positief gestemd over de Zwitserse frank. Zwitserland heeft tijdens het herstel van de coronacrisis bewezen aan de aanbodzijde erg veerkrachtig te zijn en de valuta van het land stijgt van oudsher in een inflatoir klimaat.

Beleggingsthema's voor de lange termijn

20) Laten we de blik nu even op de langere termijn richten. Welke structurele thema's volgt u die de traditionele beleggingscyclus overstijgen?

In de woorden van de Griekse filosoof Heraclitus: "Verandering is de enige constante." Disruptieve ideeën, innovatie, economische krachten en natuurlijke gebeurtenissen geven onze wereld telkens opnieuw vorm. Het is de essentie van thematisch beleggen om zulke veranderingen tijdig in kaart te brengen en strategisch te beleggen in bedrijven die waarschijnlijk het meest van deze verandering kunnen profiteren. Wij zijn ervan overtuigd dat thematisch beleggen, met de vastberaden focus op structurele langetermijntrends, de ideale manier is om ons het langetermijnperspectief eigen te maken dat voor aandelenbeleggen zo onmisbaar is, zodat we over de kortstondige grillen van de economische cyclus heen kunnen kijken.

Voor beleggers is het ook interessant dat thematisch beleggen betekent dat sommige beleggingsbeperkingen kunnen worden weggenomen. De thematische beleggingsselectie is niet afhankelijk van de maatschappelijke zetel van een bedrijf of aan welke beurs het genoteerd is, maar er

wordt in belegd omdat het bedrijf betrokken is bij een concrete structurele trend – ongeacht waar op de wereld het gevestigd is.

In de huidige situatie maken veel mensen zich zorgen over de toekomst of zien die ronduit pessimistisch in. Dit is duidelijk een gevolg van de coronapandemie en van het toenemende klimaatbewustzijn.

De achtergrond is duidelijk. Financieel kapitaal is grosso modo slecht geweest voor menselijk en natuurlijk kapitaal. Een nieuw paradigma is pas echt toekomstbestendig als het aansluit op het driedigedige fundament (mens, winst, planeet). Daar moet trouwens nog een vierde factor aan toegevoegd worden: doel. Dit betekent dat we goed moeten nadenken over wat we willen bereiken, en dit gebeurt tot op zekere hoogte al.

De decarbonisatie van onze wereld, de hervorming van onze economische filosofie (circulair i.p.v. lineair) en met technologie exponentiële innovatie realiseren – dit biedt allemaal kolossale beleggingskansen. Maar laat er geen twijfel over bestaan: dit zijn geen overbodige of loze woorden meer. In alle sectoren en in elke regio voltrekt zich een enorme transformatie. De duurzaamheidsrevolutie is al helemaal op stoom, en groen wordt het nieuwe digitaal.

Wanneer verschillende thema's elkaar raken en elkaar versterken, levert dat in onze ervaring de aantrekkelijkste beleggingskansen op. De transitie naar een duurzamere economie die steeds meer aan vaart wint, is daar het duidelijkste voorbeeld van: deze wordt namelijk voortgestuwd door de grootste technologische transformatie in de geschiedenis van de mens.

Klimaatverandering, de circulaire economie, waterschaarste en gezondheidszorg (oncologie & biotech) zijn momenteel onze favoriete beleggingsthema's, naast een aantal specifiekere technologische disrupties (landbouwtechnologie, 5G en fintech), zeker wanneer ze in (cyber)veiligheidsoplossingen gebundeld worden.

Laten we de cirkel rond maken met nog een Griekse filosoof: Aristoteles leert ons dat er niets is zonder *raison d'être*. Willen we écht begrijpen wat iets is, is inzicht in het einddoel ('Telos' of τέλος in het Grieks) het allerbelangrijkst. Als we ons laten leiden door wijsheid, blijven er geen moeilijke keuzes meer over.

Duurzaamheid

21) Hoe staat BIL tegenover de integratie van duurzame overwegingen in de besluitvorming?

