

# Terugblik

9 november 2021

α.s.r.  
de nederlandse  
vermogens  
beheerders

## Oktober 2021: goede maand voor aandelen, maar niet voor obligaties

Oktober 2021 was een bijzonder goede maand voor Europese en Amerikaanse aandelenbeurzen, maar minder voor Aziatische aandelen en opkomende markten. Ondertussen stegen lange rentes verder door.

Terwijl aandelenbeurzen in oktober de wind in de rug hadden van economisch groeiherstel en vooral ook van boven verwachting goede winstcijfers van bedrijven (zeker in Europa en de VS), werd de stemming op obligatiemarkten bedorven door angst voor oplopende inflatiedruk en hogere rentes. Lange rentes liepen op en zorgden daarmee voor negatieve rendementen op staatsobligaties, zoals dat in feite al het grootste deel van 2021 (afgezien van de zomermaanden) het geval is. De rente op 10-jaars Nederlandse staatsobligaties eindigde oktober zelfs boven 0%. Het was voor het eerst in 2,5 jaar tijd dat dat per maandultimo het geval was. Hogere rentes drukten ook de rendementen op bedrijfsobligaties. Dat werd niet gecompenseerd door krappere 'spreads' op bedrijfsobligaties, want die bleven vrijwel onveranderd. Per saldo behaalden zowel Europese staats- als bedrijfsobligaties, en binnen die laatste categorie zowel 'investment grade'- als 'high yield'-obligaties, negatieve rendementen van ca. 0,6%.

Zoals gezegd was de stemming op aandelenbeurzen aanzienlijk beter. Zeker voor Amerikaanse aandelen was oktober een topmaand, in een toch al bovengemiddeld goed beursjaar. Met een rendement van ruim 7% op de MSCI North America-index werd het verlies van september (-2,5%) ruimschoots goedgemaakt. Over heel 2021 gemeten staat de Amerikaans beurs nu ruim 30% in de plus. Daarmee vergeleken blijven Europese aandelenbeurzen wel achter, al mogen aandelenbeleggers ook hier niet klagen met een maandrendement in oktober van 4,7% en een jaarrendement tot nu toe van ruim 20% voor de MSCI Europe-index. Beleggers in Aziatische aandelen en aandelen opkomende markten hadden het in oktober minder getroffen, met slechts licht positieve rendementen van respectievelijk 0,1% op de MSCI Asia Pacific-index en 1,1% op de MSCI Emerging Markets-index. Ook over heel 2021 tot nu toe blijven beide indices achter bij Amerikaanse en Europese aandelen. Dit lijkt mede toe te schrijven aan de achterblijvende vaccinatiegraad in veel opkomende economieën en aan twijfels onder beleggers over de relatief matig presterende Chinese economie, die recent verder werden gevoed door de financiële problemen van de Chinese vastgoedgigant Evergrande.

Tenslotte liet Europees beursgenoteerd vastgoed met een rendement van +1,3% in oktober slechts een beperkt herstel zien van de buitengewoon slecht verlopen septembermaand (-7,6%). Ook over heel 2021 tot nu toe blijft deze categorie achter bij alle andere aandelen categorieën.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	oktober	4e kwartaal	2021	12 maanden
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-0,6%	-0,6%	-3,6%	-3,3%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-0,7%	-0,7%	-1,1%	0,1%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-0,6%	-0,6%	3,1%	8,2%
MSCI Europe Onroerend Goed	1,3%	1,3%	4,6%	24,0%
MSCI Europe Aandelen	4,7%	4,7%	21,6%	41,9%
MSCI North America Aandelen	7,1%	7,1%	30,8%	44,1%
MSCI Asia Pacific Aandelen	0,1%	0,1%	6,7%	18,0%
MSCI World Developed Markets Aandelen	5,7%	5,7%	25,4%	39,5%
MSCI Emerging Markets Aandelen	1,1%	1,1%	6,0%	17,9%
EUR/USD	-0,1%	-0,1%	-5,9%	-0,8%

Bron: Bloomberg

# Terugblik

9 november 2021

α.s.r.  
de nederlandse  
vermogens  
beheerders

## *Europa loopt nog steeds voorop in economisch groeierstel*

In de loop van oktober zijn voor de meeste grote economieën de BBP-groecijfers over het derde kwartaal bekendgemaakt. Kort gezegd leveren die cijfers een beeld op van een wereldeconomie die nog altijd midden in een sterk groeierstel zit. Doordat het dieptepunt van de corona-recessie van 2020 inmiddels ruim een jaar achter ons ligt, zien de groecijfers er wel minder extreem positief uit dan een kwartaal geleden. In het tweede kwartaal van dit jaar liet de economie van de eurozone bijvoorbeeld nog een groei zien van 14,2% jaar-op-jaar. In het derde kwartaal bedroeg de groei nog 'slechts' 3,7% jaar-op-jaar. Dat is vooral toe te schrijven aan de vergelijkingsbasis, die voor het derde kwartaal aanzienlijk hoger lag dan voor het tweede kwartaal.

