

Markupdate

25 mei 2022

2022: het jaar van 'turbo-stagflatie'?

Tegenvallende economische groei en prijzen die de pan uitrijzen: 2022 lijkt een typisch 'stagflatie'-jaar te worden. De vergelijking met de jaren '70 van de vorige eeuw is dan snel gemaakt, maar is die terecht? Voorlopig lijken de verschillen groter dan de overeenkomsten.

Tegen het einde van 2021 waren de verwachtingen voor de wereldeconomie voor 2022 nog behoorlijk hooggespannen, maar dat is de afgelopen maanden wel veranderd. Inmiddels is de vraag eerder of een wereldwijde recessie dit jaar nog te voorkomen valt. In het eerste kwartaal van 2022 balanceerden veel landen in ieder geval al op het randje van een recessie. In China en Europa was de economische groei op kwartaalbasis nog wel licht positief, maar de Amerikaanse en Japanse economieën krompen juist licht ten opzichte van het kwartaal ervoor.

Tegelijkertijd is de inflatiedruk in veel landen opgelopen tot de hoogste niveaus in 40 jaar. In de eurozone liggen de consumentenprijzen nu gemiddeld 7,5% hoger dan een jaar geleden, in het VK 9% en in de VS 8,5%. Zelfs in Japan, dat al zo'n 30 jaar vecht tegen deflatie, bedraagt de inflatie nu 2,5% jaar-op-jaar. Het kan natuurlijk nog veel extremer: in Rusland en Oekraïne is de inflatie inmiddels opgelopen richting 20%, terwijl beide economieën tegelijkertijd een zware recessie doormaken, en in Turkije bedraagt de inflatie zelfs 70% jaar-op-jaar.



Een combinatie van stagnerende economische groei en hoge inflatie is vanuit de economische theorie niet heel logisch, en in de praktijk ook vrij uitzonderlijk. In de enigszins recente geschiedenis is dit eigenlijk alleen in de jaren '70 van de vorige eeuw in meerdere landen tegelijk voorgekomen. Uit die tijd stamt dan ook de term 'stagflatie'. Het is nu voor het eerst sinds begin jaren '80 dat die term weer regelmatig in de media opduikt.

Jom Kippoer en ayatollah Khomeini: stagflatie in de jaren '70

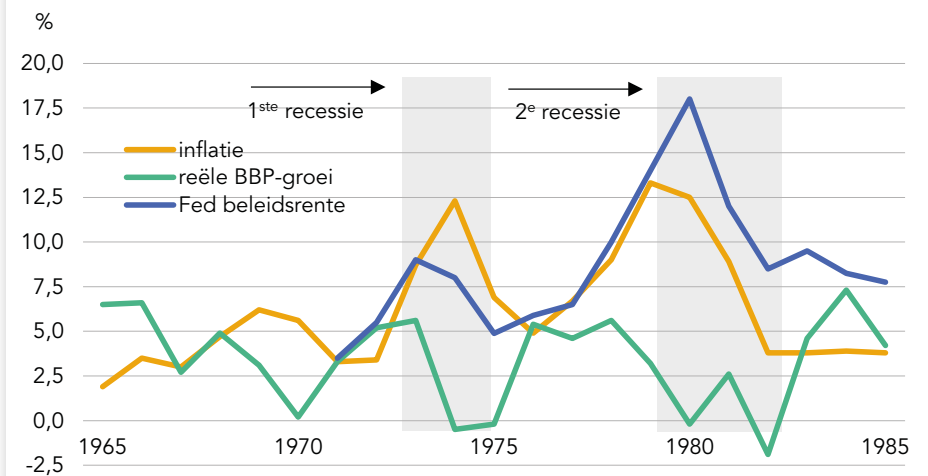
Als directe aanleiding voor de stagflatie van de jaren '70 wordt meestal het olie-embargo genoemd dat OPEC in oktober 1973 instelde tegen landen die Israël hadden gesteund in de 'Jom Kippoer'-oorlog, waaronder de VS, het VK en Nederland. De economieën van deze landen waren in die tijd sterk afhankelijk van vooral uit Arabische landen geïmporteerde olie. Het dichtdraaien van de olieraan door OPEC zorgde dan ook voor een sterke stijging van de olieprijs (en in Nederland o.a. ook voor de 'autoloze zondag') en een daaropvolgende economische neergang. Centrale banken probeerden de negatieve economische effecten te compenseren met renteverlagingen, maar wakkerden daarmee de inflatie alleen maar verder aan.