ESG is in de afgelopen tien jaar uitgegroeid van een niche tot een echte mainstream-beweging. Met de actuele ecologische, maatschappelijke en gezondheids crises als katalysatoren, zijn er nu kolossale maatschappelijke verschuivingen aan de gang. Er wordt op alle niveaus met ESG rekening gehouden: door beleidsmakers, leden van bestuursraden, medewerkers en beleggers. Het is met andere woorden

in plaats van een leuk extraatje een absolute vereiste geworden. Aan de hand van de omgang van een bedrijf met ESG-risico's kan beoordeeld worden hoe toekomstbestendig het in onze continu veranderende wereld is.

Nu alle belanghebbende partijen vanuit strategisch oogpunt aandacht aan duurzaamheidskwesties schenken, ondergaat de vermogensbeheer- en beleggingssector ingrijpende veranderingen.

Maar deze beweging beperkt zich niet tot effecten: duurzame financiering zit enorm in de lift en groene obligaties zijn niet de enige verschijningsvorm. In de eerste helft van 2021 werd er namelijk voor bijna een half biljoen dollar (USD 496,1 mld.) aan groene, sociale en duurzame obligaties, aan duurzaamheid gekoppelde obligaties en transitieobligaties met een label uitgegeven. Cumulatief is de markt voor deze soorten obligaties goed voor USD 2,1 biljoen. In relatieve termen betekent dit dat de markt voor groene, sociale en duurzame obligaties ten opzichte van de equivalente periode in 2020 met 59% jaar op jaar is gegroeid. De groei van dit marktsegment is dus nauwelijks te stuiten, en daar komt de marktintrede van de EU zelfs nog bovenop, die het herstel in de nasleep van de pandemie wil bevorderen. Deze robuuste groei creëert extra liquiditeit en diversificatiemogelijkheden voor beleggers: groene obligaties kunnen nu echt een reëel alternatief voor (een gedeelte van) hun vastrentende beleggingen zijn.

Hoewel we door de coronapandemie collectief gefixeerd waren op de gezondheidscrisis en de resulterende maatschappelijke problemen, heeft de actualiteit – de hittekoepel die boven delen van Noord-Amerika hing, de grootschalige branden, de vernietigende overstromingen in Europa enz. – ons er weer haarfijn op gewezen hoe urgent de strijd tegen de opwarming van de aarde is.

Wat dat betreft konden er in 2021 belangrijke resultaten geboekt worden op het gebied van intergenerationele klimaatgerechtigdheid. Steeds meer rechtbanken over de hele wereld spannen zich in om de kloof tussen de klimaatprotesten en het beleid te overbruggen, door overheden en het bedrijfsleven ertoe te bewegen hun bijdrage aan de verduurzaming op te schalen. In april 2021 oordeelde het Duitse Grondwettelijk Hof dat Duitsland niet aan haar milieuverplichtingen zou kunnen voldoen op basis van de Duitse wet op de klimaatbescherming van december 2019 (de "Bundes-Klimaschutzgesetz"). In mei 2021 bewees een gerechtelijke uitspraak dat een vergelijkbare redenering voor het bedrijfsleven geldt. In de rechtszaak die de Nederlandse Milieudefensie tegen Royal Dutch Shell heeft aangespannen, oordeelde de rechtbank in Den Haag dat Royal Dutch Shell op basis van een zorgvuldigheidsnorm verplicht is om te zorgen voor CO₂-reductie.



Terwijl de pleidooien voor klimaatgerechtigheid steeds breder gedragen worden, boekte de beweging van actief eigenaarschap in combinatie met ESG ook een groot succes. Op 26 mei 2021 wist het klimaatgerichte activistische fonds Engine No. 1, met slechts 0,02% van het aandelenkapitaal van Exxon Mobil in handen, drie bestuurders in de bestuursraad aan te stellen en de meerderheid van de aandeelhouders achter zich te krijgen voor twee voorstellen, allemaal tegen het advies van de bestuursraad in. Dat was de allereerste keer dat factoren op het gebied van milieu, maatschappij en governance écht doorslaggevend waren bij de aanstelling van bestuursleden.

Maar in 2021 ontstonden er ook wat tegenslagen en controverses rondom duurzame ontwikkeling. De val van E. Faber, CIO van Danone, in maart bewees nog maar eens wat voor een enorme uitdaging het is om tegelijkertijd winstdoelen en ESG-doelen na te streven, terwijl DWS, de vermogensbeheertak van Deutsche Bank, er in augustus van beschuldigd werd de milieu- of maatschappelijke profielen van sommige van hun ESG-beleggingsproducten aan te dikken.

