

Terugblik

8 maart 2021

α.s.r.
de nederlandse
vermogens
beheerders

Februari 2021: de R (van reflatie) is in de maand

Waar financiële markten aan het begin van het jaar nog een beetje zoekende leken naar richting, overheerste in februari duidelijk één thema: 'reflatie'. De verwachting dat de inflatiedruk in de loop van 2021 zal oplopen pakte goed uit voor aandelen, maar zette de koersen van staatsobligaties onder druk.

Februari 2021 leverde op veel markten opvallende koersuitslagen op, maar de meest wezenlijke was waarschijnlijk wel de rentestijging op obligatiemarkten, die de koersen van staatsobligaties onder druk zette. De rentes op staatsobligaties van vrijwel alle grote landen zijn sinds begin dit jaar met enkele tientallen basispunten opgelopen. Rentes op langlopende staatsobligaties stegen harder dan die op kortlopende staatsobligaties, met in obligatieterminologie een 'versteiling van de curve' tot gevolg. Voor beleggers in Europese staatsobligaties vertaalde dit zich in februari in een negatief rendement van gemiddeld ca. 2%. De hogere renteniveaus drukten ook het rendement op bedrijfsobligaties, maar daar zorgde hogere risicobereidheid onder beleggers voor enige compensatie, zodat het verlies op Europese bedrijfsobligaties in februari beperkt bleef tot ca. 1%. De meer risicovolle Europese 'high yield'-bedrijfsobligaties leverden zelfs nog een licht positief rendement op van ca. 0,5%.

De hogere rentes op staatsobligaties vormden tot nu toe dit jaar geen belemmering voor hogere aandelenkoersen. Opvallend daarbij was dat de aandelenregio's die in januari het beste presteerden, Azië en opkomende markten, in februari juist achterbleven bij Europa en de VS. De MSCI Asia Pacific-index leverde in februari een rendement op van +1,9% in euro's gemeten, en de MSCI Emerging Markets-index een rendement van +1,3%. De MSCI Europe en MSCI North America-indices behaalden in februari positieve rendementen van respectievelijk 2,5% en 3,2%. Over de eerste twee maanden van 2021 zijn de rendementsverschillen tussen ontwikkelde en opkomende markten niet zo groot meer, met 3,1% voor de MSCI World Developed Markets-index en 5,6% voor de MSCI Emerging Markets-index.

Opvallend was verder dat Europees beursgenoteerd vastgoed opnieuw een slechte maand beleefde, met een negatief rendement van 2,7% in februari. Dit lijkt redelijk verklaarbaar uit de hogere rentes, die nadelig zijn voor de rendementen op vastgoedbeleggingen, maar in het afgelopen jaar bleef beursgenoteerd vastgoed ook achter op momenten dat de rentes juist daalden. Dit laat zich dan weer mede verklaren uit de gevolgen van de coronacrisis, die diverse vastgoedsectoren (retail, kantoren) bovengemiddeld hard hebben geraakt. Al met al is beursgenoteerd vastgoed over de afgelopen 12 maanden verreweg de slechtst presterende beleggingscategorie, met een rendement van -13,5%.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

| Rendementen (total return, in euro's) | februari | 1e kwartaal | 2021 | 12 maanden |
|---|----------|-------------|-------|------------|
| Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties | -1,9% | -2,5% | -2,5% | -0,6% |
| Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties | -0,8% | -0,8% | -0,8% | 1,1% |
| Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties | 0,6% | 1,1% | 1,1% | 5,1% |
| MSCI Europe Onroerend Goed | -2,7% | -2,7% | -2,7% | -13,5% |
| MSCI Europe Aandelen | 2,5% | 1,8% | 1,8% | 8,9% |
| MSCI North America Aandelen | 3,2% | 3,4% | 3,4% | 21,2% |
| MSCI Asia Pacific Aandelen | 1,9% | 5,2% | 5,2% | 23,9% |
| MSCI World Developed Markets Aandelen | 3,0% | 3,1% | 3,1% | 16,3% |
| MSCI Emerging Markets Aandelen | 1,3% | 5,6% | 5,6% | 24,2% |
| EUR/USD | -0,5% | -1,7% | -1,7% | 9,5% |

Bron: Bloomberg

Terugblik

8 maart 2021

α.s.r.
de nederlandse
vermogens
beheerders

Van 'deflatie' naar 'reflatie'

Het belangrijkste thema op financiële markten in februari was ontegenzeggelijk 'reflatie'. De angst voor hogere inflatie vertaalde zich in hogere rentes op staatsobligaties, maar had (in ieder geval tot nu toe) geen negatieve gevolgen voor aandelenkoersen. Wanneer de verwachtingen over oplopende inflatiedruk de komende tijd aanhoudt, zou dat een opvallende trendbreuk betekenen met de afgelopen jaren (en zelfs decennia), die vooral werden gekenmerkt door angst voor 'deflatie', wat zich op obligatiemarkten vertaalde in steeds lagere rentes. Het is nu nog (veel) te vroeg om te kunnen beoordelen of er daadwerkelijk sprake is van een structurele trendbreuk, maar er zijn wel enkele aanwijzingen dat dit het geval zou kunnen zijn.

