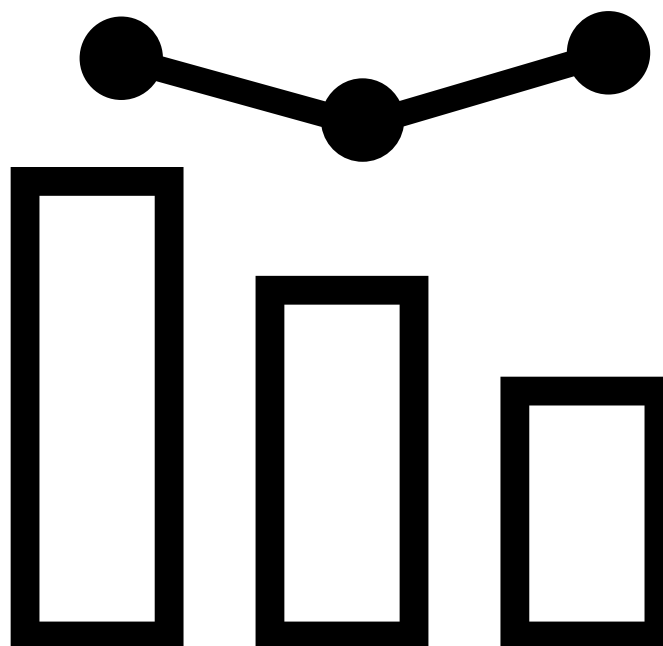




## Markt: trends & thema's

Juni 2023

## 2023: het jaar van 'stagflatie-light'

Vorig jaar besteedden we op deze plaats aandacht aan de sterk opgelopen inflatie en de inflatie-vooruitzichten voor de nabije en wat verdere toekomst. We constateerden toen dat 2022 het jaar van 'turbo-stagflatie' beschouwd kon worden, en stelden de vraag: wat komt er na stagflatie? Inmiddels zijn we een jaar verder, dus een goed moment voor een update: waar staan we nu wat betreft inflatie en hoe zijn de vooruitzichten veranderd ten opzichte van een jaar geleden?

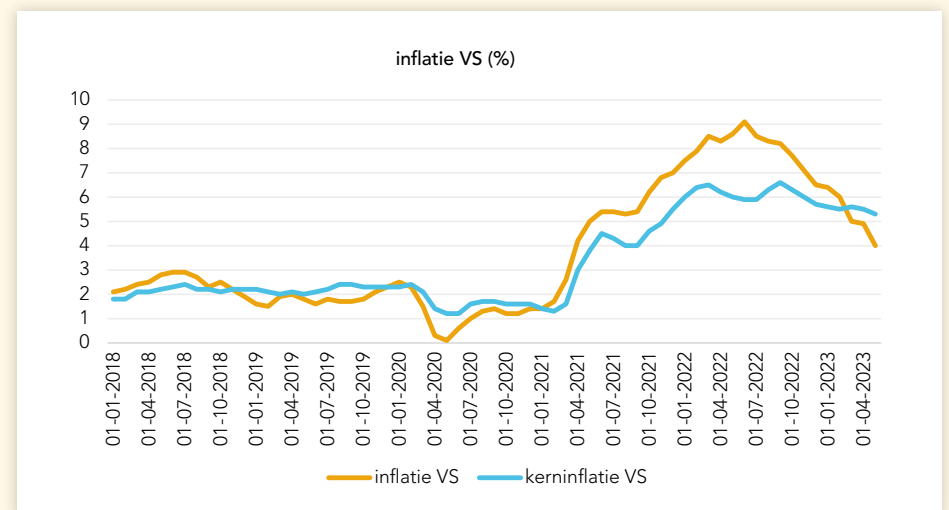
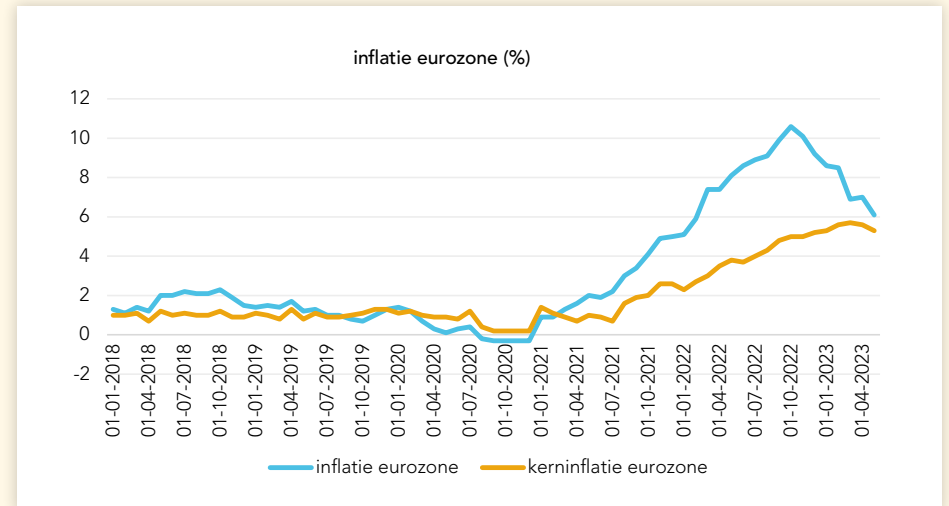
### Van 'turbo-stagflatie' naar 'stagflatie-light'