Het was ook het jaar waarin Sachin Vankalas, General Manager van fondslabelaar LuxFLAG, overleed. Hij was een bewonderenswaardig man die een groot gat achterlaat in de Luxemburgse duurzame-financekringen.

22) Hoe ziet 2022 eruit voor duurzame finance?

De investeringen die nodig zijn om over te gaan naar een duurzame en groene economie, zijn groter dan de overheid aankan. Ook beleggers kunnen een belangrijke bijdrage leveren aan een betere wereld door hun vermogen naar duurzame bedrijven en innovatie te kanaliseren, door de transitie naar een koolstofarme, klimaatbestendige en circulaire economie mee te financieren en door tegelijkertijd een extra inspanning te doen in de wereldwijde strijd tegen maatschappelijk onrecht.

Steeds meer mensen willen duidelijker inzicht in hoe hun vermogen precies wordt opgebouwd. Wat als hun kapitaal gebruikt kan worden om én een pensioen op te bouwen én de wereld te verbeteren? Geld kan renderen, maar het is ook een middel om bedrijven en overheden in de juiste richting te wijzen. Iedereen die de klimaatverandering, de ongelijkheid tussen geslachten en sociaal onrecht nauw aan het hart liggen, kan met zijn geld een belangrijke rol spelen.

Gezien de stappen die de Europese Unie al gezet heeft en de plannen die er nog liggen, hoeven we niet verder te beargumenteren dat ESG inmiddels al als centrale pijler in de beleggingssector verankerd is.

Institutionele beleggers verliezen het financiële rendement niet uit het oog, maar hechten tegelijkertijd steeds meer waarde aan de niet-financiële consequenties van hun beleggingen. We verwachten dat deze trend zal overslaan op retailbeleggers en in 2022 alleen maar meer aan momentum zal winnen: we verwachten dan ook dat dit het jaar wordt waarin de ESG-voorkeuren van beleggers samen met hun financiële doelstellingen, risicoprofielen (waaronder hun vermogen en bereidheid om verlies te lijden) en hun kennis van en ervaring met beleggen en de financiële sector tot een beleggersprofiel gebundeld worden.

Wat ons betreft zijn ESG-overwegingen geen eersterangsticket voor een outperformance, maar een onmisbaar hulpmiddel om degelijke beleggingen te identificeren, kansen in kaart te brengen, rendement te realiseren en risico's te beheren. Ook volgend jaar zullen we ons zowel op governance- als op milieufactoren blijven concentreren (zeker omdat het klimaatrisico aan het uitgroeien is tot een belangrijk beleggingsthema, waarvan de COP26 de urgentie weer eens onderstreepte) en we hebben ook ingezien dat de "S" van ESG inmiddels ook meer waarde biedt.

Dit is hét moment voor beleggers om hun portefeuille samen met hun vermogensbeheerder of financieel adviseur toekomstbestendig te maken.

Bevleugeld door de coronacrisis konden activa die aansluiten op ESG-normen een aanzienlijke outperformance leveren, maar we geloven niet dat het na de pandemie voorbij is. We zijn er namelijk van overtuigd dat de rendementskloof alleen maar verdiept naarmate beleggers steeds meer waarde aan ESG-factoren hechten en naarmate duurzaamheidsrisico's en -kansen op maatschappelijk niveau verder op de voorgrond treden. In onze ogen is dit absoluut niet zomaar het zoveelste beleggingsproduct en het zal beheerders steeds moeilijker vallen om zowel ESG-verantwoorde fondsen als niet-ESG-beleggingen aan te bieden.

Het zal nog jaren duren voordat de hervorming van de Europese regelgeving tot in alle hoeken is doorgedrongen, maar we zijn ervan overtuigd dat dit hét moment is voor beleggers om hun portefeuille samen met hun vermogensbeheerder of financieel adviseur toekomstbestendig te maken.

Conclusie

Vorig jaar was het licht aan het einde van de tunnel het leitmotiv van onze Outlook. Eenmaal uit de tunnel bleek dat licht in 2021 een stuk feller dan verwacht. De eerdere economische verrassingen vervagen en beleggers proberen opnieuw te voorspellen wanneer de huidige cyclus op zijn einde loopt. Wat dat betreft is de weg vooruit altijd moeilijker. Beleggingsrisico's en -kansen verdwijnen vaak even snel als ze gekomen zijn, maar we blijven voor onze cliënten onvermoeibaar op zoek naar efficiënte manieren om door de financiële markten te laveren.

