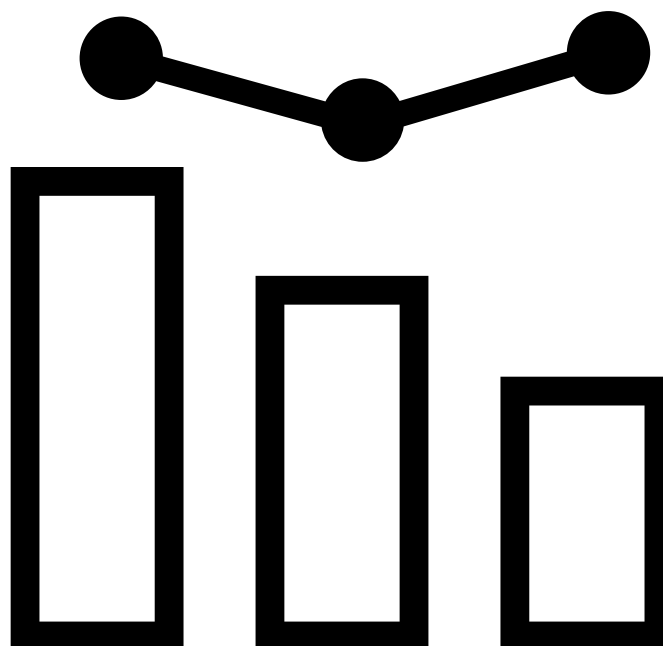




Marktupdate

17 juni 2022

Wat komt er na stagflatie?

‘Stagflatie’ lijkt steeds meer de economische realiteit van 2022, en wie weet ook van 2023. Een veel langer durende periode van stagflatie zou wel tamelijk uniek zijn. De vraag voor beleggers is dan ook: wat komt er na stagflatie?

Recente economische cijfers bevestigen het: ‘stagflatie’ is inmiddels het meest waarschijnlijke economische scenario, in ieder geval voor de korte termijn. Hoewel er hier en daar (overigens wel eerder in de VS dan Europa) tekenen zijn dat het hoogtepunt van de inflatiegolf mogelijk in zicht is, zal de inflatie zeker tot eind dit jaar en waarschijnlijk ook nog in (een deel van) 2023 bovengemiddeld hoog blijven. Tegelijkertijd knagen de hoge voedsel- en energieprijzen aan de koopkracht van consumenten en de winstgevendheid van bedrijven. Daarmee komt het economisch groeiherstel van de afgelopen tijd in gevaar.

Stagflatie in historische context: uitzonderlijk én kortstondig

Een combinatie van hoge inflatie en stagnerende economische groei is vrij uitzonderlijk, en daarnaast in de geschiedenis ook nooit van lange duur gebleken. ‘Normaal gesproken’ leidt een periode van hoge economische groei tot capaciteitstekorten en daarmee tot hogere prijzen. Omgekeerd gaan periodes van lage economische groei juist meestal gepaard met afnemende prijsdruk. Wanneer de combinatie van hoge inflatie met lage (of negatieve) economische groei in het verleden is voorgekomen,



was die vrijwel altijd het gevolg van een schok aan de aanbodzijde van de economie (een 'oliecrisis' bijvoorbeeld), bij voorkeur in combinatie met 'goedkoop geld' als gevolg van (te) ruim monetair beleid van centrale banken en/of begrotingsbeleid van overheden.

Wat dat betreft lijkt op dit moment wel aan alle randvoorwaarden voor een 'stagflatie'-scenario voldaan te zijn. De nasleep van de coronapandemie, met de grote stimuleringspakketten van overheden en lage tot zelfs negatieve rentes, de 'supply chain'-problemen als gevolg van o.a. 'deglobalisering' en het 'zero Covid'-beleid van de Chinese overheid, en de oorlog in Oekraïne, met een hoge olieprijs en dreigende voedseltekorten tot gevolg, vormen de basis voor een giftige economische cocktail, met onzekere uitkomst. Veel zal afhangen van het verdere verloop van de oorlog in Oekraïne en de manier waarop China uiteindelijk leert leven met het coronavirus. Daarnaast spelen centrale banken een bepalende rol bij het beantwoorden van de vraag wat er na de huidige fase van stagflatie komt.

Centrale banken: veroorzakers en/of oplossers van stagflatie?

Wat dat laatste betreft zijn de afgelopen maanden de verwachtingen snel bijgesteld. Tot voor kort was de opvatting van veel economen en beleggers dat centrale banken 'achter de feiten aanlopen'. Dat de inflatie zover uit de hand heeft kunnen lopen, lijkt in ieder geval ten dele te wijten aan het extreem ruime monetaire beleid van de afgelopen jaren, met negatieve rentes en 'kwantitatieve verruiming'. Om de inflatiegeest weer in de fles te krijgen, kunnen centrale banken nu bijna niet anders dan in snel tempo rentes te verhogen, en dat is waar financiële markten inmiddels ook steeds meer op zijn gaan rekenen.

