

## September 2021: rentes verder omhoog, maar aandelen niet

September 2021 leverde (eindelijk) een draai op in het beurs sentiment: voor de eerste keer sinds oktober 2020 lieten aandelenkoersen een duidelijke daling zien. Lange rentes stegen wel verder door.

In de eerste helft van het derde kwartaal waren lange rentes in zowel Europa als de VS nog met zo'n 25 basispunten gedaald, maar in de tweede helft, en zeker ook in september, was het beeld omgekeerd. Dat betekende dat Europese staatsobligaties in september een negatief rendement opleverden, terwijl het rendement over het hele derde kwartaal gemeten precies op 0% uitkwam. Over heel 2021 staan lange rentes nog altijd hoger, waarmee Europese staatsobligaties dit jaar tot nu toe de slechtst presterende beleggingscategorie is. Overigens blijven 10-jaars rentes in Nederland en Duitsland in absolute zin nog altijd licht negatief, ondanks de rentestijgingen dit jaar. In het VK zijn rentes opgelopen tot 1% voor de 10-jaars rente. Dat is hoger dan de 10-jaars rente in bijv. Spanje (0,4%) en Italië (0,8%).

De hogere rentes drukten in september ook de rendementen op bedrijfsobligaties, al waren die wel minder negatief dan de rendementen op staatsobligaties. Over het hele derde kwartaal gemeten waren de rendementen op bedrijfsobligaties licht positief, waarbij 'high yield'-obligaties iets beter presteerden dan 'investment grade'-obligaties.

Het meest opvallend in september waren de ontwikkelingen op aandelenbeurzen. Na een lange periode van vrijwel continu stijgende aandelenkoersen, daalden de koersen op de meeste aandelenbeurzen in september. Een uitzondering vormde de Japanse beurs, waar het opstappen van premier Suga als positief nieuws ontvangen werd. Daarmee leverde ook de MSCI Asia Pacific-index, als de enige van de grote aandelenregio's, in september een positief rendement op. De Amerikaanse beurs behoorde tot de sterkste dalers, maar dankzij de waardestijging van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro, presteerde de MSCI North America-index in euro's gemeten in september toch iets minder slecht dan de MSCI Europe-index (respectievelijk -2,5% en -3,0%). Ook de MSCI Emerging Markets-index presteerde relatief goed (-1,8% in september), maar over het hele derde kwartaal (en heel 2021) gemeten zijn opkomende markten nog wel altijd de slechtst presterende aandelenregio.

De draai in het beurs sentiment was niet alleen toe te schrijven aan hogere rentes, maar zeker ook aan de problemen bij de Chinese projectontwikkelaar Evergrande tegen het einde van september. Mede om die reden was Europees beursgenoteerd vastgoed in september verreweg de slechtst presterende beleggingscategorie, met een rendement op maandbasis van -7,6%.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	september	3e kwartaal	2021	12 maanden
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-1,2%	0,0%	-2,9%	-1,7%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-0,6%	0,1%	-0,3%	1,7%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-0,1%	0,6%	3,7%	9,0%
MSCI Europe Onroerend Goed	-7,6%	-1,8%	3,3%	18,0%
MSCI Europe Aandelen	-3,0%	0,7%	16,2%	28,8%
MSCI North America Aandelen	-2,5%	2,9%	22,2%	31,7%
MSCI Asia Pacific Aandelen	0,4%	-1,8%	6,5%	19,7%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-2,1%	2,4%	18,6%	28,5%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-1,8%	-5,6%	4,8%	19,6%
EUR/USD	-2,2%	-2,7%	-5,8%	-1,2%

Bron: Bloomberg

# Terugblik

5 oktober 2021

α.s.r.  
de nederlandse  
vermogens  
beheerders

## *Groeivooruitzichten Europa verbeterd, maar voor de VS en China juist verslechterd*

Het herstel van de wereldeconomie zet nog altijd door. Vooral in ontwikkelde landen lopen vaccinatiegraden op, terwijl besmettingsgraden afnemen en coronarestricties worden afgebouwd. Economen gaan er van uit dat de wereldeconomie over heel 2021 met 6% groeit ten opzichte van 2020. Het herstel wordt gedragen door de VS en China, met verwachte groeipercentages van respectievelijk 6% en 8% in 2021. Opvallend is wel dat de economische groeiverwachtingen voor de VS voor 2021 in het afgelopen kwartaal zijn gedaald, terwijl die voor de EU juist zijn gestegen. Een belangrijke reden hiervoor is dat de vaccinatiegraad in de EU sterk is gestegen in het afgelopen kwartaal (van 51% in het tweede kwartaal naar 67% nu), terwijl die van de VS nagenoeg gelijk is gebleven (op 63%).