Vanuit macro-economisch perspectief lijkt het erop dat de glorie tijd van explosieve groei in 2021 waardoor aandelen moeiteloos naar nieuwe hoogterecords gekatapulteerd werden, al achter ons ligt. We kunnen echter nog steeds nagenieten van deze razendsnelle groei, want ook voor 2022 verwachten we een bovengemiddelde groei.

Van alle tweeëntwintig vragen in deze Outlook is er één allesbeslissend: blijft de huidige inflatie tijdelijk of zitten we er langer mee? Bedrijven die een reeks bittere pillen te slikken hebben, van ontworichte

toeleveringsketens tot arbeidstekorten, beginnen hun hogere kosten door te berekenen aan de consument om hun marges intact te houden. Het risico dat de inflatiedruk blijft oplopen en zich blijft uitbreiden, is een reëel risico met op den duur mogelijk consequenties voor het gedrag van consumenten en de uitgaven van het bedrijfsleven. Centrale banken zouden dit graag voorkomen, maar zien zich nu in een klassieke catch 22 gevangen: als ze te enthousiast verkrappen, bestaat het risico dat ze de groei afknijpen en de financiële markten destabiliseren.

Er wordt dus nog vrijelijk geschonken uit de verruimende monetair-beleidskaraf, maar iedere keer als de inflatiecijfers verrassend hoog uitvallen, komt de 'voorbijgaande' aard van de inflatie weer op losse schroeven te staan. Daarmee kan het feestje wel eens sneller voorbij zijn dan gehoopt.

Dit touwtrekken tussen beide kampen – overtuigd van de tijdelijke aard van of van een permanentere inflatie – zal volgend jaar een overheersende stempel op de beleggingsmarkten drukken en ook de beleidskoers van de Amerikaanse centrale bank wordt op de voet gevolgd. De markten gaan er al van uit dat de Fed haar beleid eerder zal moeten verkrappen dan de bank aangaf, om de inflatie onder controle te krijgen. Wij zijn er stellig van overtuigd dat de problemen in de toeleveringsketens in de loop van 2022 zullen worden verholpen en dat de energieprijzen na de winter weer zullen dalen. Beide ontwikkelingen halen waarschijnlijk wat prijsdruk van de ketel, maar de beslissing van de Fed hangt uiteindelijk voornamelijk af van de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt. Nu de arbeidsparticipatie ver onder het niveau van vóór de coronapandemie wegdwijnt, is het nog maar de vraag of meer mensen de arbeidsmarkt gaan betreden of dat een groot aantal potentiële nieuwe arbeidskrachten zich afzijdig houdt.

Bovendien is de realiteit dat als centrale banken te lang achter de feiten aan blijven lopen, dat weliswaar op korte termijn meer aandelenrendement kan opleveren, maar de markten mogelijk een des te grotere kater staat te wachten als de onvermijdelijke verkrapping toch wordt ingezet.

Zonder te vergeten dat de volatiliteit in 2022 hoger zou kunnen uitvallen, beginnen we het jaar met een overweging in aandelen. Deze activaklasse profiteert nog steeds van robuuste groei en sterke winstcijfers: hoewel de winstgroei waarschijnlijk al heeft gepiekt, wil dat nog niet zeggen dat de winst zelf heeft gepiekt. Het ziet ernaar uit dat 2022 een goed jaar wordt voor aandelenbeleggers – al wordt het misschien niet spectaculair.

Om onze portefeuilles weerbaar te maken tegen volatiliteit en cyclische rotaties, gaan we bij onze sectorallocatie behoedzamer te werk. We beleggen daarbij zowel in cyclische sectoren, die doorgaans uitstekend gedijen in een inflatoir klimaat, als in defensieve sectoren. Op regionaal niveau gaat onze voorkeur uit naar de Verenigde Staten, waar het macro-economische momentum zonder twijfel het krachtigst is en die ook aantrekkelijk zijn in het licht van de vlucht naar veilige havens. Ondertussen behouden we onze blootstelling aan Europa omdat het waardesegment, dat het in de regel goed doet als de inflatiedruk en de rente stijgen, er sterk vertegenwoordigd is. Maar als de prijsdruk later in 2022 zou afnemen, kunnen we verwachten dat de groei- en kwaliteitsstijlen weer het voortouw nemen.