Na deze 'eerste oliecrisis' volgde in 1979-1980 een tweede. De aanleiding voor deze 'tweede oliecrisis' was een sterke terugval van de olieproductie van Iran, na de Iraanse revolutie die ayatollah Khomeini aan de macht bracht, en de daaropvolgende Iran-Irak oorlog. Terwijl de olieprijs weer scherp steeg, en veel westerse economieën opnieuw in recessies wegzakten, was de beleidsreactie nu anders. In de VS besloot de vers aangetreden Fed-voorzitter Paul Volcker inflatiebestrijding voorrang te geven boven economische groei. Toen de inflatie

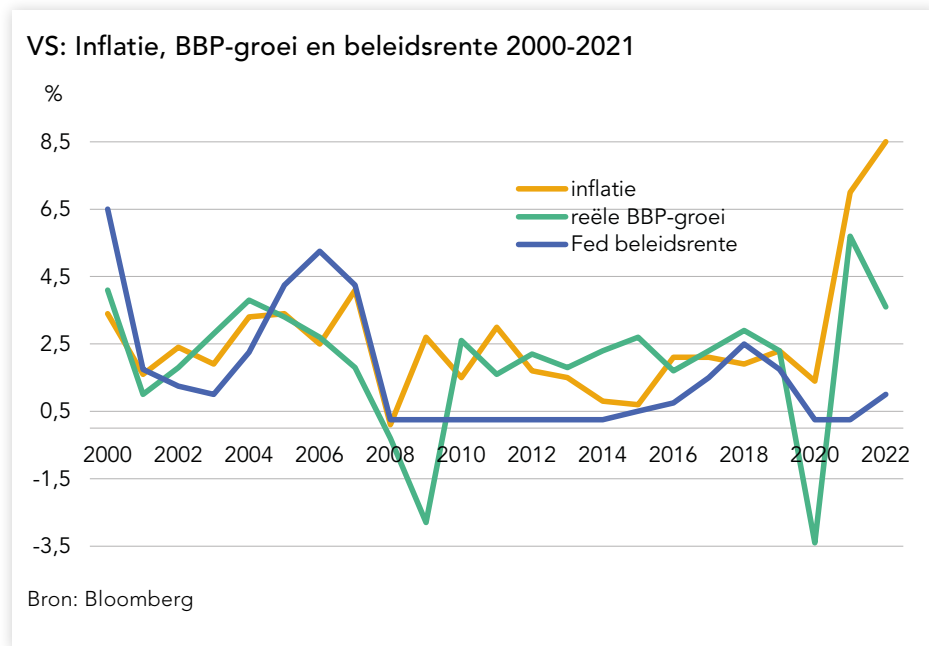
in 1980 was opgelopen richting 15%, verhoogde de Fed in snel tempo de beleidsrente tot 20%. De inflatie verdween vervolgens als sneeuw voor de zon, maar wel ten koste van een diepe 'double dip'-recessie in 1981-1982.

De stagflatie die de jaren '70 zo had gekenmerkt, was dankzij het doortastende optreden van Volcker verdwenen en is daarna ook niet meer voorgekomen, in ieder geval niet in westerse economieën. De decennia erna werden juist gekenmerkt door het tegenovergestelde: relatief hoge economische groei, in combinatie met lage inflatie. Zeker in de jaren '10 van deze eeuw was de uitdaging voor centrale banken vooral het voorkomen van te lage inflatie (of 'deflatie') in plaats van te hoge inflatie.