In de VS wordt het herstel gedragen door de enorme overheidsstimulering en de dalende werkloosheid. Die is gedaald van 6,3% in januari 2021 naar 5,2% in augustus. In de EU speelt naast de stimulus het herstel van de dienstensector een belangrijke rol. Die trekt aan naarmate coronamaatregelen worden afgeschaald. Binnen Europa gaat het relatief slecht met het VK, dat kampt met de gevolgen van Brexit en een dreigende energiecrisis als gevolg van sterk gestegen gasprijzen.

## *Neerwaartse risico's voor wereldeconomie nemen toe*

Hoewel een aanhoudend economisch groeierstel ons basisscenario blijft, lijkt dat scenario de komende tijd wel meer omgeven door neerwaartse risico's. Een van de grootste risico's voor de wereldeconomie blijft een eventuele negatieve wending in de coronacrisis, bijvoorbeeld al gevolg van een nieuwe mutatie die besmettelijker en/of dodelijker is, waardoor nieuwe lockdowns en/of vaccinaties nodig zouden zijn. Een ander risico is de verwachte afbouw van stimulering vanuit centrale banken en overheden naarmate economieën weer oprabbelen. Het afschalen van stimulus zonder het herstel om zeep te helpen, is een zeer delicate 'balanceeract', waar centrale banken en overheden niet een bijzonder goed track record in hebben.

Een derde risico wordt gevormd door een mogelijke sterke groeivertraging in China. In september werd het sentiment op financiële markten in belangrijke mate bepaald door de Chinese vastgoedgigant Evergrande, de derde grootste vastgoedontwikkelaar (op basis van omzet) in China. Deze had problemen het betalen van de rente op haar uitstaande USD obligaties. Het risico hierbij is niet zozeer dat Amerikaanse of Europese beleggers veel exposure hebben naar Evergrande, maar vooral dat de situatie met Evergrande een eerste teken kan zijn dat de enorme schuldenberg van de Chinese economie haar parten speelt en dat er een financiële crisis (en daardoor een economische recessie) komt in China. Aangezien China inmiddels grofweg een vijfde van de wereldeconomie bedraagt, zou dat ook wereldwijde gevolgen hebben.

## *Opkomende markten blijven bovengemiddeld kwetsbaar*

Meer in het algemeen geldt dat opkomende markten op dit moment kwetsbaar ogen. Vaccinatiegraden zijn nog laag en overheden en centrale banken zijn minder in staat om economieën te ondersteunen. Dit heeft ertoe geleid dat het economisch herstel daar beduidend minder snel gaat. Het zorgt er ook voor dat er nieuwe coronavirus varianten kunnen ontstaan (die kunnen overwaaien naar ontwikkelde landen) en dat nieuwe lockdowns nodig zijn in opkomende markten. Dat laatste kan ontwikkelde landen raken omdat veel internationale waardeketens door opkomende markten (met name Azië) lopen. Lockdowns in Chinese havengebieden bijvoorbeeld zijn deels verantwoordelijk voor de inputtekorten waar Duitsland mee kampt en de hoge prijzen van internationaal containervervoer.

# Terugblik

5 oktober 2021

α.s.r.  
de nederlandse  
vermogens  
beheerders

Daarnaast speelt dat opkomende markten gevoelig zijn voor het monetaire beleid van de VS. Als de rente in de VS onverwacht hard stijgt (en daardoor de Amerikaanse dollar sterker wordt), kan dat leiden tot het wegvloeien van kapitaal uit opkomende markten (omdat het renteverskil tussen de twee gebieden kleiner wordt). Dit zal o.a. leiden tot depreciërende munten van die landen, wat mogelijk een financiële crisis teweeg zou kunnen brengen. Sommige opkomende markten hebben namelijk aanzienlijke schulden in buitenlandse valuta, zoals Turkije, Argentinië en Indonesië.

*Inflatiedruk duidelijk toegenomen, maar kans op 'stagflatie' in EU of VS blijft klein*

De inflatiedruk is de afgelopen tijd sterk opgelopen, en zal ook het komende kwartaal een belangrijk thema blijven. In de VS is de 'headline' inflatie in augustus opgelopen tot 5,3% jaar-op-jaar en in de eurozone tot 3,4% in september. Het lijkt aannemelijk dat de toenemende inflatiedruk in ontwikkelde landen tijdelijk is. Het is vooral een uitvloeisel van cyclische factoren namelijk (i) basis-effecten (lagere prijzen in 2020), (ii) tekorten aan de aanbodkant (bijvoorbeeld van computerchips), (iii) hogere olie- en gasprijzen, (iv) 'opgehoopte' vraag van 2020 die nu tot uiting komt en (v) grote hoeveelheden stimulus van centrale banken en de overheid. Deze cyclische factoren zullen waarschijnlijk niet langdurig aanhouden. Vooralsnog lijken de korte termijn prijsstijgingen zich op financiële markten (bijv. inflatieswaps) ook niet door te vertalen in veel hogere lange termijn inflatieverwachtingen. Voor een hogere inflatie op de lange termijn is een loon-prijs spiraal noodzakelijk en dat zien we nog niet snel gebeuren.

Hoewel we ervan uitgaan dat de hogere inflatiedruk grotendeels tijdelijk zal blijken, bestaat wel het risico dat we te maken krijgen met een combinatie van zwakkere economische groei en inflatie, een zogenaamd 'stagflatie'-scenario. Hoewel de kans op dit scenario is gestegen, blijft het wat ons betreft een niet heel waarschijnlijk scenario. De ervaring leert dat 'stagflatie' vooral optreedt bij een aanbodschok, in combinatie met te lang aanhoudend ruim monetair beleid, zoals in de jaren '70 van de vorige eeuw. We gaan ervan uit dat centrale banken de lessen van toen hebben geleerd, en zullen ingrijpen als prijzen te sterk zouden stijgen. Bovendien geldt dat inflatie zelfvernietigend is als deze niet wordt opgevolgd door evenredige loonstijgingen.

*Afbouw 'kwantitatieve verruiming (QE)' nabij, maar renteverhogingen voorlopig nog niet*

In ons basisscenario gaan we ervan uit dat centrale banken niet op korte termijn zullen ingrijpen via hogere beleidsrentes. Daar is het economisch herstel nog te kwetsbaar voor. Eerder zullen centrale banken kiezen voor een afbouw van hun aankoopprogramma's van obligaties. In de VS heeft de Fed al expliciet aangegeven hiermee op korte termijn te beginnen ('tapering'). Ook de ECB heeft al plannen aangekondigd om haar opkoopprogramma (de 'PEPP') terug te schroeven, al is de verwachting dat dit deels zal worden opgevangen door een stijging van het eerdere opkoopprogramma (de 'APP').

In de VS zal een eerste renteverhoging door de Fed naar verwachting nog minimaal een jaar op zich laten wachten, en een eerste rentestap van de ECB zal naar verwachting nog langer duren. Ook van andere grote centrale banken hoeven we op korte termijn geen renteverhogingen te verwachten. In Japan staat de beleidsrente al jaren op -0,1%, en gezien de structureel lage inflatie daar (momenteel op -0,4%) en het relatief zwakke economische herstel zien we daar ook geen verandering in op korte termijn. Tot voor kort gingen markten er wel vanuit dat de Britse centrale bank, de Bank of England (BoE) haar beleidsrente zou verhogen, maar gezien de energiecrisis daar is de kans daarop ondertussen ook wat afgenomen.

# Terugblik

5 oktober 2021

α.s.r.  
de nederlandse  
vermogens  
beheerders

*Bij oplopende inflatiedruk en hogere rentes, toch maar liever aandelen dan staatsobligaties*

Inflatiedruk, de vorm van het economisch herstel (voor een belangrijk deel gedreven door het verloop van het coronavirus) en aankomende monetaire verkrapping lijken de belangrijkste thema's voor financiële markten het komende kwartaal. Economisch herstel, inflatie en hogere rentes zijn in principe gunstig voor relatief 'risicovolle' beleggingscategorieën, zoals aandelen en beursgenoteerd vastgoed, en ongunstig voor staatsobligaties. Daarnaast zijn aandelenprijzen wat gezakt sinds vorig kwartaal, waardoor ze relatief 'goedkoper' zijn en staatsobligaties relatief 'duurder'.

Daar staat tegenover dat de vastgoedperikelen in China, achterlopende vaccinatiegraden in opkomende markten en mogelijke monetaire verkrapping in ontwikkelde landen kunnen zorgen voor meer volatiliteit op aandelenmarkten. Voor bedrijfsobligaties geldt dat ze, net als aandelen, relatief meer zullen profiteren van het economisch herstel dan staatsobligaties, al zal dat meer gelden voor high-yield bedrijfsobligaties en minder voor investment-grade bedrijfsobligaties.

# Terugblik

5 oktober 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](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.