Beleggers die voor hun inkomsten afhankelijk zijn van hun beleggingsportefeuille, wordt het komende jaar uitdagender dan ooit, aangezien de langetermijnrente langzaam opklimt. We geven de voorkeur aan investment-grade-bedrijfsobligaties, hoewel de markten een perfect scenario hebben ingeprijsd, waardoor excess return via carry en selectiviteit uit nichesegmenten van de markt gehaald moet worden. Het high-yield-segment biedt ook kansen, maar we willen onze cliënten op het hart drukken niet te enthousiast kredietrisico aan te nemen. BB-ratings zijn daarbij erg interessant: een groot aantal bedrijven staat namelijk op het punt om door te breken in het investment-grade-segment. Zulke 'rijzende sterren' worden vaak beloond met spreadverkrappingen.

Concluderend kunnen we ons voorbereiden op een jaar met conservatieve groeicijfers, wat weliswaar een gunstig klimaat oplevert voor aandelen, maar waardoor de aandelenkoersen niet zo gemakkelijk als in 2021 record na record kunnen vestigen. Met het oog op de langere termijn kunnen we stellen dat de toenemende focus op duurzamere groei niet per se ongunstig is. Per slot van rekening was de Grote Depressie niet voorgekomen zonder de Roaring Twenties.

Assetallocatie-matrix

(per 22/11/2021)

Wereldwijde allocatie			Aandelen			Vastrentende waarden		
-	N	+	-	N	+	-	N	+
Aandelen		●	VS		●	Staatsobligaties - ontwikkelde landen	●	
Obligaties	●		Eurozone		●	Staatsobligaties - opkomende markten	●	
Goud	●		China	●		Bedrijfsobligaties - beleggingskwaliteit		●
Olie		●	Japan	●		Bedrijfsobligaties - hoogrentend		●
USD	●		Opkomende markten m.u.v. China	●				

Geschreven door:

Fredrik Skoglund – Group Chief Investment Officer

Jade Bajai – Investment Writer

Olivier Goemans – Advisory and ESG Coordination

Lars Mogeltoft – Head of Equity Strategy

Lieven De Witte – Head of Fixed Income Strategy

Ilias Abou Haidar – Macro Strategy

Arman Arshakyan – TMT Research Analyst

Carrie Zhu – Head of Products and Investment Consultancy

Dalin Yu – Investment Director

Bijlage

1.1 Belangrijke data

Gebeurtenis	Datum
<p>Presidentsverkiezingen in Italië</p> <p>De zittende president, Sergio Mattarella, kon zich voor nog een termijn verkiesbaar stellen, maar heeft daarvan afgezien</p>	januari 2022
<p>De termijn van vicevoorzitter Richard Clarida als bestuurslid van de Fed loopt af</p>	31 januari 2022
<p>De Duitse Bondsvergadering verkiest een nieuwe Bondspresident</p>	13 februari 2022
<p>Presidentsverkiezingen in Zuid-Korea</p> <p>De zittende president Moon Jae-in kan zich niet verkiesbaar stellen voor een tweede termijn</p>	9 maart 2022
<p>Chief Executive-verkiezingen in Hongkong</p> <p>De huidige termijn van Carrie Lam loopt op 30 juni 2022 af, en ze kan zich verkiesbaar stellen voor een tweede termijn</p>	27 maart 2022
<p>Presidentsverkiezingen in Frankrijk</p> <p>Als geen enkele kandidaat in de eerste ronde een absolute meerderheid achter zich krijgt, komt het tot een herstemming De zittende president Macron kan zich verkiesbaar stellen voor een tweede termijn</p>	10 april 2022
<p>Presidentsverkiezingen in Colombia</p> <p>De zittende president Iván Duque Márquez kan zich niet verkiesbaar stellen voor een tweede termijn</p>	29 mei 2022
<p>Verkiezingen voor de Veiligheidsraad van de Verenigde Naties voor vijf zetels in de VN Veiligheidsraad voor een termijn van twee jaar die ingaat op 1 januari 2023</p>	juni 2022
<p>Presidentsverkiezingen in India</p>	juli 2022
<p>Presidents-, parlaments- en senaatsverkiezingen in Brazilië</p>	2 oktober 2022
<p>Tussentijdse verkiezingen voor alle 435 zetels van het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden</p>	8 november 2022
<p>Tussentijdse verkiezingen voor 34 van de 100 zetels van de Amerikaanse Senaat</p>	8 november 2022
<p>Presidentsverkiezingen in Oostenrijk</p>	Herfst 2022
<p>Presidentsverkiezingen in Hongarije</p>	2022