VS: Inflatie, BBP-groei en beleidsrente 1965-1985



Bron: Bloomberg



Stagflatie in 2022: olie ook nu de boosdoener?

Net als in de jaren '70 is ook nu de olieprijs een belangrijke drijfveer achter de opgelopen inflatiedruk en de verslechterde economische vooruitzichten, en ook nu is de hogere olieprijs, in ieder geval ten dele, toe te schrijven aan een militair conflict. Na het begin van de Russische invasie in Oekraïne op 24 februari 2022 steeg de prijs van een vat ruwe Brent-olie met ruim 30%, van minder dan 100 dollar naar bijna 130 dollar. Inmiddels is de olieprijs wel weer gedaald, maar nog wel altijd ruimschoots hoger dan vóór het uitbreken van de oorlog in Oekraïne. Daarbij past wel een belangrijke kanttekening: ook voor het begin van de oorlog in Oekraïne liet de olieprijs al langere tijd een stijgende lijn zien. Vanaf het dieptepunt van de coronacrisis in april



2020 tot 24 februari 2022 was de olieprijs al bijna vervijfvoudigd, van ca. 20 dollar tot bijna 100 dollar per vat.

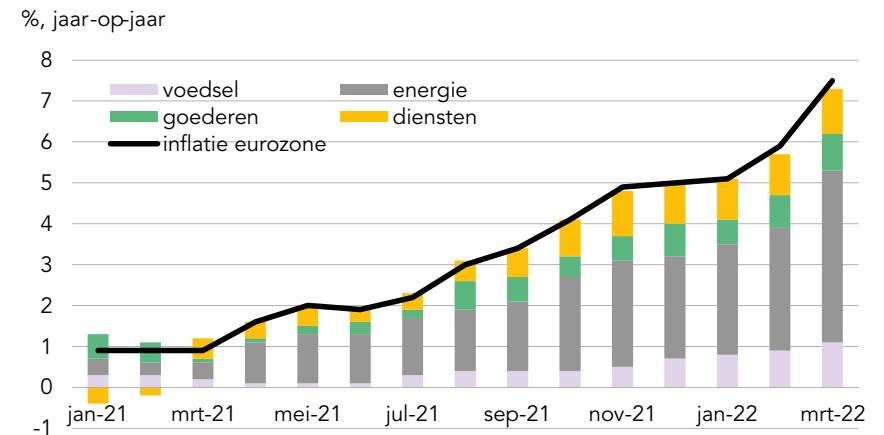
De sterke stijging van de olieprijs in de afgelopen twee jaar is geen teken van economische zwakte, maar juist vooral een teken van de kracht van het wereldwijde economische groeiherstel sinds het voorjaar van 2020. Dat is dan ook een belangrijk verschil met de jaren '70, toen een hogere olieprijs samenging met economische neergang. Nu is het beeld aanzienlijk minder eenduidig. Sinds de jaren '70 zijn westerse economieën door energiebesparende maatregelen en alternatieve energiebronnen minder afhankelijk geworden van olie, zodat het effect op de groei- en inflatievooruitzichten ook minder groot is. Daarbij geldt voor Europa nog wel altijd dat de 'aanbodschok' van een hogere olieprijs als gevolg van oorlog per saldo slecht is voor de economische groei, maar de VS bijvoorbeeld produceert inmiddels (bijna) net zoveel olie als dat het consumeert, zodat de negatieve economische gevolgen daar relatief beperkt zijn.