Om te beginnen met de droge cijfers: in juni 2022, nu een jaar geleden, was de inflatie in de VS opgelopen naar 9% jaar-op-jaar. In de eurozone tikte de inflatie een paar maanden later (in oktober 2022) zelfs 10,6% jaar-op-jaar aan. Sindsdien is de inflatiedruk sterk afgenomen, naar 6,1% in de eurozone en naar 4,0% in de VS. Zoals ook blijkt uit het inflatie-dashboard dat wij bijhouden, is de daling van de energieprijzen over het afgelopen jaar de belangrijkste verklaring voor de sterk lagere inflatiedruk. Wanneer we alleen naar de 'kerninflatie' kijken, waarbij de volatiele voedings- en energieprijzen niet worden meegenomen, is het beeld duidelijk anders.



In de VS schommelde deze 'kerninflatie' het grootste deel van 2022 rond 6-6,5%, en is deze sindsdien maar licht afgenomen, tot 5,3% jaar-op-jaar nu. In de eurozone lag de 'kerninflatie' in de zomer van 2022 nog rond 3,5-4%, maar liep deze daarna alleen maar verder op richting 6% in maart 2023. Inmiddels is wel een lichte daling ingezet, en is de kerninflatie in de eurozone met 5,3% jaar-op-jaar nu precies even hoog als in de VS.

Terwijl het inflatiebeeld vergeleken met een jaar geleden licht ('kerninflatie') tot duidelijk ('headline' inflatie) is verbeterd, geldt dat niet wanneer we naar economische groei kijken. In de eerste helft van 2022 had de wereld-economie nog de wind in de rug van het 'post-corona' herstel, maar zeker in Europa en de VS (en naar het zich nu laat aanzien ook in China) is deze tijdelijke opleving inmiddels wel achter de rug. De Amerikaanse economie heeft in de tweede helft van 2022 en het eerste kwartaal van 2023 nog wel een redelijke groei laten zien van gemiddeld iets meer dan 0,5% op kwartaal-basis, maar de economie van de eurozone is in diezelfde tijd min of meer tot stilstand gekomen. Al met al kunnen we stellen dat waar 2022 het jaar van 'turbo-stagflatie' was, met inflatieniveaus die we sinds begin jaren '80 van de vorige eeuw niet meer hadden gezien, 2023 in het teken staat van 'stagflatie-light', met weliswaar lagere inflatie, maar ook met lagere economische groei dan in 2022.