1.2 Vergaderingen van centrale banken

Vergadering	Datum
FOMC (VS)	25-26 januari
Vergadering over het monetair beleid van de ECB	3 februari
Vergadering over het monetair beleid van de ECB	10 maart
FOMC (VS)	15-16 maart*
Vergadering over het monetair beleid van de ECB	14 april
FOMC (VS)	3-4 mei
Vergadering over het monetair beleid van de ECB	9 juni
FOMC (VS)	14-15 juni*
Vergadering over het monetair beleid van de ECB	21 juli
FOMC (VS)	26-27 juli
Vergadering over het monetair beleid van de ECB	8 september
FOMC (VS)	20-21 september*
Vergadering over het monetair beleid van de ECB	27 oktober
FOMC (VS)	1-2 november
FOMC (VS)	13-14 december*
Vergadering over het monetair beleid van de ECB	15 december

* Vergadering waarbij tevens een samenvatting van de economische prognoses wordt gepresenteerd

3.0 Uitsplitsing inflatiemandje

Eurozone

	Oct. 2021	Sept. 2021	Aug. 2021	July 2021	June 2021	May 2021
Flash Estimate	4.1%	3.4%	3.0%	2.2%	1.9%	2.0%
Final HICP	n/a	3.4%	3.0%	2.2%	1.9%	2.0%
CPI ex energy	2.0%	1.9%	1.7%	0.9%	0.8%	0.9%
Core CPI (*)	2.1%	1.9%	1.6%	0.7%	0.9%	1.0%
Food, Alcohol, tobacco	2.0%	2.0%	2.0%	1.6%	0.5%	0.5%
Energy	23.5%	17.6%	15.4%	14.3%	12.6%	13.1%
Non-energy indust. goods	2.0%	2.1%	2.6%	0.7%	1.2%	0.7%
Services	2.1%	1.7%	1.1%	0.9%	0.7%	1.1%

(*) core rate excludes energy, food, alcohol and tobacco

VS

	Weight	Oct. 2021	Sept. 2021	Aug. 2021	Oct. NSA YOY%
All items	100.0%	0.9%	0.4%	0.3%	6.2%
Food	14.0%	0.9%	0.9%	0.4%	5.3%
Food at home	7.7%	1.0%	1.2%	0.4%	5.4%
Cereals & bakery products	1.0%	1.0%	1.1%	0.0%	3.5%
Meats, poultry, eggs	1.8%	1.7%	2.2%	0.7%	11.9%
Dairy and related products	0.8%	0.2%	0.7%	-1.0%	1.8%
Fruits and vegetables	1.3%	0.1%	0.6%	0.2%	3.0%
Nonalcoholic beverages	0.9%	0.8%	1.2%	1.0%	4.5%
Other food at home	1.9%	1.2%	1.1%	0.6%	4.1%
Food away from home	6.3%	0.8%	0.5%	0.4%	5.3%
Energy	7.3%	4.8%	1.3%	2.0%	30.0%
Energy commodities	4.1%	6.2%	1.3%	2.7%	49.5%
Fuel oil	0.1%	12.3%	3.9%	-2.1%	59.1%
Motor fuel	3.9%	6.1%	1.2%	2.8%	49.6%
Gasoline (all types)	3.8%	6.1%	1.2%	2.8%	49.6%
Energy services	3.2%	3.0%	1.2%	1.1%	11.2%
Electricity	2.5%	1.8%	0.8%	1.0%	6.5%
Utility gas service	0.8%	6.6%	2.7%	1.6%	28.1%
All items less food & energy	78.7%	0.6%	0.2%	0.1%	4.6%
Commodities ex food & energy	20.7%	1.0%	0.2%	0.3%	8.4%
Apparel	2.7%	0.0%	-1.1%	0.4%	4.3%
New vehicles	3.8%	1.4%	1.3%	1.2%	9.8%
Used cars and trucks	3.3%	2.5%	-0.7%	-1.5%	26.4%
Medical care commodities	1.5%	0.6%	0.3%	-0.2%	-0.4%
Alcoholic beverages	1.0%	-0.2%	0.2%	0.3%	2.2%
Tobacco & smoking products	0.6%	1.9%	0.7%	0.1%	8.5%
Services ex energy	58.0%	0.4%	0.2%	0.0%	3.2%
Shelter	32.6%	0.5%	0.4%	0.2%	3.5%
Rent of primary residence	7.6%	0.4%	0.5%	0.3%	2.7%
OER Residences	23.6%	0.4%	0.4%	0.3%	3.1%
Medical care services	7.0%	0.5%	-0.1%	0.3%	1.7%
Physicians' services	1.8%	0.0%	-0.3%	0.0%	3.9%
Hospital services	2.2%	0.5%	0.1%	0.9%	4.0%
Transportation services	5.0%	0.4%	-0.5%	-2.3%	4.5%
Motor vehicle maintenance	1.1%	1.5%	0.0%	0.8%	5.4%
Motor vehicle insurance	1.6%	0.0%	2.1%	-2.8%	6.3%
Airline fare	0.6%	-0.7%	-6.4%	-9.1%	-4.6%

Bronnen

i Economische vooruitzichten van de OESO, mei 2021:

https://books.google.be/books?id=mFwzEAAAQBAJ&pg=PA113&lpg=PA113&dq=lifting+of+containment+measures+and+the+concomitant+fall+in+households+saving&source=bl&ots=XCxI2xoyQv&sig=ACfU3U2t7t1vqxyswhwwlX4pM-sRlev74g&hl=en&sa=X&ved=2ahUKEwjg_Pn_vzAhUbgf0HHdYzDZwO6AF6BAgCEAM#v=onepage&q=concomitant&f=false

ii <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-17/-2-7-trillion-in-crisis-savings-stay-hoarded-by-wary-consumers>

iii <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-17/-2-7-trillion-in-crisis-savings-stay-hoarded-by-wary-consumers?srnd=premium&sref=eDGWeidQ>

iv IMF World Economic Outlook, oktober 2021:

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>

v <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2021/11/06/fact-sheet-the-bipartisan-infrastructure-deal/>

vi <https://rules.house.gov/bill/117/hr-5376>

vii <https://www.reuters.com/world/us/bidens-sweeping-infrastructure-social-spending-bills-finally-get-vote-2021-11-05/>

viii <https://www.usdebtclock.org/>

ix PEPP: een monetair-beleidsmaatregel die in maart 2020 bij uitzondering is getroffen door de ECB als tegenwicht voor de ernstige risico's die de uitbraak van het coronavirus met zich heeft meegebracht. Het is in wezen een plan waarin EUR 1,85 biljoen opzij is gezet voor de aankoop van effecten uit de publieke en particuliere sector.

x <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/the-big-picture-2022-metals-and-mining-industry-outlook>

xi May, M. "After COVID-19 successes, researchers push to develop mRNA vaccines for other diseases." *Nat Med* **27**, 930–932 (2021). <https://doi.org/10.1038/s41591-021-01393-8>

xii <https://www.statista.com/statistics/748207/breakeven-prices-for-us-oil-producers-by-oilfield/>