Op kwartaalbasis gemeten lag de groei in de eurozone in het derde kwartaal op 2,2%. In historisch perspectief is dat bijzonder hoog. In de afgelopen 25 jaar was de groei in de eurozone op kwartaalbasis maar één keer hoger, namelijk in het derde kwartaal van 2020. Het groeipercentage was ook hoger dan analisten hadden verwacht. Dat laatste gold niet voor de Amerikaanse economie, die in het derde kwartaal met 2% op kwartaalbasis groeide. Voor Amerikaanse begrippen is dat een vrij gemiddeld groeipercentage. Jaar-op-jaar bedroeg de groei in de VS 4,9%, en dat was dan weer exact gelijk aan de groei in China over het derde kwartaal. Voor Chinese begrippen is dat een vrij matig groeipercentage, in vergelijking met de gemiddelde groei van 8-9% over de afgelopen decennia, en het was ook lager dan analisten hadden verwacht.

Per saldo is de conclusie dat de economie van de eurozone er op dit moment relatief goed voorstaat, dat wil zeggen ten opzichte van de 'structurele' groei van rond 1,5%. Dat geldt in iets mindere mate ook voor de VS, waar de gemiddelde groei in de afgelopen decennia rond 2,5% lag. Van de drie grote economieën staat China er nu relatief het slechtst voor.

## *Coronapandemie blijft risicofactor voor opkomende markten, maar ook (weer) voor Europa*

Dit beeld wordt bevestigd door meer vooruitkijkende economische indicatoren, met name indices voor producentenvertrouwen (de 'PMI's') van de verschillende landen. Deze PMI's zijn de afgelopen tijd, en ook in oktober, gestabiliseerd op nog altijd ruimschoots bovengemiddelde niveaus, in ieder geval in de eurozone en de VS. Problemen aan de aanbodzijde van de economie lijken daarbij nog altijd de grootste belemmering voor een verdere verbetering, zoals o.a. de tegenvallende ontwikkeling van het Duitse producentenvertrouwen laat zien. Duitse industriële bedrijven, en dan met name de auto-industrie, ondervinden veel hinder van tekorten aan computerchips en andere capaciteits- of 'supply chain'-gerelateerde problemen. Vooral daarom heeft de Duitse regering onlangs de groeiverwachting voor de Duitse economie voor heel 2021 naar beneden bijgesteld, van 3,5% naar ca. 2,5%.

Ook de verdere daling van het Chinese producentenvertrouwen in oktober lijkt in ieder geval gedeeltelijk toe te schrijven aan capaciteitsproblemen, naast de strubbelingen in de vastgoedsector. Wat de Chinese economie ook parten speelt, is dat de corona-pandemie nog steeds niet goed onder controle is. In het geval van China betekent dat veelal dat bij een lokale uitbraak al snel het paardenmiddel van een 'lockdown' van stal wordt gehaald, wat verlamdend werkt op de economische ontwikkeling. Zeker wanneer het bijvoorbeeld een grote havenstad betreft, zijn de effecten van dergelijke 'lockdowns' tot in Europa en de VS merkbaar.

Meer in het algemeen blijft het 'Covid-19'-virus problematisch voor opkomende markten, omdat deze qua vaccinatiegraad nog altijd achterlopen op meer ontwikkelde landen en regio's. Overigens hebben diverse opkomende landen, waaronder China en India, de afgelopen tijd wel een inhaalslag gemaakt. Opvallend genoeg neemt de laatste weken juist in Europa de besmettingsgraad relatief het hardst toe, ondanks de hoge vaccinatiegraad hier. Binnen Europa zijn het dan wel weer de landen met de laagste vaccinatiegraad die nu het hardst getroffen worden, met name in Oost-Europa.

# Terugblik

9 november 2021

α.s.r.  
de nederlandse  
vermogens  
beheerders

## *Rentemarkten gaan ervan uit dat inflatie centrale banken tot actie dwingt*

De oplopende besmettingsgraad duidt erop dat de coronapandemie nog altijd een belangrijke risicofactor voor de Europese (en wereld-) economie blijft. Een risicofactor van een andere orde, maar vanuit economisch perspectief minstens zo bedreigend, is de sterk toegenomen inflatiedruk. In de VS ligt de inflatie al bijna een halfjaar boven 5%, maar ook in Europa is de inflatiedruk ondertussen flink opgelopen, tot ruim 4% jaar-op-jaar in oktober. Voor zover deze inflatiedruk het gevolg is van de toegenomen vraag, is het eigenlijk niet echt een probleem en bovendien hoogstwaarschijnlijk van tijdelijke aard. Een deel van de prijsstijgingen lijkt echter toe te schrijven aan problemen aan de aanbodzijde van de economie. Dat is bedreigender omdat daarmee het spook van een 'stagflatie'-scenario zoals in de jaren '70 opdoemt, zeker als de die problemen langer aanhouden dan nu gedacht.

De les van de jaren '70 is dat uit de hand lopende inflatie uiteindelijk alleen kan worden opgelost met monetaire verkrapping, met andere woorden hogere rentes. De les van de jaren '70 is ook dat hoe langer centrale banken wachten met ingrijpen, hoe harder vervolgens moet worden ingegrepen. Vooralsnog lijken de Fed en de ECB erop in te zetten dat de huidige inflatie grotendeels tijdelijk is, en renteverhogingen in ieder geval op korte termijn nog niet nodig zijn. De inschatting van financiële markten is toch iets anders: de in lange rentes ingeprijsde inflatieverwachtingen zijn de afgelopen tijd flink opgelopen, zowel in de VS als in de eurozone. Daarnaast gaan rentemarkten er inmiddels vanuit dat de Fed in de tweede helft van 2022 de rente minstens één keer, maar waarschijnlijk zelfs twee keer zal verhogen. Voor de ECB werd tot voor kort op een eerste renteverhoging op zijn vroegst in de loop van 2023 gerekend, maar inmiddels wordt ook hier een eerste rentestap vóór eind 2022 niet meer uitgesloten.

## *Afbouw van 'QE' gaat vóór renteverhogingen, maar het effect op inflatie is onzeker*

Overigens is het niet zo dat van de Fed en de ECB tot halverwege 2022 helemaal geen actie wordt verwacht. Naast de mogelijkheid om rentes te verhogen, hebben beide centrale banken immers ook nog de 'QE'-knop om aan te draaien. In de VS zal de Fed al op zeer korte termijn beginnen met het afbouwen van hun programma van 'kwantitatieve verruiming', en de verwachting is dat ook de ECB in de loop van 2022 de omvang van de opkoopprogramma's van obligaties geleidelijk zal terugbrengen.

De vraag is wel of afbouw van 'QE' veel zal helpen om de inflatiedruk te beteugelen. Gesteld kan worden dat 'QE' de afgelopen jaren vooral heeft bijgedragen aan 'asset price inflation', dat wil zeggen hogere koersen (en rendementen) op bijvoorbeeld obligaties, aandelen en vastgoed. Tot het begin van de coronacrisis anderhalf jaar geleden lijkt van een merkbaar effect van 'QE' op consumentenprijzen, dat wil zeggen de inflatie waar de Fed en de ECB zich eigenlijk op richten, niet of nauwelijks sprake te zijn geweest. Als die stelling klopt, is het ook aannemelijk dat afbouw van 'QE' eerder zal leiden tot 'asset price deflation', oftewel lagere koersen en rendementen op beleggingen, dan dat het een drukkend effect zal hebben op consumentenprijzen.

Vanuit dat perspectief zijn de vooruitzichten voor financiële markten voor de komende tijd minder gunstig dan het koersbeeld van 2021 tot nu toe. Daarbij gaan we er wel vanuit dat de hogere inflatiedruk en afbouw van 'QE' eerder nadelig is voor (staats-) obligaties dan voor aandelen en vastgoed. Beide laatstgenoemde categorieën vormen meer een natuurlijke 'inflatiehedge' dan obligaties, en zullen ook meer in trek blijven bij het aanhoudende economische groeiherstel waar wij van uitgaan.

# Terugblik

9 november 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.