Bron: Bloomberg

Loon-prijsspiraal' een reëel risico voor de VS, maar (nog) niet voor Europa

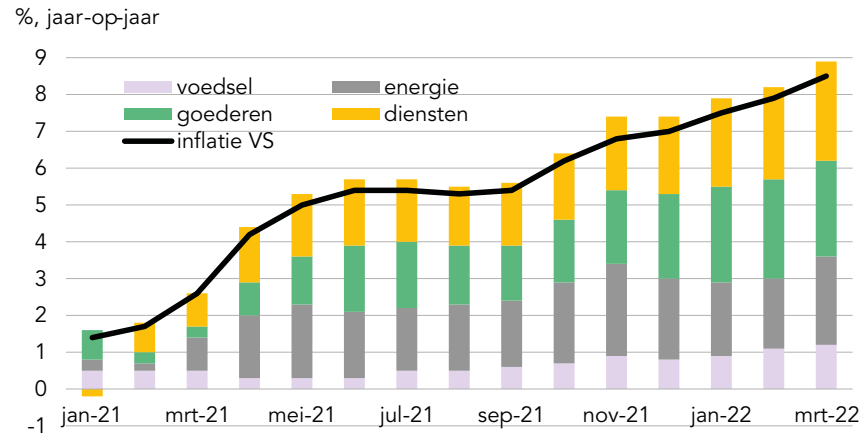
In tegenstelling tot de VS is Europa niet zelfvoorzienend op het gebied van olie, en nog minder als het gaat om gas. Voor Europa is de stijging van de energieprijzen dan ook veel meer een verklarende factor voor de hoge inflatie dan in de VS. Dit blijkt duidelijk uit de verschillen in 'headline inflatie' en 'kerninflatie' in de VS en Europa. De 'headline' inflatie ligt in de VS nu rond 8,5% en in de eurozone rond 7,5%. Bij de 'kerninflatie', waar voedings- en energieprijzen niet worden meegerekend, is het verschil veel groter: 6,2% in de VS, maar 'slechts' 3,5% in de eurozone. Met andere woorden: de energieprijzen zijn veel bepalender voor de Europese inflatie dan voor de Amerikaanse inflatie.

Inflatedruk eurozone vooral hoger door energieprijzen



Bron: Bloomberg

Inflatiedruk VS wordt breder gedragen

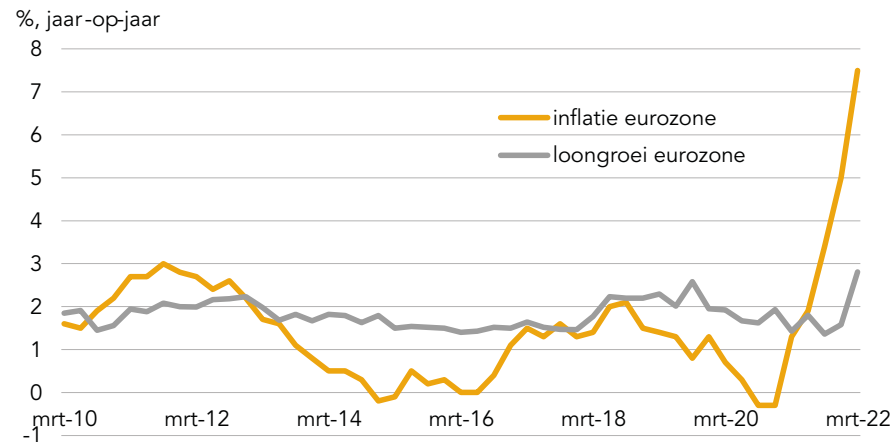


Bron: Bloomberg, US Bureau of Labour Statistics

Het lijkt erop dat de inflatiedruk in de VS meer bepaald wordt door de naweeën van de coronapandemie dan door Oekraïne-gerelateerde factoren. Zo heeft het economisch groeiherstel in de VS, in combinatie met (te?) veel fiscale stimulering door de Amerikaanse overheid, geleid tot toenevende krapte op de arbeidsmarkt, en daarmee tot oplopende loondruk. In de VS stijgen de uurlonen inmiddels met gemiddeld 5,5% ten opzichte van een jaar geleden. Dit is nog altijd niet genoeg om werknemers volledig te compenseren voor de gestegen prijzen, maar het koopkrachtverlies blijft daar nu wel redelijk beperkt. De dreiging van een 'loon-prijs spiraal', zoals we die nog kennen uit de jaren '70, is daarmee reëler geworden, en in ieder geval meer reëel dan in Europa.