DISCLAIMER Alle financiële gegevens en/of economische informatie die in deze publicatie (de "Publicatie") verstrekt worden (de "Gegevens" of de "Financiële gegevens en/of economische informatie"), dienen uitsluitend ter informatie, zonder enige garantie, met inbegrip van maar niet beperkt tot garanties inzake de verkoopbaarheid, de geschiktheid voor bepaalde doeleinden of de garantie dat deze niet de intellectuele eigendomsrechten, octrooirechten of eigendomsrechten van een partij schenden, en zijn niet bedoeld voor handelsdoeleinden. Banque Internationale à Luxembourg SA (de "Bank") garandeert noch uitdrukkelijk, noch impliciet dat de Gegevens opeenvolgend, nauwkeurig, adequaat, wettelijk, volledig, betrouwbaar, nuttig of actueel zijn. De verstrekte Financiële gegevens en/of economische informatie kunnen met vertraging gepubliceerd worden, fouten bevatten of onvolledig zijn. De disclaimer heeft zowel betrekking op het afzonderlijk gebruik van de Gegevens als het gebruik ervan in hun geheel. Alle Gegevens worden verstrekt in hun huidige toestand (op 'as is'-basis). De Financiële gegevens en/of economische informatie in deze Publicatie vormen geen uitnodiging, aanbieding, opinie, aanbeveling, garantie op resultaten, uitnodiging door de Bank of aanbod om de hierin vermelde effecten, producten en diensten te kopen of te verkopen of om te beleggen. Bovendien verlenen de Financiële gegevens en/of economische informatie in deze Publicatie geen advies of diensten op juridisch, fiscaal-boekhoudkundig, financieel of beleggingsgebied met betrekking tot de winstgevendheid of geschiktheid van een effect of belegging. Deze Publicatie is niet opgesteld met het oog op de specifieke beleggingsdoelstellingen of -behoeften of financiële situatie van bepaalde beleggers. Alvorens op basis van deze Gegevens een beleggingsbeslissing te nemen, dient de belegger zelf af te wegen of de in deze Publicatie vermelde Gegevens tegemoetkomen aan zijn behoeften, financiële situatie en doelstellingen of dient hij professioneel en onafhankelijk advies in te winnen. De beslissing om al dan niet te beleggen mag geen geval uitsluitend op basis van dit document worden genomen. Om de Financiële gegevens en/of economische informatie in dit document te lezen en te begrijpen, moet u over de nodige kennis en ervaring op het gebied van financiële markten beschikken. Neem contact op met uw relatiebeheerder als dit niet het geval is. Deze Publicatie werd opgesteld door de Bank en is gebaseerd op publieke gegevens en op informatie die wij betrouwbaar en nauwkeurig achten en die afkomstig is van beurzen en derde partijen. De Bank, inclusief moeder- en dochtermaatschappijen of verbonden ondernemingen, agenten, directeurs, functionarissen, medewerkers, vertegenwoordigers of leveranciers zijn in geen geval aansprakelijk, hetzij direct, hetzij indirect, voor: onnauwkeurigheden, fouten of weglatingen in de Financiële gegevens en/of economische informatie, met inbegrip van, maar niet beperkt tot, financiële gegevens, ongeacht de oorzaak ervan, of voor genomen beleggingsbeslissingen, of voor acties van welke aard dan ook die op basis van de hierin verstrekte Gegevens al dan niet ondernomen worden, noch voor verliezen of directe of indirecte schade, bijzondere of gevolgschade, die uit het gebruik van deze Publicatie of de inhoud ervan voortvloeien. Deze Publicatie is enkel geldig op het moment van de redactie, tenzij anders vermeld. De hier vermelde Financiële gegevens en/of economische informatie kunnen al snel achterhaald zijn. Alle Gegevens kunnen zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd en worden mogelijk niet opgenomen in nieuwere versies van deze Publicatie. De Bank is niet verplicht om deze Publicatie bij te werken wanneer er nieuwe gegevens beschikbaar komen of zich nieuwe gebeurtenissen en/of andere ontwikkelingen voordoen. Alvorens een beleggingsbeslissing te nemen, dient de belegger aandachtig de algemene voorwaarden in de documenten met betrekking tot de specifieke producten of diensten te lezen. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Mogelijk zijn de in deze Publicatie beschreven producten of diensten niet beschikbaar in alle landen en kunnen er beperkingen zijn voor bepaalde personen of in bepaalde landen. Geen enkel deel van deze Publicatie mag gereproduceerd, verdeeld, gewijzigd of gebruikt worden voor publieke of commerciële doeleinden zonder de voorafgaande schriftelijke toestemming van de Bank en naar geen enkel deel van deze

Banque Internationale à Luxembourg SA
69 route d'Esch, L-2953 Luxembourg
Handelsregister Luxemburg B-6307
T (+352) 4590-1 • F (+352) 4590-2010
contact@bil.com • www.bil.com