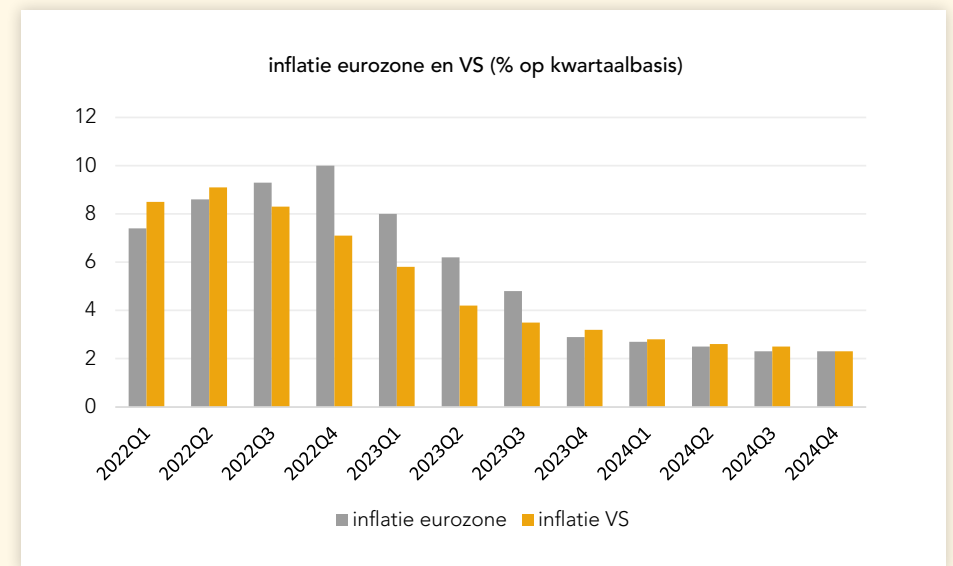
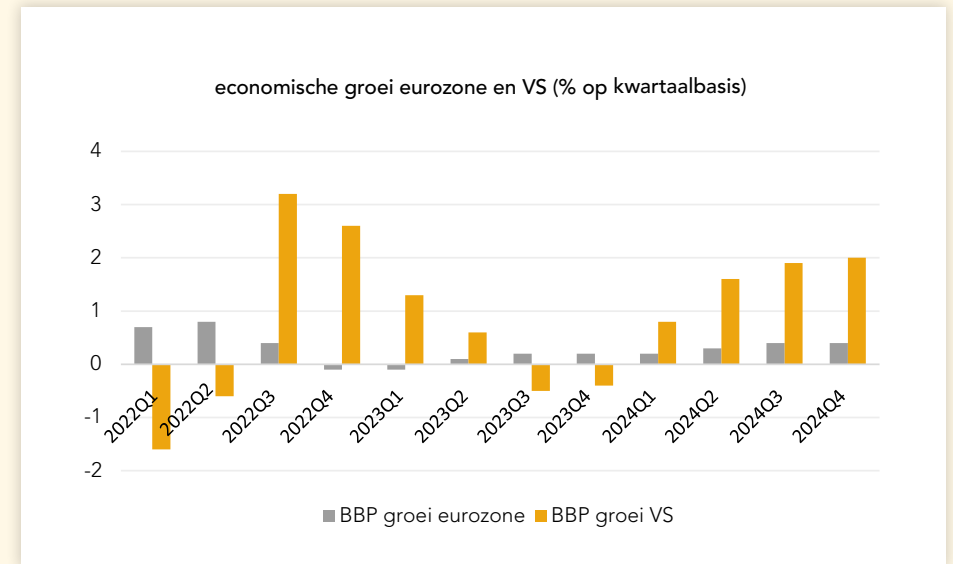


Bron: Bloomberg

## Hoe nu verder: economie blijft kwakkelen, inflatiedruk zal verder afnemen

Hoe zal het vanaf hier verder gaan? Voor wat betreft de groeivoorzichten lijkt de nabije toekomst duidelijk, in ieder geval als je het aan economische experts vraagt: die ziet er niet heel best uit. Voor de eurozone lijkt het ergste na de milde 'winterrecessie' van 2022-2023 misschien achter de rug, maar veel meer dan een lichte groei van 0,2%-0,4% op kwartaalbasis zit er de komende kwartalen niet in. Dat is in ieder geval de 'consensus-verwachting' van economen volgens Bloomberg. Voor de VS is het beeld nog somberder: na een verwachte recessie (ca. -0,5% groei op kwartaalbasis over de komende twee kwartalen), valt er op zijn vroegst in het eerste kwartaal van 2024 weer een groeiherstel te verwachten. Ook het IMF is niet enthousiast: voor de wereldeconomie verwacht het IMF voor heel 2023 een groei van slechts 2,8% (was nog 3,2% in 2022) en voor 2024 een slechts marginaal hogere groei van 3%.

Voor de inflatie-voorzichten is de richting, in ieder geval volgens diezelfde economen, ook duidelijk. In de eurozone zal de inflatie tegen eind dit jaar zijn afgenomen naar 3-4% en in 2024 neemt die dan nog verder af, richting 2,5% of lager. Voor de VS geldt een redelijk vergelijkbare verwachting: eind dit jaar een inflatie van 3-3,5% en eind 2024 van 2-2,5%. Hoewel de inflatie daarmee ook eind 2024 nog altijd boven de 2% inflatiedoelstellingen van de Amerikaanse en Europese centrale banken zou blijven, kun je dan niet echt meer van een 'stagflatie'-scenario spreken, zeker als economieën tegen die tijd (zoals verwacht) ook enig herstel hebben laten zien.