De belangrijkste reden om oplopende inflatiedruk te verwachten, is dat voor de komende maanden een sterk economisch groeiherstel wordt verwacht. De 'consensus'-verwachting van economen en analisten (volgens een inventarisatie van Bloomberg) is dat de Amerikaanse economie in 2021 met ca. 5% zal groeien, de Europese economie met ruim 4% en die van China met bijna 8,5%. Voor 2022 worden wel wat lagere groeicijfers verwacht, maar zullen deze nog altijd ruimschoots boven de historische gemiddeldes blijven. Het is inmiddels ook wel duidelijk dat dit sterke groeiherstel nog niet echt begonnen is, in ieder geval niet in de eurozone. Hier ligt voor het eerste kwartaal van dit jaar eerder nog een negatieve groei in de lijn der verwachting. Daarmee zou 'officieel' sprake zijn van de tweede recessie in een jaar: in het vierde kwartaal van 2020 was de groei ook al negatief, en daarvoor in de eerste twee kwartalen van 2020 ook. De Amerikaanse economie staat er wat groei betreft wel wat beter voor, en de Chinese economie helemaal, maar het echte groeiherstel wordt toch pas voor de tweede helft van het jaar verwacht, als de vaccinatiegraad in veel landen hopelijk hoog genoeg is om 'lockdowns' en andere contactbeperkende maatregelen grotendeels op te heffen. Met een sterk groeiherstel, mede aangewakkerd door 'inhaalvraag', kan de opwaartse druk op prijzen ook toenemen.

Eerste signalen van opwaartse inflatiedruk al zichtbaar, in ieder geval in de VS

In de traditioneel meest gebruikte maatstaf voor inflatie, de consumentenprijzen-index ('CPI'), is van oplopende inflatiedruk vooralsnog niet echt sprake. In de VS blijft de CPI al een tijdlang redelijk stabiel rond 1,5% jaar-op-jaar. In de eurozone kwam de CPI in januari wel voor het eerst in een halfjaar boven 0% uit, maar is deze in februari niet verder opgelopen. De onverwachte stijging van de CPI in januari was in ieder geval ten dele toe te schrijven aan incidentele factoren, zoals het aflopen van een tijdelijke verlaging van de Duitse BTW en een periodieke herweging van inflatiefactoren, zodat voor februari ook niet echt op hogere inflatiecijfers werd gerekend.

Onderliggend zijn er wel eerste signalen dat de inflatiedruk in de komende maanden kan gaan oplopen. Daarvoor moeten we dan wel vooral naar Amerikaanse cijfers kijken, want in Europa zien we deze signalen nog niet echt. De index waarmee in de VS de prijsdruk wordt gemeten die producenten ervaren, de 'ISM Prices Paid'-index, is in februari gestegen naar het hoogste niveau sinds de zomer van 2008, aan de vooravond van de grote financiële crisis van 2008-2009. De feitelijke index voor producentenprijzen ('PPI') in de VS is inmiddels opgelopen tot ca. 2% jaar-op-jaar en zal naar verwachting van analisten de komende maanden stijgen tot minimaal 2,5-3% jaar-op-jaar. Ondertussen stijgen de gemiddelde uurlonen in de VS, een indicator voor loondruk, met ruim 5% jaar-op-jaar. Daarbij past wel de kanttekening dat dat mede is toe te schrijven aan het feit dat door de coronacrisis juist relatief veel laagbetaalde arbeidskrachten hun baan zijn kwijtgeraakt (en dus helemaal geen loon meer ontvangen), terwijl relatief hoogbetaalde arbeidskrachten hun baan hebben behouden. Daarmee komt het gemiddelde uurloon vanzelf hoger uit dan voorheen het geval was.