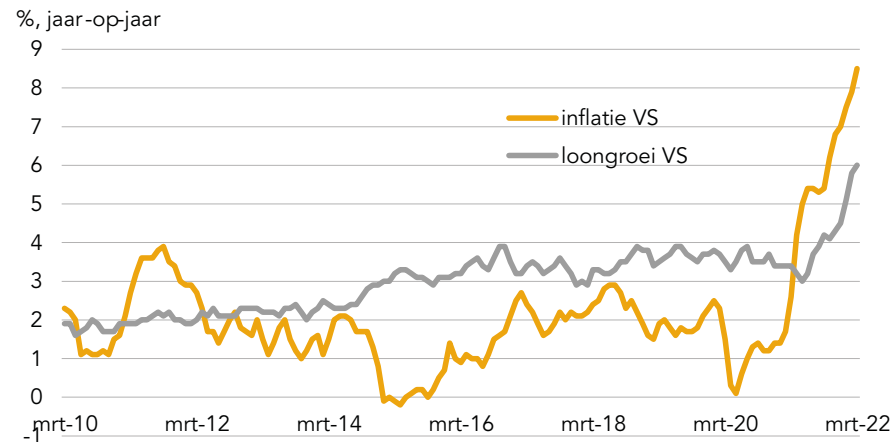


Loongroei en inflatie in de eurozone



Bron: Bloomberg, Eurostat

Loongroei en inflatie in de VS



Bron: Bloomberg, Atlanta Fed wage growth tracker

China kampt met 'zero Covid', andere opkomende markten met voedselprijzen

Naast krapte op de arbeidsmarkt, zijn zowel in Europa als in de VS de naweën van de coronapandemie ook terug te zien in capaciteitstekorten die worden veroorzaakt door logistieke problemen, zoals de verstoorde aanvoerlijnen vanuit China. Hoewel in Europa en de VS de dreiging van 'Covid-19' inmiddels naar de achtergrond is gedrongen, geldt dat zeker niet voor China. Daar leidt het 'zero Covid'-beleid van de Chinese autoriteiten, in combinatie met een relatief lage vaccinatiegraad, nog altijd tot 'lock-downs', zoals recent nog in de grote havensteden Shanghai en Shenzhen. Deze zorgen zowel voor hogere prijzen in Europa en de VS als voor economische groei problemen in China.

Ook andere opkomende markten dan China kampen met verslechterde economische vooruitzichten en hogere prijzen. Voor die landen zijn dan weer veelal de sterk gestegen voedselprijzen de grootste bedreiging. Door de oorlog in Oekraïne is de export van graan, zonnebloemolie en andere landbouwproducten uit zowel Oekraïne als Rusland grotendeels stil gevallen. Vooral in het Midden-Oosten en Noord-Afrika dreigen daardoor nu voedseltekorten, maar ook in diverse Aziatische landen, zoals Sri Lanka, zijn de spanningen als gevolg van tekorten en hoge prijzen sterk opgelopen.

2022: 'a perfect storm' voor stagflatie

Al met al zijn de redenen voor de hoge inflatiedruk en de verslechterde economische vooruitzichten sterk uiteenlopend voor verschillende landen en regio's. Dat is dan ook gelijk een groot verschil met de stagflatie van de jaren '70 van de vorige eeuw, toen de twee opeenvolgende oliecrises de belangrijkste bron van de economische problemen waren. Een ander verschil is dat stagflatie toen opbouwde over een periode van zo'n zes jaar, van 1973 tot het drastische ingrijpen van de Fed in 1980-1981. Nu lijken alle problemen die de wereldeconomie richting stagflatie duwen tegelijk te komen, met de (naweeën van de) coronapandemie en de oorlog in Oekraïne als belangrijkste aanleidingen.

In plaats van langdurige stagflatie zoals in de jaren '70, dreigt 2022 nu eerder een jaar van 'turbo-stagflatie' te worden. In ieder geval een deel van de problemen die nu tot hogere inflatiedruk en slechtere groeivoorzichten leiden, lijkt van tijdelijke aard. Zo zullen de effecten van het extreem ruime begrotingsbeleid van overheden uit de coronajaren 2020 en 2021 geleidelijk uitgewerkt raken. Ook de logistieke problemen als gevolg van zowel het 'zero Covid'-beleid van de Chinese regering als de oorlog in Oekraïne zullen (hopelijk) niet jarenlang aanhouden. Dit is in ieder geval het scenario waar economen en ook financiële markten vanuit gaan. De consensus-verwachting van economen (volgens Bloomberg) is dat de inflatie in de eurozone na een piek van gemiddeld 6,7% dit jaar in 2023 alweer zal terugvallen naar 2,5%, en in 2024 naar 2%. Voor de VS wordt voor deze jaren een iets hogere inflatie, maar verder vergelijkbare ontwikkeling verwacht als in Europa. Overigens gaan diezelfde economen er ook vanuit dat een recessie nog lang geen zekerheid is. Voor zowel Europa als de VS wordt voor dit jaar



gerekend op een economische groei van 2,7%, en voor 2023 en 2024 op een groei rond 2%.

Veel onzeker in 2022, maar één zekerheid: hogere rentes

Waar de stagflatie-periode van de jaren '70 en de huidige situatie in veel opzichten verschillend lijken, is er in ieder geval ook wel één overeenkomst. Centrale banken zullen, net als de Fed in 1980-1981, rentes verhogen, wat een duidelijke trendbreuk betekent met het monetaire beleid van de afgelopen jaren. In de VS is de Fed inmiddels begonnen met de rente te verhogen, net als de Bank of England in het VK. De ECB is nog niet zover, maar zal zoals de zaken er nu voor staan in ieder geval vóór eind september de basisrente hebben verhoogd tot 0%. Voor eind 2022 rekenen financiële markten nu op een basisrente in de VS van 2,5-3% en in de eurozone van 0-1%. De vraag is nu vooral wat daarna zal gebeuren. Sommige analisten verwachten dat de Fed volgend jaar de rente verder zal moeten verhogen tot wel 5-6% om de inflatie te beteugelen, maar de rentemarkt denkt dat het in de VS wel bij een basisrente van rond 3% zal blijven. Voor de eurozone is het aannemelijk dat er ook in 2023 in ieder geval nog wel 1-2 renteverhogingen zullen volgen.

Voor beleggers is een 'stagflatie'-scenario niet gunstig, als we de jaren '70 als referentiekader hanteren. Monetaire verkrapping, in de vorm van hogere basisrentes, zorgen ook voor opwaartse rentedruk op kapitaalmarkten, en hogere kapitaalmarktrentes betekenen lagere obligatiekoersen. Dat geldt dan zowel voor staats- als bedrijfsobligaties. De hogere rentes zijn ook nadelig voor andere beleggingscategorieën, zoals aandelen en vastgoed, maar daar staat tegenover dat die op langere termijn wel als 'inflatiehedge'

gelden. Zo leverden Amerikaanse aandelen in de eerste helft van de 'stagflatie'-periode van de jaren '70 (van begin 1974 tot eind 1977) afgerond 0% rendement op, maar in de tweede helft (van begin 1978 tot eind 1981) gemiddeld 7,5% per jaar. Wat beleggingsrendementen betreft is 2022 in ieder geval tot nu toe een duidelijk 'eerste fase stagflatie'-jaar gebleken. Rentes op Europese staatsobligaties zijn dit jaar met 100-150 basispunten gestegen, terwijl aandelenkoersen wereldwijd met 10-20% gedaald zijn. Voor financiële markten is 2022 nu al een 'turbo-stagflatie jaar'.

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.asrvermogensbeheer.nl