Bron: Bloomberg (NB gerealiseerd t/m 2023Q1, consensus-verwachting vanaf 2023Q2)

## **Inflatie na corona: eerst vooral door aanbodfactoren, nu vooral vraaggedreven**

Op korte termijn, dat wil zeggen de komende maanden, blijven we nog wel in een 'stagflatie light'-omgeving, maar de verwachting van economen is dus dat we daarna een geleidelijke 'normalisatie' mogen verwachten, met een op zijn slechtst licht benedengemiddelde economische groei en hooguit licht bovengemiddelde inflatie. Om te bepalen hoe realistisch deze verwachtingen zijn, is het goed iets dieper te duiken in de achtergrond van de inflatiegolf van de afgelopen jaren. Daar is inmiddels door verschillende economen en instellingen onderzoek naar gedaan. De inflatiegolf, die inzette in 2021, wordt meestal toegeschreven aan een combinatie van vraag- en aanbodfactoren die grotendeels direct of indirect zijn toe te schrijven aan de coronapandemie, en in de loop van 2022 nog versterkt werden als gevolg van de oorlog in Oekraïne.

Naar inschatting van Adam Shapiro, econoom bij de San Francisco Fed, was de toegenomen inflatiedruk in de VS in eerste instantie voor ongeveer de helft toe te schrijven aan aanbod-gerelateerde factoren, zoals verstoringen van 'supply chains' en op de arbeidsmarkt. Ongeveer een derde van de opgelopen inflatie zou dan het gevolg zijn van toegenomen vraag (vooral dankzij alle 'corona'-steunmaatregelen van de Amerikaanse overheid), en de rest aan een combinatie van vraag- en aanbodfactoren. Mede gebaseerd op dit Amerikaanse onderzoek, hebben economen van de ECB een vergelijkbaar onderzoek gedaan voor de Europese inflatie. Zij kwamen tot de conclusie dat de inflatiegolf, die in de eurozone in de tweede helft van 2021 begon, aanvankelijk grotendeels gedreven werd door aanbod-gerelateerde factoren. In de loop van de tijd begon het relatieve belang van vraag-gerelateerde factoren toe te nemen, en halverwege 2022 verklaarden vraag- en aanbod-factoren beiden ongeveer een even groot deel van de hoge inflatie.

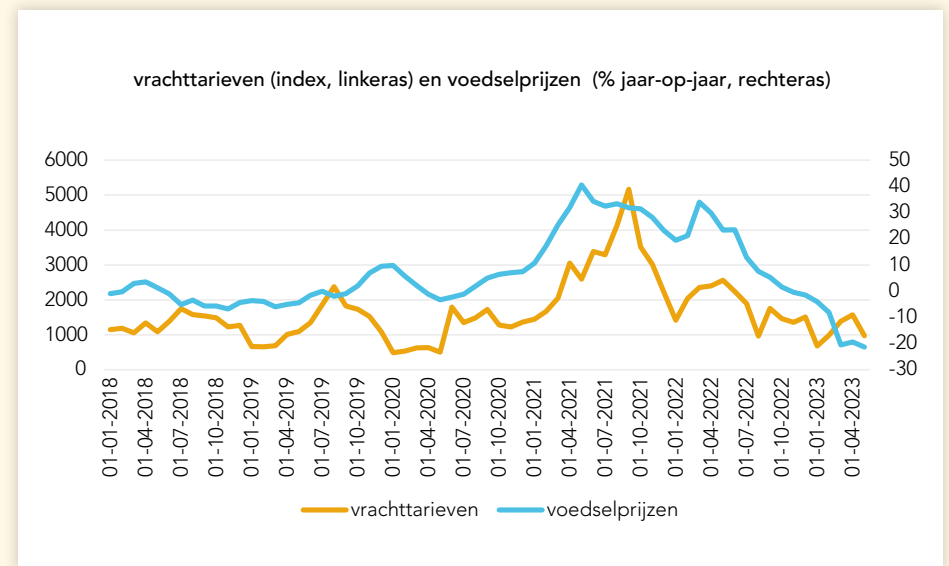
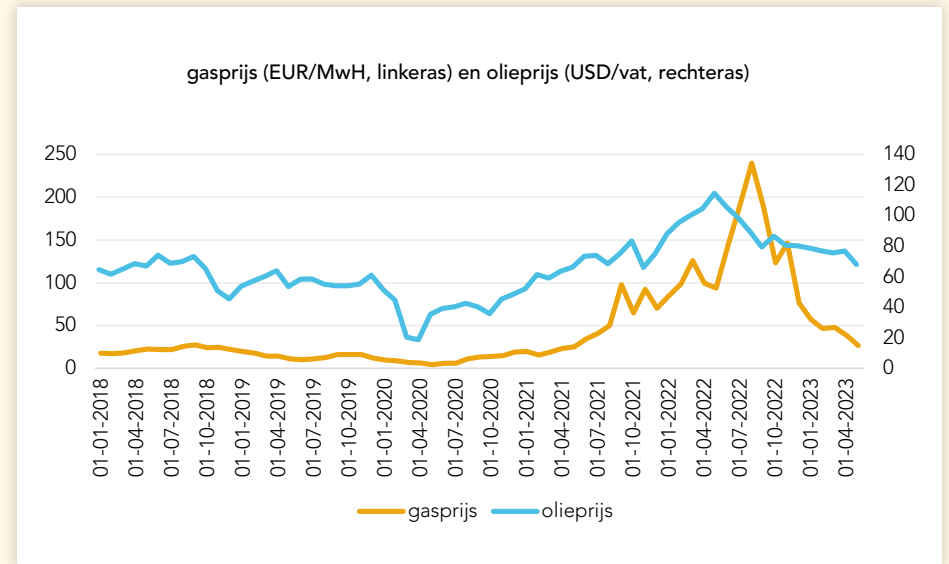




## Inflatie nu vooral door krappe arbeidsmarkt, en vooral in de dienstverlening

Inmiddels nog een jaar verder lijkt het belang van aanbodfactoren alleen maar verder afgenomen. Logistieke beperkingen spelen geen grote rol meer, zeker na de beëindiging van het 'zero Covid'-beleid in China eind 2022. Dit blijkt bijvoorbeeld uit vrachttarieven, die in het eerste jaar van de coronapandemie waren vertienvoudigd, maar inmiddels weer onder historische gemiddelde niveaus liggen. Ook verstoringen in het aanbod van energiebronnen, met name olie en gas, zijn grotendeels opgelost. Deze waren in de eerste fase van de oorlog in Oekraïne een jaar geleden nog heel bepalend voor de inflatie, maar inmiddels is in Europa het wegvallen van Russisch aanbod opgevangen door alternatieve aanvoer-routes. Het aanbod van voedingsmiddelen op de wereldmarkt blijft wel een aandachtspunt.

Volgens de FAO, de voedsel- en landbouworganisatie van de Verenigde Naties, liggen voedselprijzen nu wereldwijd gemiddeld 20% lager dan een jaar geleden, maar het aanbod van voedingsmiddelen blijft wel kwetsbaar voor ontwikkelingen in de oorlog in Oekraïne (zoals recent het opblazen van de Kachovka-dam in het voor landbouw belangrijke zuiden van Oekraïne) en weer- en klimaatgerelateerde ontwikkelingen (bijv. aanhoudende droogte of juist overstromingen).



Bron: Bloomberg

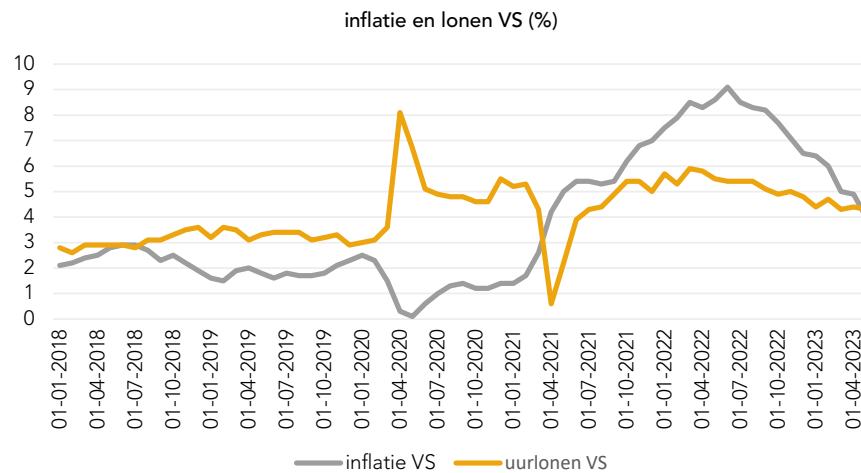
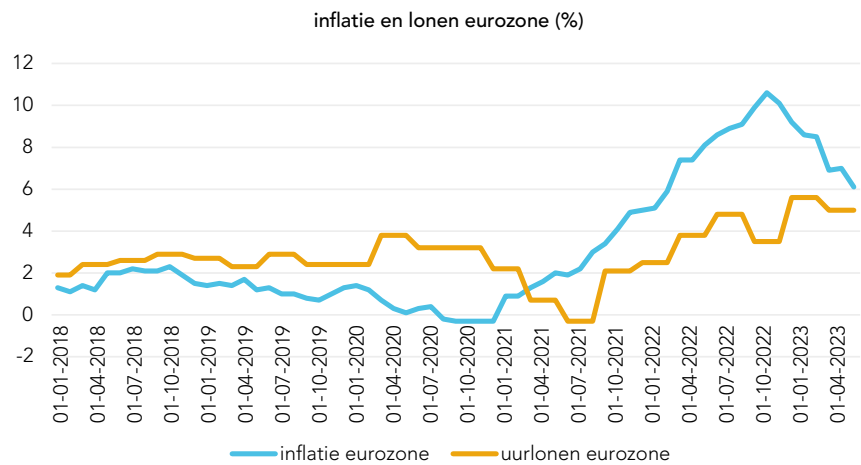
Recent hebben twee bekende Amerikaanse economen, Olivier Blanchard en oud-Fed voorzitter Ben Bernanke, een onderzoek gepresenteerd waarin ze constateren dat de aanbod-gerelateerde inflatie vooral betrekking had op goederen. Deze vorm van inflatie is ook volgens hun berekeningen inmiddels sterk afgenomen. De huidige inflatie wordt vooral veroorzaakt door krapte op de arbeidsmarkt, heeft meer betrekking op de dienstverlening en is potentieel ook hardnekkiger. Bij aanhoudende krapte op de arbeidsmarkt dreigt dan de beruchte 'loon-prijsspiraal', die vooral in de jaren '70 van de vorige eeuw ervoor zorgde dat inflatie lang hoog bleef, en uiteindelijk alleen met extreme renteverhogingen (tot ruim 10% in Nederland en 20% in de VS) en structurele hervormingen (bijv. 'het Akkoord van Wassenaar' van 1982) bedwongen kon worden.

### **Krapte op de arbeidsmarkt: ook meer vraag- dan aanbodgedreven?**

Waar in de VS sinds de coronapandemie veel werkenden (vooral 55+-ers) uit het arbeidsproces zijn verdwenen en ook niet meer voornemens lijken te zijn om terug te keren, ligt dat in Europa, en zeker ook in Nederland anders. In tegenstelling tot in Europa is een groot deel van de coronasteun van de Amerikaanse overheid direct naar huishoudens gegaan, die dit in ieder geval ten dele lijken te hebben gebruikt om met vervroegd pensioen te gaan. In Europa was de coronasteun juist vooral gericht op bedrijven, die daarmee in staat werden gesteld personeel aan te houden. Dit heeft eraan bijgedragen dat terwijl het niveau van de werkloosheid in Nederland en de VS ongeveer gelijk is (rond 3,5%), in Nederland ruim 75% van de potentiële beroepsbevolking deelneemt aan het arbeidsproces, terwijl dit in de VS maar iets meer dan 60% is.

Zoals ook Sandra Philippen, hoofdeconoom bij ABN AMRO, recent opmerkte, is in Nederland dan ook niet zozeer het aanbod van arbeidskrachten, maar vooral de grote vraag naar arbeid het probleem.

'Gelukkig' is de vraag naar arbeid makkelijker te beïnvloeden dan het aanbod van arbeid, dat relatief inflexibel is. Minder gelukkig is dat om de vraag naar arbeid af te remmen, en daarmee het risico van een loon-prijsspiraal te verkleinen, de economische groei moet worden afgeremd. Nu is deze in Europa al laag, en dat geldt zeker ook voor Nederland, dat met een negatieve groei van 0,7% in het eerste kwartaal van 2023 binnen Europa een van de achterblijvers was. Vanuit dat perspectief is het niet verwonderlijk dat er van een loon-prijsspiraal tot nu toe geen sprake is geweest. Integendeel, in ieder geval tot voor kort bleven de loonstijgingen zowel in Europa als de VS achter bij de prijsstijgingen. Ook al houdt de krapte op de arbeidsmarkt al langere tijd aan, pas afgelopen maand kwamen de reële uurlonen in de VS voor het eerst sinds de coronapandemie boven 0% uit, met andere woorden stegen de lonen harder dan de prijzen. Ook in Europa is dit kantelpunt nu pas in zicht.