Terugblik

8 maart 2021

α.s.r.
de nederlandse
vermogens
beheerders

Joe Biden, de man van 1,9 biljoen

Wat in de VS de inflatiedruk verder kan laten oplopen, is de fiscale stimulering van de Amerikaanse economie. De eerste twee rondes in 2020 van in totaal bijna 3 biljoen dollar hebben ertoe bijgedragen dat de economische schade van de coronacrisis in de VS relatief beperkt is gebleven, maar met het nieuwe stimuleringsplan van president Biden ter waarde van 1,9 biljoen dollar wordt daar nog eens een flinke schep bovenop gedaan. Onder Amerikaanse economen is inmiddels een debat losgebarsten of dit niet een te flinke schep is, gezien de verwachting dat de Amerikaanse economie ook zonder extra stimulering in de loop van het jaar wel zal herstellen. Volgens onder andere voormalig minister van Financiën (onder president Clinton) en huidig hoogleraar aan Harvard Lawrence Summers is het plan van 1,9 biljoen dollar te veel van het goede, en zal het uiteindelijk leiden tot oververhitting van de Amerikaanse economie. Bij een economie die te hard groeit, is de vraag hoger dan het aanbod en dat betekent in het algemeen hogere prijzen en dus meer inflatie. Voorstanders van het plan stellen dat het zo'n vaart niet zal lopen, omdat er nog veel ongebruikte productiecapaciteit is, zodat het aanbod snel kan worden aangepast aan de toegenomen vraag, en de prijzen niet hoeven te stijgen.

Hoe dan ook lijkt het er gezien de politieke verhoudingen in de VS op dat het plan van Biden redelijk ongeschonden door het Congres zal komen, en dan zal op enig moment vanzelf duidelijk worden wie gelijk had. Voorlopig is de inflatie met ca. 1,5% in ieder geval nog dusdanig laag dat we niet bang hoeven te zijn voor inflatieniveaus van 15%, zoals begin jaren '80 van de vorige eeuw. Bovendien heeft de Amerikaanse centrale bank meer dan genoeg munitie om eventueel opspelende inflatie snel weer onder controle te krijgen. De verre voorganger van Fed-voorzitter Jerome Powell, de onlangs overleden Paul Volcker, wist begin jaren '80 de inflatie binnen 2,5 jaar terug te brengen van 15% naar 2,5%. Dit vereiste wel drastische maatregelen (o.a. een renteverhoging naar 20%), maar met de huidige basisrente van rond 0% en een nog altijd lopend 'kwantitatief verruimingsprogramma' heeft Powell nu een aanzienlijk betere uitgangspositie dan Volcker destijds.

Inflatie: tijdelijk fenomeen of 'regime change'

Zoals gezegd zijn er in de eurozone vooralsnog niet of nauwelijks signalen van een aanstaand inflatieprobleem, maar ook hier kan de inflatiedruk wel oplopen naarmate het verwachte economische groeiherstel later dit jaar daadwerkelijk doorzet. Wat daarbij de komende tijd het beeld kan verstoren is dat in ieder geval in de jaar-op-jaar cijfers de vergelijkingsbasis snel verandert: het is nu een jaar geleden dat de coronacrisis in volle hevigheid uitbarstte en de wereldeconomie in een (tijdelijke) vrije val stortte. Dit leidde er bijvoorbeeld toe dat in april 2020 de olieprijs tot onder 20 dollar per vat daalde (de olieprijs werd zelfs even negatief!), maar inmiddels staat deze weer boven 60 dollar per vat. De effecten hiervan op de inflatiecijfers zullen naar verwachting de komende maanden zichtbaar worden.

Deze 'statistische' effecten, maar ook de gevolgen van het economische groeiherstel op de inflatie, zijn in principe tijdelijk. In hoeverre de 'post-corona' wereld ook het begin betekent van een nieuw 'inflatieregime', met bijvoorbeeld ook structureel hogere rentes tot gevolg, valt nog te bezien. Veel van de structurele factoren die sinds begin jaren '80 de inflatie hebben gedrukt (o.a. demografie en technologie) zijn niet opeens verdwenen, zodat enige scepsis over een trendbreuk op zijn plaats lijkt. Anderzijds is de vraag gerechtvaardigd of kapitaalmarktrentes die structureel lager zijn dan de inflatie (plus economische groei) wel houdbaar zijn. Vooralsnog gaan wij er per saldo vanuit dat de trend naar hogere kapitaalmarktrentes van de afgelopen 2 maanden de komende tijd zal doorzetten, en handhaven wij daarom onze tactische voorkeur voor aandelen (en bedrijfsobligaties) boven staatsobligaties.

Terugblik

8 maart 2021

a.s.r.
de nederlandse
vermogens
beheerders

Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. vermogensbeheer is een beheerder van Beleggingsfondsen en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft. Het is a.s.r. vermogensbeheer toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen: het beheren van een individueel vermogen, het verstrekken van beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten. a.s.r. vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van dit document is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van dit document, waaronder eventuele berekende waardes en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in dit document is eigendom van a.s.r. vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk. Dit document is niet bedoeld als beleggingsadvies, aangezien geen rekening wordt gehouden met de persoonlijke situatie van de klant en de presentatie ook niet is gericht op een individuele klant. De in/via dit document verstrekte informatie is bovendien geen aanbod of enigerlei financiële dienst.

De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r. vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde a.s.r. vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via www.asrvermogensbeheer.nl, waar ook alle gegevens van ASR Vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd.