

Monetaire verkrapping schakelt een versnelling hoger



« Het nieuwe jaar is gestart in woelige wateren: de bezorgdheid over de inflatie stond centraal. De inflatie ligt intussen in alle belangrijke regio's boven de streefwaarden van de centrale banken, een paar uitzonderingen daargelaten, en over de hele wereld wordt er een verkrappingscyclus ingezet om dat cijfer weer in toom te krijgen. De zwaartekracht heeft daardoor steeds minder grip op de rente. Hoewel die rentestijgingen in vrijwel iedere activaklasse gevoeld worden, is de snelheid van die klim nog belangrijker. »

Fredrik Skoglund *Chief Investment Officer, BIL*

De inflatie blijkt veel hardnekkiger dan centrale bankiers hadden gehoopt. In december tikte de algemene CPI in de VS de 7,0% aan, in de eurozone de 5,0% en in het VK de 5,4%. Voor elk van die regio's is dat het hoogste niveau in decenia. De prijzen willen maar niet dalen, en dat heeft verschillende oorzaken. Om te beginnen gaat de wereld nog gebukt onder een slepende gezondheids crisis – de uiterst besmettelijke omikronvariant is ervoor verantwoordelijk dat de oorspronkelijke inflatiekatalysatoren (verstoring van toeleveringsketens en tekorten vanwege gesloten fabrieken, overbelaste havens en arbeidsverzuim) ook dit jaar nog spelen. Daarnaast blijven de geopolitieke spanningen langs de Oekraïens-Russische grens de energieprijzen stutten: de future op een vat Brentolie was voor het eerst sinds 2014 duurder dan USD 90.

Centrale banken tolereerden de 'tijdelijke' inflatie. Maar in een aantal regio's, voornamelijk de VS, is de prijsdruk doorgesijpeld naar rigidere categorieën zoals de salarissen en huisvesting. Als dit niet snel verholpen kan worden, kan het ontaarden in een riskant

maatschappelijk scenario, omdat overheden zich later genoodzaakt kunnen zien om nog meer beleidsverkrappingen tegelijkertijd in te voeren. De Fed, 's werelds invloedrijkste centrale bank, heeft daarom haar communicatie ontdaan van alle verzuimingsgezindheid en schaarft zich binnenkort bij de Bank of England en verschillende centrale banken van opkomende landen met een verkrappingscyclus, die zich als een olievlek over de hele wereld uitspreidt. Fed-voorzitter Jerome Powell zinspeelde erop dat de centrale bank bereid is sneller te handelen dan de vorige keer dat de Fed de rente verhoogde, in 2015, aangezien de economie – én de inflatie – "veel sterker" is dan toen. De Fed voorziet het einde van haar aankoopprogramma in maart en daarop volgt waarschijnlijk die maand nog een renteverhoging. De bank overweegt vervolgens haar balans van 8800 miljard dollar af te bouwen door bestaande posities te laten aflopen en niet te herbeleggen.

Tegelijkertijd gaan de markten blijkbaar uit van een uitzonderlijk proactieve Fed, gezien de beleidsstappen die zijn ingeprijsd (mogelijk een renteverhoging van 50 bp in maart en in

totaal vijf in de loop van 2022). Op de markt is er intussen zelfs een renteverhoging van 10 bp door de ECB voor juli ingeprijsd, hoewel Christine Lagarde verhogingen in 2022 in niet mis te verstane woorden heeft uitgesloten. Wij zijn van mening dat de markten al te veel stappen van de centrale banken hebben ingeprijsd en daarmee iets op de feiten vooruitlopen. We verwachten dat de Amerikaanse rentecurve verder zal afvlakken: door de aanstaande normalisatie van de groei en het beleid duwen de renteverhogingen van de Fed het korte eind namelijk verder omhoog dan het lange eind. We gaan er niet van uit dat er ernstige bezorgdheid over de groei of een recessie de kop zal opsteken die de langetermijnrente zou drukken.

Beleggingsstrategie

Voor risicovolle activa wordt 2022 uitdagender dan vorig jaar, omdat de centrale banken het liquiditeitsoverschot langzaam laten opdrogen. Maar als dat geleidelijk en behoedzaam gebeurt en als de onderliggende bovengemiddelde economische groei aanhoudt, geloven wij nog steeds dat risicovolle activa het goed kunnen blijven doen.

Vanuit die overtuiging handhaven we onze overwogen positie in aandelen. De winstcijfers zijn namelijk nog steeds gezond (hoewel de positieve verrassingen in de afgelopen kwartalen veel beperkter waren) en de reële rente heeft, ondanks de recente forse stijging, nog een lange klim voor de boeg voordat de relatieve aantrekkelijkheid van deze activaklasse in gevaar komt.

Op regionaal niveau zetten we in op de VS vanwege de hoge concentratie van kwaliteitsaandelen en de status van het land als veilige haven – uitstekende eigenschappen in turbulente perioden. Op dit moment vinden we ook Europa aantrekkelijk, vooral om drie redenen: economische verrassingen (op basis van de Citi Surprise Index) vertonen een stijgende lijn, de ECB is onmiskenbaar verruimingsgezinder dan de Fed en Europa presteert dankzij zijn waardekenmerken doorgaans goed als de rente en de inflatie stijgen.

Maar de beslissing die het rendement van een aandelenportefeuille het meest beïnvloedt tijdens een actieve verkrappingscyclus hangt waarschijnlijk samen met sectoren – dit jaar zagen we een forse kloof tussen de best presterende en de slechtst presterende sector. Onze voorkeur gaat uit naar energie (met sterke winstherzieningen), materialen (een

sector die nog altijd profiteert van de hogere grondstoffenprijzen) en financiële instellingen (waarvoor de hogere rente en inflatie gunstig zijn). We hebben onze portefeuilles uitgerust met een aantal airbags voor eventuele tegenslagen. Zo zijn we overwogen in gezondheidszorg, een defensievere positionering die tot op zekere hoogte immuun is voor de problematiek in toeleveringsketens en de opgelopen inputkosten. Daarnaast hebben we onze blootstelling aan technologie naar overwogen opgeschroefd, omdat we van mening zijn dat het marktsentiment in de eerste maand van 2022 al te bearish was over deze sector. Bedrijven uit deze sector zijn namelijk rechtstreeks betrokken bij de structurele trend van de digitalisering, die zich razendsnel voltrekt, én blijken een veerkrachtige winstgroei, een gezonde balans en een sterke kasstroom te hebben.

Krapper beleid jaagt de rente over de hele wereld de hoogte in (zo is de tienjarige Duitse Bund onlangs boven het nulpunt uitgestegen), dus we zijn over de hele lijn terughoudend over vastrentende waarden, en zeker over staatsobligaties. Voor zover we wél vastrentende waarden aanhouden, gaat onze voorkeur uit naar investment-grade-bedrijfsobligaties (voornamelijk van financiële instellingen) en het high-yield-segment (waarbij we ons concentreren op korte looptijden).

Wat grondstoffen betreft, hebben we ons standpunt over olie op de recentste bijeenkomst van ons Assetallocatiecomité bijgesteld van positief naar neutraal. De olieprijs is opgeklommen tot duizelingwekkende hoogten die sinds 2014 niet meer voorgekomen zijn en kopers zien zich geconfronteerd met beperkte productie en instabiliteit op het geopolitieke toneel. Ondanks een gezonde groei van de olievraag zou de productieverhoging door

de OPEC en andere olieproducerende landen vanaf het tweede kwartaal van 2022 tot een prijsdaling kunnen leiden. We houden vast aan onze neutraliteit ten aanzien van goud: vanwege een sterkere dollar en een strengere Fed schittert het edelmetaal minder in portefeuilles, maar waardedalingen blijven desondanks beperkt doordat het onder Aziatische consumenten populairder geworden is.

De moraal van het verhaal is dat we waarschijnlijk nog niet van de marktvolatiliteit af zijn, nu beleggers al hun aandacht hebben gericht op het inflatietraject en de daaropvolgende reactie van de rentecurve en centrale banken. Als monetaire beleidsmakers te enthousiast met maatregelen komen om de inflatie in toom te houden, kunnen risicovolle activa mogelijk harde klappen krijgen. Maar vooralsnog blijken belangrijke instanties zoals de Fed pragmatisch, transparant en datagedreven te werk te gaan.

Aandelenstrategie

27/01/2022

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

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

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