

De markten letten opnieuw op inflatie en monetaire verstrakking



« Het tweede kwartaal is aangebroken: eerst werd aangenomen dat de inflatie in dit kwartaal zou pieken, naarmate de problemen in de toeleverketens opgelost geraken. Nu blijkt dat de inflatie nog lang niet weg is, en het conflict in Oekraïne verhoogt bovendien de prijsdruk. Hoewel aan de geopolitieke situatie nieuwe economische risico's verbonden zijn, blijven de voornaamste centrale banken vastberaden om de inflatie in te tomen nu deze hun gemeenschappelijke 2%-grens heeft doorbroken.

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

Te oordelen naar de kerncijfers is de economie nog steeds in goede vorm. De groeiverwachtingen voor de grote regio's blijven tot eind 2022 positief. Het bedrijfsleven draait tot nu toe goed. Diensten en industriële productie geven blijk van veerkracht en het enige waar ze echt hinder van ondervinden, zijn knelpunten in de toelevering want er is nog steeds een sterke vraag. Tot dusver heeft de piek in inflatie geen noemenswaardig effect op de marges en afgaande op de vrij positieve winstherzieningen zullen de winsten er dit jaar goed het tempo in houden.

Ondertussen vergroot de huidige crisis in Oekraïne het neerwaarts risico voor de economie door aan het vertrouwen te knagen, de inflatie te versterken en de kans op 'vlindereffecten' (d.w.z. niet-lineaire gevolgen die moeilijk te voorspellen zijn) te verhogen. Als er één regio is die meer blootstaat aan deze risico's of de economische nasleep van de oorlog is het wel Europa. Europa grenst nu eenmaal aan het oorlogsgebied en is sterk afhankelijk van Russische energie. Een aanslepend conflict dat de groei fruikt maar de inflatie aanwakert zou de intrede van stagflatie in Europa waarschijnlijker maken.

Aan welke zijde van de grote plas je ook staat, de allesoverheersende kwestie is inflatie. De Amerikaanse consumptieprijsindex staat op het hoogste punt in 40 jaar en wordt door de minister van Financiën Janet

Yellen bestempeld als een ernstig punt van zorg dat de Amerikaanse bevolking hard treft, tot in hun dagelijkse bestedingen. Terwijl de federale regering talmt, zijn zowel de democratische als de republikeinse staten de accijnzen op benzine gaan afschaffen om de last die op de huishoudens drukt enigszins te verlichten. In Europa is de inflatie hoger dan ooit tevoren en wordt in maart een verdere stijging tot circa 7% verwacht. Er wordt ingegrepen door nationale regeringen die de consumenten willen beschermen tegen een koopkrachtcrisis, in het bijzonder wat energie betreft.

De centrale banken staan nu onder druk om de geest terug in de fles te stoppen en de inflatie niet verder uit de hand te laten lopen. In de VS heeft de Fed haar cyclus van renteverhogingen ingezet en haar politiek wordt steeds restrictiever. Een hele stoet Fed-leden (waaronder de minder agressieve leden qua monetaire visie) roept op tot een doortastender optreden tegen de inflatie. De markten verwachten een renteverhoging op elke volgende vergadering in 2022 (in totaal 200 bp verdere stijging dit jaar) en een verhoging met 50 bp in mei. Ook gaan ze ervan uit dat de notulen van de laatste FOMC-vergadering (publicatie op 6 april) nadere informatie zullen bevatten over de monetaire verstrakking.

Bij de Europese Centrale Bank loopt het niet zo'n vaart, maar gaat het dezelfde kant op. De ECB wijst erop dat ze zal optreden om de piekende inflatie een halt toe

te roepen, ook al woedt op de drempel van de EU een oorlog. De ECB heeft haar pandemie-noodaankoopprogramma (PEPP) beëindigd en belooft haar effectenaankoopprogramma (APP) tegen deze zomer af te bouwen, waarmee ze de fundamenten legt voor mogelijke renteverhogingen later dit jaar. De markt gaat ervan uit dat de depositorente van de ECB (thans -0,5%) tegen het eind van het jaar rond 0% of licht daarboven zal liggen, waarmee het acht jaar oude hoofdstuk van negatieve rente in Europa zou worden afgesloten.

De wereldwijde verstrakkingscampagne zou op zich al een hachelijk beleggingsklimaat hebben gecreëerd. Nu krijgen de beleggers ook nog te maken met een verhoogd politiek risico en hernieuwde knelpunten in de toeleverketens. In een dergelijk scenario zou de verleiding vroeger waarschijnlijk groot geweest zijn om even in contanten of de veiligste uithoeken van de obligatiemarkt te stappen, maar het negatieve effect van de inflatie maakt beide oplossingen onaantrekkelijk. Dit klimaat biedt ons professionele beleggers een kans om blijk te geven van onze vaardigheden. Nu behendigheid, probleemoplossend vermogen, innoveren en een diepgaande kennis van de diverse activaklassen van steeds crucialer belang worden, zien we de uitdagingen van het komende jaar opgetogen tegemoet.

We zijn nu zo in onze portefeuilles gepositioneerd om te profiteren van een verdere groei, een stijgende rente

en nog steeds behoorlijke winsten, met de onderliggende gedachte dat een hogere rente voor het economisch momentum en de aandelenmarkt wel een tegenvaller maar geen diepe terugval betekent.