Bron: Bloomberg

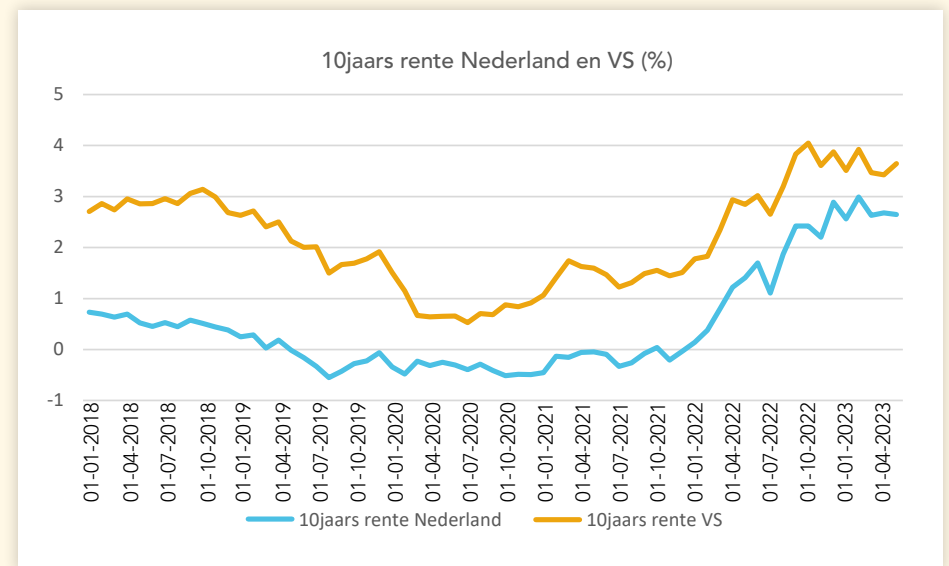
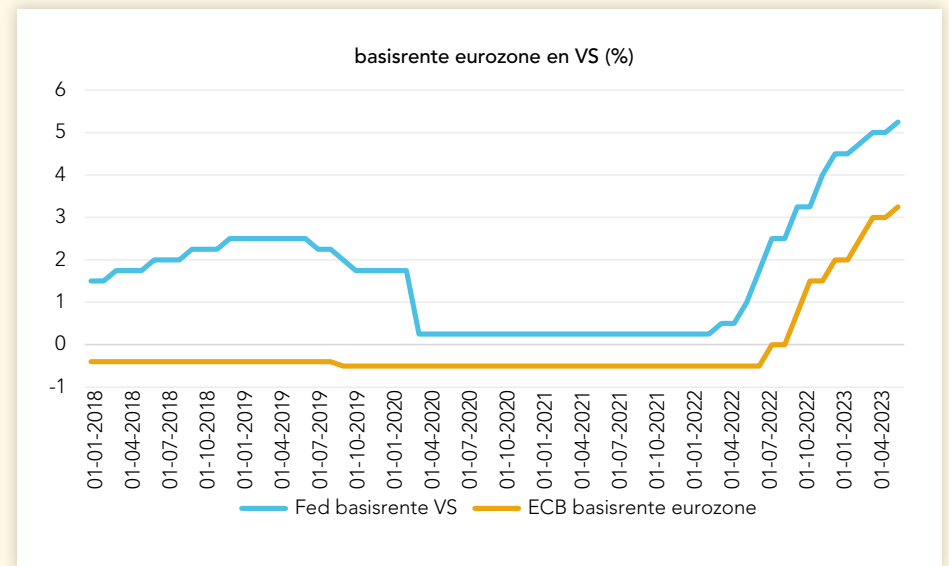




## Effect van hogere rentes op groei en inflatie wordt nu pas goed merkbaar

Ondanks waarschuwingen van onder andere DNB en ECB, lijkt het risico van een loon-prijsspiraal niet bijzonder groot. De economische groeivoorzichten zijn op zijn best matig te noemen, de inflatiedruk is aan het afnemen en de lonen zijn tot nu toe minder hard gestegen dan gezien de al langer aanhoudende krapte op de arbeidsmarkt verwacht had mogen worden. Daarbij is het aannemelijk dat juist het effect van maatregelen van centrale banken op de reële economie en de inflatie nu pas goed merkbaar gaat worden. In het afgelopen jaar heeft de Fed de basisrente in de VS verhoogd van 0% naar 5,25%, terwijl de ECB met de Europese basisrente in minder dan een jaar tijd van -0,5% naar 3,5% is gegaan. Voor de komende maanden rekent de rentemarkt op nog meer renteverhogingen, waarmee tegen het eind van de zomer de basisrente in de VS op 5,5% zou uitkomen en in de eurozone op 4%.