Ervan uitgaande dat de basisrentes van centrale banken zowel in de VS als Europa eind van dit jaar aanzienlijk hoger staan dan nu, zijn er voor 2023 twee aannemelijke scenario's te bedenken. Het eerste scenario is dat het centrale banken lukt om met hogere rentes de inflatie onder controle te krijgen. De potentiële keerzijde van (te) snelle renteverhogingen is wel dat dit ten koste kan gaan van een recessie, zoals dat begin jaren '80 van de vorige eeuw ook gebeurde. Een tweede scenario is dat ondanks hogere rentes prijzen toch verder blijven stijgen, bijvoorbeeld wanneer de krappe arbeidsmarkt werkgevers ertoe dwingt lonen mee te laten stijgen met de inflatie. Dan dreigt een 'loon-prijsspiraal', zoals in de aanloop naar de 'echte' stagflatie-episode van eind jaren '70.

Na stagflatie, terug naar 'secular stagnation'...?

Aangezien financiële markten meestal vooruit lopen op verwachte economische ontwikkelingen, is het voor beleggers zaak om nu ook al na te denken over wat er ná een mogelijk stagflatie-scenario komt. Natuurlijk laat de toekomst zich moeilijk voorspellen, maar het kan wel zinvol zijn om mogelijke scenario's te verkennen. Om te beginnen, kunnen we daarvoor kijken naar welke economische scenario's (of 'regimes') zich de afgelopen decennia hebben voorgedaan, en welke impact die hebben gehad op financiële markten. Wanneer we economische groei en inflatie als de twee maatgevende indicatoren gebruiken, kunnen we de naoorlogse (d.w.z. na de Tweede Wereldoorlog) periode in een aantal tijdvakken indelen, met onderling verschillende combinaties van hoge/lage groei en hoge/lage inflatie. Deze indeling is weliswaar enigszins arbitrair, maar geeft wel een redelijke basis voor nadere analyse.

Het meest recente economische 'regime' vóór de huidige 'stagflatie'-achtige omgeving wordt veelal aangeduid als 'secular stagnation', in navolging van o.a. Harvard-econoom (en voormalige Amerikaanse minister van Financiën) Larry Summers. Hij gebruikte deze term om een periode te beschrijven van langdurig lage economische groei en lage inflatie, waar in feite in de VS sinds het begin van deze eeuw sprake van is geweest. Mogelijk zal achteraf blijken dat de huidige 'stagflatie'-episode alleen maar een tijdelijke onderbreking van deze trend is geweest. Alleen al de demografische ontwikkelingen vormen hiervoor een aannemelijk argument. Opmerkelijk is dat 'secular stagnation', ondanks de negatief klinkende benaming, de afgelopen 20 jaar voor zowel aandelen- als obligatiebeleggers een redelijk gunstig economisch regime is gebleken. Dit is vooral te danken aan de continue rentedalingen tijdens deze periode, die een positief effect hadden op de rendementen op zowel aandelen als obligaties.

...of zijn 'Goldilocks' of 'groeiflatie' realistische alternatieve scenario's?

De periode tussen de 'stagflatie' van eind jaren '70/begin jaren '80 en de 'secular stagnation' sinds begin deze eeuw, wordt in de VS vaak aangeduid als 'Goldilocks', een gouden periode van hoge economische groei en afnemende inflatiedruk. Vanuit beleggingsperspectief waren dit vooral voor aandelenbeleggers bijzonder goede jaren, maar ook obligatiebeleggers profiteerden van de dalende rentes. Een enigszins vergelijkbare periode, zowel vanuit economisch als beleggingsperspectief, had zich overigens ook al eerder voorgedaan, namelijk tussen begin jaren '50 en halverwege de jaren '60 van de vorige eeuw. Hoe realistisch het is dat een dergelijk gunstig scenario zich ook de komende jaren weer gaat voordoen, valt te bezien.



Tegen eind 2021 waren het sterke economische groeiherstel en de stijgende koersen op aandelenbeurzen en andere markten voor 'risky assets' (zoals cryptovaluta's) voor optimisten nog wel aanleiding om te dromen over 'the roaring 20's', maar daar hebben we het afgelopen halfjaar weinig meer van vernomen.

Naast 'stagflatie' (lage groei, hoge inflatie), 'secular stagnation' (lage groei, lage inflatie) en 'Goldilocks' (hoge groei, lage inflatie) blijft er nog één combinatie van groei en inflatie over, namelijk die van hoge groei met hoge inflatie. Een dergelijk 'groeiflatie'-regime heeft zich in de afgelopen 75 jaar in ieder geval één keer voorgedaan, namelijk in de jaren van wederopbouw direct na de Tweede Wereldoorlog. Hoewel in veel opzichten onvergelijkbaar met de huidige situatie, vallen er wel enige parallellen te trekken, die pleiten voor een mogelijk 'groeiflatie'-scenario in de komende jaren. De 'wederopbouw' van economieën na de coronapandemie en een verhoopt einde van de oorlog in Oekraïne kan de economische groei aanjagen. Daarbij kan de energietransitie potentieel zorgen voor zowel voorlopig bovengemiddeld hoge inflatie als hogere investeringen, en daarmee hogere economische groei. Overigens is een dergelijk scenario niet perse gunstig voor beleggers, als we de naoorlogse periode als referentiekader nemen. Relatief hoge inflatie zorgt voor hoog blijvende rentes, wat een drukkend effect heeft op de rendementen van zowel obligaties als aandelen.

'Of/of' of 'en/en'...?

In bijgaande tabel hebben we enkele kenmerken van de verschillende economische 'regimes' in de afgelopen 75 jaar op een rijtje gezet. Vanwege de beschikbaarheid van data is daarbij gekozen voor cijfers over de Amerikaanse economie en financiële markten,



maar in grote lijnen is het beeld voor Europa niet heel anders, voor zover dat op basis van wel beschikbare data valt te beoordelen.

Tabel: 'economische regimes' VS sinds 1945

Tijdvak	Economisch regime	BBP-groei 'reëel (1)	Inflatie '(2)	BBP-groei 'nominaal (1) + (2)	Basisrente (Fed)	Kapitaalmarktrente (10-jaars)	Aandelenrendement (S&P 500-index)
1946-1950	'Groeiflatie' I	4,1%	6,2%	10,3%	1,2%	2,3%	2,0%
1951-1965	'Goldilocks' I	4,1%	1,8%	5,9%	3,1%	4,0%	10,2%
1966-1977	'Stagflatie' I	3,4%	5,6%	9,0%	6,5%	6,5%	0,2%
1978-1982	'Stagflatie' II	2,0%	9,7%	11,7%	12,2%	11,3%	10,2%
1983-2000	'Goldilocks' II	3,7%	3,3%	7,0%	6,4%	7,7%	14,1%
2001-2020	'Secular stagnation'	1,8%	2,0%	3,8%	1,5%	3,0%	6,0%
2021-2022	'Stagflatie' III?	4,1%	5,5%	9,6%	0,3%	1,7%	0,0%

Bron: Bloomberg, Robert Shiller (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>); NB genoemde percentages zijn gemiddeldes op jaarbasis over de betreffende periodes.

De grote vraag blijft natuurlijk welk economisch regime voor de toekomst het meest aannemelijk is, en wat dat voor beleggers betekent. Voor het beantwoorden van die vraag is het goed eerst te bedenken welke (beleggings-) horizon relevant is. Zo is op langere termijn het 'secular stagnation'-regime wellicht nog altijd het meest relevant, omdat de structurele factoren die bepalend zijn geweest voor de afgelopen 20 jaar, zoals verslechterde demografische vooruitzichten en lage productiviteit, niet ineens zijn verdwenen. Op een kortere horizon, zeg de komende 10 jaar, kunnen daar de meer 'actuele' thema's van post-pandemie herstel en energietransitie (mogelijk versterkt en versneld door de oorlog in Oekraïne) doorheen spelen.

Die thema's pleiten wellicht eerder voor een 'groeiflatie'-regime, maar ook een hernieuwde 'Goldilocks'-periode valt dan niet helemaal uit te sluiten. Daarbij lijkt het redelijk te veronderstellen dat, in tegenstelling tot de afgelopen decennia, de 'drivers' van toekomstige economische groei eerder bedrijfsinvesteringen en overheidsbestedingen zullen zijn dan consumentenbestedingen en internationale handel.

Hoe dan ook lijkt het aannemelijk dat we op korte termijn, d.w.z. op een horizon van zeg 6-18 maanden, eerst door de zure appel van 'stagflatie' heen moeten bijten. Met vooralsnog matige groeivoorzichten, aanhoudend hoge inflatie en oplopende rentes zijn de beleggingsvoorzichten wat ons betreft op korte termijn niet geweldig, en dat geldt eigenlijk in meer of mindere mate voor (vrijwel) alle beleggingscategorieën. Op langere termijn achten wij een 'secular stagnation'- of, in een gunstiger geval, een 'groeiflatie'-regime waarschijnlijker dan een 'Goldilocks'-regime. Op basis van de ervaringen van de afgelopen 75 jaar betekent dat dat wij ook op een langere beleggingshorizon rekening houden met relatief gematigde beleggingsrendementen. Gelukkig kan de echte optimist zich nog altijd vasthouden aan de disclaimer dat in het verleden behaalde resultaten geen garantie bieden voor de toekomst...



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, 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.

ASR Vermogensbeheer N.V.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asr.nl