We leggen ook weer nadruk op beleggingsthema's die we al een tijdje volgen. De energiecrisis brengt de kwestie energiezekerheid voor het voetlicht. De grotere vastberadenheid waarmee Europa de invoering van schone energie wil bespoedigen en de afhankelijkheid van fossiele brandstoffen wil verminderen, is gunstig voor onze op de energietransitie gerichte beleggingsthema's. In het algemeen is een brede energietransitie nodig, niet alleen ten aanzien van energievoorziening (hernieuwbare energie) maar ook in het vervoer, de bouw en de industrie. Daar zal een ware nieuwe golf van fabricage, automatisering, artificiële intelligentie en 'Internet of Things' bij komen kijken, en tevens een andere aanpak van de energie-opslag. Op lange termijn blijft deze seculiere trend in deze segmenten ondersteund door sterke fundamentele kerncijfers. We richten ons ook op cyberveiligheid, iets wat steeds relevanter wordt.

Aandelen

Onze overweging in aandelen is geconcentreerd in de VS, waar de ondernemingen beter afgeschermd zijn van de crisis in Oekraïne. We zijn onderwogen in Europa, waar de economische vooruitzichten meer lijden onder de oorlog, de sancties en de energieschaarste. Neutraal gepositioneerd zijn we in China (ondanks aantrekkelijke langetermijnkansen en een nieuwe golf van steunmaatregelen zet de epidemiologische situatie ons niet aan to haast) en in Japan (waar de waarderingen aantrekkelijk zijn maar de stijgende inputkosten de winstverwachtingen drukken). We zijn negatief gestemd over de opkomende markten, een regio die het doorgaans slechter doet als de dollar versterkt en de Fed de rente verhoogt.

Wegens de huidige volatiliteit en de snelle stijrotaties is onze weging neutraal wat stijlen betreft en is onze

sectorallocatie gespreid met een voorkeur voor: energie (een sector die bij uitstek van hogere olie- en gasprijzen profiteert en flinke winstherzieningen bekendmaakt), materialen (een natuurlijke afdekking tegen inflatie waar bedrijven profiteren van hogere grondstoffenprijzen en goede winstherzieningen bekendmaken), gezondheidszorg (een sector die van oudsher in alle economische klimaten stabiele winst oplevert, waarvoor flinke winst wordt voorspeld en die minder blootgesteld is aan de huidige marktrisico's), technologie (goede kwartaalresultaten en nog steeds een belangrijke motor van de groei), Amerikaanse financiële instellingen (die profiteren van hogere inflatieverwachtingen en rente) en Europese nutsbedrijven (als defensieve afdekking tegen de huidige onzekerheid in Europa).

Obligaties

Het ziet er niet naar uit dat de druk op de koersen gaat afnemen. Na de vlucht naar veilige havens aan het begin van het conflict tussen Rusland en Oekraïne neemt de vrees voor inflatie weer de overhand waardoor de langetermijnrente omhoogschiet (de obligatiemarkten stonden onder zware verkoopdruk met weinig schuilplaatsen; zelfs Japanse obligaties gingen lager terwijl de centrale bank van Japan nochtans tegen de stroom ingaat met bijkomende obligatieaankopen). Tegelijkertijd wordt het korte einde van de Amerikaanse curve opgestuwd door de verwachting van een strakker monetair beleid. Hierdoor is de curve sterk afgevlakt (en zelfs invers op sommige plaatsen). In Europa heeft het einde van het pandemie-noodaankoopprogramma in combinatie met een forse stijging van de inflatieverwachtingen het lange eind van de curve steil omhooggestuwd. Nu de eerste renteverhoging van de ECB dichterbij komt en waarschijnlijker wordt, zou de curve moeten gaan afvlakken.

Dat maakt het beleggingsterrein ingewikkelder, wat we aanpakken door ons neutraal te positioneren in kredietrisico en de portefeuilles te onderwegen wat betreft

renerisico. We geven de voorkeur aan instrumenten met een korte looptijd of een hoge buffer tegen rentestijgingen (zoals hoogrentend schuldpapier). Ook langlopende bedrijfsobligaties van goede beleggingskwaliteit (investment grade) zijn interessant – zolang het renerisico wordt afgedekt.

Onze weging in goud is neutraal omdat we vinden dat een stijgende reële rente het opwaarts potentieel ervan op middellange tot lange termijn waarschijnlijk zal beperken.

Conclusie

Hoewel de groei vertraagt, genieten de financiële markten nog steeds van de naweeën van het spectaculaire herstel dat zich na de pandemie in de economie en de winsten voordeed. Hoelang deze fase zal duren, hangt grotendeels af van geopolitieke ontwikkelingen en de vraag of het de centrale banken zal lukken hun steun in te trekken zonder economische turbulenties te veroorzaken.

Terwijl ik in mijn thuishokantoor vlakbij Luxembourg Gare de vergadering van ons assetallocatiecomité zat voor te bereiden, werd ik gestoord door een tumult dat buiten uitbrak. Het hele treinstation werd geëvacueerd en de ontminningsdienst stormde binnen omdat bouwvakkers een explosief uit de tweede wereldoorlog hadden ontdekt. Uit de verte kon ik het verloop nog net gadeslaan, en er schoot één gedachte door mijn hoofd: hoewel Jerome Powell erop wijst dat de Fed in 1965, 1984 en 1994 een oververhitte economie wist af te remmen zonder een bruuske krimp teweeg te brengen, zullen ze daar, gelet op de constellatie waar de centrale banken nu tegenaan kijken (hoge schulden, geopolitieke spanningen, tekorten, alweer knelpunten in de toeleverketens e.d.) even nauwkeurig en voorzichtig te werk moeten gaan als het team waar ik naar sta te kijken.

Aandelenstrategie

28/03/2022

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.