Bij de huidige renteniveaus lijken de verwachtingen van economen op een laag blijvende economische groei, of zelfs recessie, en van verder afnemen de inflatiedruk in het tweede halfjaar van 2023 alleszins reëel. De vraag is vooral wat er daarna gaat gebeuren, en hoe vastbesloten centrale banken zullen blijken om de inflatiedruk in 2024 verder terug te dringen richting de 2%-doelstellingen. Natuurlijk zeggen centrale bankiers dat zij 'whatever it takes' zullen doen om dit te bereiken, maar de vraag is wel hoe wenselijk, en daarmee ook hoe realistisch, dat is. Na eerst ruim tien jaar alles uit de kast te hebben getrokken om deflatie te voorkomen, inclusief kunstgrepen als 'negatieve rentes' en 'kwantitatieve verruiming', is de vraag hoe erg het zou zijn als de inflatie nu een tijdlang 'boven maar in de buurt van 2%' zou blijven, zeker als het alternatief zou zijn om de rentes (veel) verder te verhogen en daarmee een langdurige periode van lage (of negatieve) economische groei in de hand te werken.



Bron: Bloomberg

### **Risico van uit de hand lopende inflatie lijkt beperkt**

Een extra complicatie voor centrale banken is dat diverse structurele factoren onderliggend een opdrijvend effect zullen houden op de inflatiedruk, ook als de huidige 'corona'-inflatiegolf is weggeëbd. Zoals we vorig jaar ook beschreven hebben, valt dan bijvoorbeeld te denken aan prijs-opdrijvende effecten van klimaatverandering en de energietransitie en van eventuele verdere 'deglobalisering'. Daarnaast zal de krapte op de arbeidsmarkt niet snel verdwenen zijn, ook niet als de economie de komende tijd in zou zakken. Deze, en andere factoren worden ook aangehaald door ECB-bestuurder Isabel Schnabel in een recente toespraak over 'de risico's van hardnekkige inflatie'.

Het belangrijkste risico, dat Schnabel ook aanhaalt, is dat consumenten en financiële markten blijvend hogere inflatie gaan verwachten. Dat heeft een zelfversterkend effect, en kan bijvoorbeeld via een loon-prijsspiraal tot structureel hogere inflatie leiden. In het Verenigd Koninkrijk, dat mede als gevolg van Brexit kampt met een serieus stagflatie-probleem, is dat een alleszins reëel risico, maar in de eurozone zien we daar geen tekenen van. Volgens onderzoek van de ECB waren de verwachtingen van Europese consumenten over toekomstige inflatie in de loop van 2022 wel opgelopen richting 3%, maar inmiddels zijn deze weer gedaald richting 2,5%. Zelfs in Duitsland, waar de hyperinflatie van 1923 nog altijd niet vergeten lijkt te zijn, maken consumenten zich weinig zorgen over uit de hand lopende inflatie. Ook financiële markten prijzen geen lang hoog blijvende inflatie in. Lange rentes zijn de afgelopen maanden stabiel gebleven, rond 2,5-3% in het geval van de Nederlandse tienjaars rente. Inflatie-gerelateerde obligaties prijzen nu al bijna een jaar een inflatie in van ca. 2-2,5% op een tienjaars horizon.

### **'Stagnatie' of 'groeiflatie', that is the question...**

Uiteindelijk staan centrale banken daarmee voor een dilemma. Moeten rentes nog verder worden verhoogd om het inflatiespook uit te bannen, en daarbij het risico van langdurige economische stagnatie op de koop toe te nemen? Of kunnen de monetaire teugels beter wat minder strak worden aangehaald, zodat economische groei minder wordt geschaad, maar met het risico van langer hoog blijvende inflatie? In termen van de economische scenario's die we vorig jaar bespraken, komt dat in feite neer op de keuze tussen een 'secular stagnation'- (of 'Japan'-) scenario, of een 'groeiflatie'-scenario, zoals in de 'wederopbouw'-jaren na de Tweede Wereldoorlog. Vanuit culinair perspectief is die keuze misschien niet zo moeilijk (eet u liever sushi of spruitjes?), maar vanuit beleggingsperspectief is het lastiger. Een 'Japan'-scenario betekent eerder lagere rentes en lage beleggingsrendementen (met andere woorden: is relatief gunstig voor obligaties), terwijl in een 'groeiflatie'-scenario zowel rentes als beleggingsrendementen naar verwachting hoger zullen uitvallen (met andere woorden: is relatief gunstig voor meer 'risicovolle' beleggingen, zoals aandelen), zeker in nominale termen. Welke kant het opgaat is op dit moment lastig in te schatten, maar één ding is zeker: over een jaar weten we meer...

#### 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 waarden 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](http://www.asrvermogensbeheer.nl), waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd. De producten van a.s.r. vermogensbeheer zijn alleen bedoeld voor professionele beleggers.

---

## **α.s.r. vermogensbeheer**

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

[www.asrvermogensbeheer.nl](http://www.asrvermogensbeheer.nl)

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht