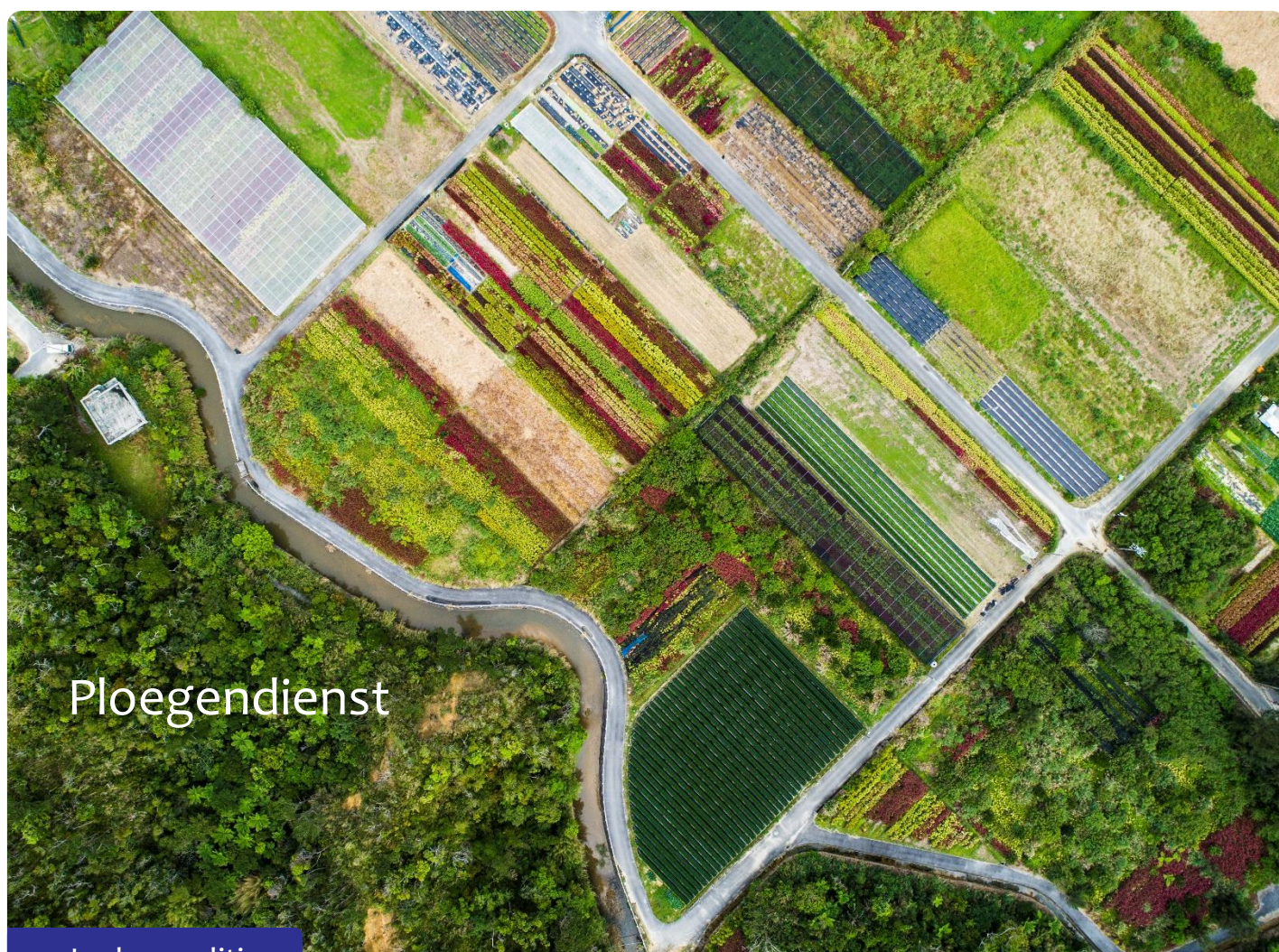


# Asset Management View

Voor pensioen-  
fondsbestuurders en  
adviseurs



Ploegendienst

In deze editie:

2

**Investeringsklimaat:**  
Wereldeconomie  
groeit op  
verschillende  
snelheden.

3

**Rente en inflatie:**  
Na de piek,  
richting meer  
duurzame inflatie.

4

**Beleggingen:**  
Hogere rente en  
winstgroei houden  
elkaar in  
evenwicht.

5

**In het kader:**  
Het aandeel van  
de winst en de  
winst op het  
aandeel.

Auteur: Thijs Knaap

## Ploegendienst

De langzame tocht van het coronavirus over de wereld en de verschillende aanpak van de vaccinatie ertegen hebben ervoor gezorgd dat de continenten uit fase lopen. Niet langer kunnen we stellen dat de wereld synchroon groeit of krimpt; het is eerder alsof de economische cyclus in ploegendienst wordt afgewerkt.

De eerste dienst was voor China, het land dat zich al vroeg aan het virus ontworstelde, economisch herstelde en inmiddels een verkrappend beleid voert. Daarna de VS, waar het fiscaal stimuleringsprogramma nog wordt uitgebreid maar het enthousiasme al wel tanende is. Ook de Fed stimuleert nog, maar kijkt al met een schuin oog naar de uitgang.

Europa heeft avonddienst. Na een wat moeilijk begin van de vaccinaties lijkt de volledige heropening deze zomer plaats te gaan vinden. Met knipperende ogen tegen de zon wordt de lockdown verruild voor een plaatsje aan het strand. Achteraan in de rij staan grote delen van Azië, Afrika en Latijns Amerika waar de vaccinatie nog moet beginnen.

De verschillen tussen de regio's maken dat de schaarste van grondstoffen niet uit de hand loopt. Na een overspannen eerste kwartaal lijken veel grondstofprijzen over hun hoogtepunt heen nu de vraag uit China weer afneemt. Dat vergroot de kans dat de inflatiepiek van de laatste maanden inderdaad tijdelijk is, zoals centrale bankiers beweren. Het toegenomen vertrouwen kreeg in de VS gestalte met een dalende lange rente, terwijl de

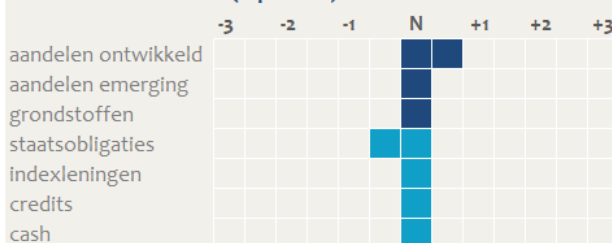
curve aan de voorkant juist opliep. De Europese curve pakte alleen daling aan de lange kant mee.

Voor beleggers is het een kwestie van balanceren. Het economisch herstel zorgt voor goed nieuws over groei en winsten. Maar met het aanstaande vertrek van de centrale bank als zekere koper zullen veel obligatiemarkten het weer op eigen kracht moeten doen. De hogere rente (op kort Amerikaans geld en in verwachting ook elders) leidt tot zorgen over waarderingen. In het kader op pagina 6 kijken we naar de verwachte winstgroei die in de waardering van aandelen besloten ligt. Die lijkt, in het licht van de heropening, nog best bescheiden.

In deze fase lopen de cyclische en de structurele overwegingen wat door elkaar heen. De logica van de ploegendienst zegt dat we het beste naar China kunnen kijken om te zien of er grote veranderingen zullen zijn in de economie na corona. Maar of het land van de 100-jarige communistische partij ook echt richtinggevend zal zijn voor de rest van de wereld valt te betwijfelen. Wel is zeker dat de pandemie zijn sporen gaat achterlaten. Dat zorgt voor onzekerheid in bijvoorbeeld de vastgoedsector.

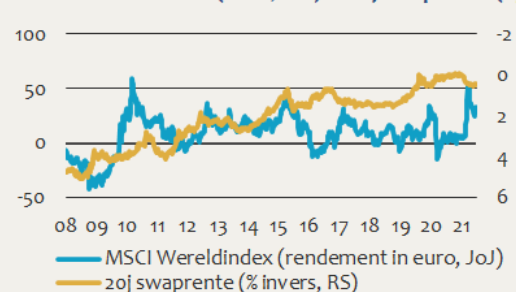
Voor Europese pensioenbeleggers kleeft er een belangrijk nadeel aan de ploegendienst. Veel van hun bezittingen zitten in de tweede ploeg: beleggingen in de VS, of in ieder geval geprijsd met de Amerikaanse discontovoet. Maar de verplichtingen, hangend aan de Europese rente, zitten in een latere ploeg. Een tijdelijk scheve balans is het mogelijke gevolg.

Asset allocatie-advies (%-punten)



Bron: APG, Bloomberg

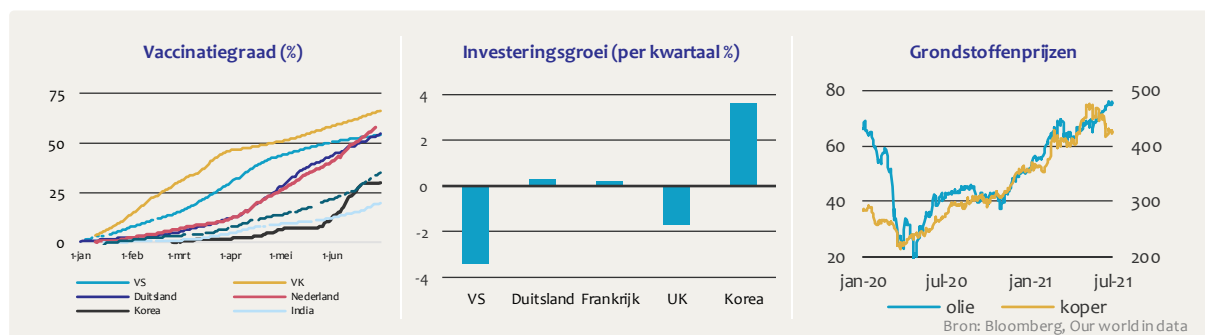
Aandelen wereldindex (euro, JoJ) & 20j swaprente (%)



Auteur: Rob van de Wijngaert

## Investeringsklimaat

De wereldeconomie groeit op verschillende snelheden. De VS is op zijn top en China is daar al overheen. De EU is nog maar net bezig met heropening. De bedrijfsinvesteringen trekken nog niet echt aan. De stijgende vaccinatiegraad is goed nieuws voor de dienstensector. Maar de Delta-variant sticht gevaar onder (nog) niet-gevaccineerden, vooral in Emerging Markets.



### Wereldeconomie op verschillende snelheden

De wereldeconomie draait op verschillende snelheden. De Chinese groei heeft in 2020 geen dipje gezien en vertraagt licht. De Communistische Partij schroeft de fiscale stimulering terug en verkrappt het monetaire beleid. Niet via de rente, maar grote bouwbedrijven krijgen financieringsrestricties opgelegd. Schaduwbanken mogen niet langer gegarandeerde beleggingsproducten verkopen. De Amerikaanse economie draait als een tierelier, aangejaagd door Biden's investeringsprogramma's. Beleggers maken zich wat zorgen om de inflatie, en nu lijkt ook de Fed wat alerter geworden. Een waakzame centrale bank is prettig zodat de lange-termijn inflatie niet uit de hand loopt. De Europese economie kruipt eigenlijk pas net uit zijn schulp. De overheden zijn ruimhartig geweest met fiscale steun. En dat betaalt zich uit in aantrekkende groei. De Europese inflatie heeft zelfs de 2% bereikt. Toch kan de vlag nog niet uit. Het wachten is nu op mogelijke beleidswijzigingen van de ECB.

### Het Griekse alfabet is lang bij virussen

In de strijd tegen het virus worden wereldwijd flinke stappen gezet. Door betere vaccinbeschikbaarheid zijn de inentingsprogramma's goed op gang gekomen. De tweede en derde golf waren voor de industriële sector sowieso al minder verwoestend dan de eerste golf. Nu de vaccinatiegraad flink oploopt, kunnen de economieën verder open. Die heropening is een zegen voor de dienstensector, maar gaat mogelijk ten koste van wat groei in de goederensector. Die laatste heeft namelijk al flink geprofiteerd van het thuiswerken en online shoppen. Er is een risico dat de zeer besmettelijke Delta-variant roet in het eten gooit. Deze houdt vooral huis onder (nog-)niet-gevaccineerden. Helaas zijn grote delen van de bevolking van Azië, Afrika en Latijns-Amerika nog niet ingeënt. En ze hebben daar op korte termijn ook geen zicht op. Zo kan het virus blijven rondgaan en ontstaan mogelijk mutaties, waartegen de huidige vaccins niet opgewassen zijn. En dan zijn we in het Westen ook weer terug bij af.

### Lippendienst aan de supply-chain

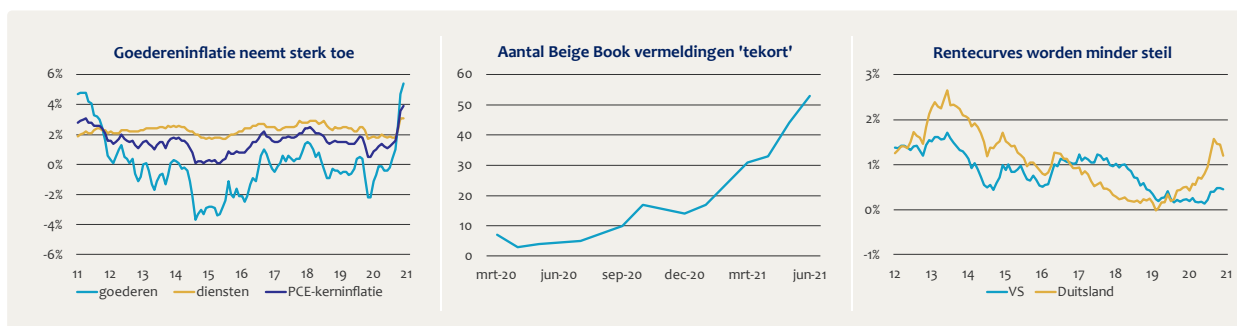
Nu de economie aantrekt, trekken private investeringen voorzichtig aan. Netwerkinvesteringen en groene energie zijn helemaal in. Hetzelfde geldt voor investeringen die nodig zijn voor dataopslag en dataverwerking. De tekorten aan halfgeleiders en geheugenchips brengen bedrijven als TSMC en Samsung er toe om grote investeringen te blijven doen. Ook de Chinese overheid stimuleert investeringen van het bedrijfsleven in de chipindustrie. China importeert inmiddels meer chips dan olie en wil graag onafhankelijk worden van het Westen. Het gaat echter minder hard met investeringen in machines en andere kapitaalgoederen. Aan het begin van de coronacrisis hadden overheden en het bedrijfsleven nog hun mond vol over het verleggen van hun productieketens. Het management van bedrijven lijkt slechts lippendienst te bewijzen aan verlegging van de supply-chains. In de praktijk komt daar weinig van terecht. Een cluster bedrijven verplaatsen levert een coördinatieprobleem op en is tamelijk duur.

We merken aan den lijve dat er schaarste is aan goederen die vanwege de pandemie extra worden gevraagd, zoals chips, computers, fietsen en diverse onderdelen. Er zijn ook spullen die vanwege logistieke problemen slecht verkrijgbaar zijn. De logistieke problemen zijn tijdelijk, al zal de thuiswerktrend wel voortduren. Maar hoe staat het met de schaarste aan grondstoffen? Olie is fors duurder geworden. Westerse overheden en beleggers dwingen oliebedrijven minder te investeren in traditionele energiebronnen. Daardoor neemt de productiviteit van bestaande olieputten af en slinkt de bufferproductie. Het zelfde geldt voor de Amerikaanse schalie-olieboeren. Dat stelt OPEC+ in staat om de olieprijs op te drijven tot het punt waarop de olievoorraden niet toe- of afnemen. De koperprijs is recent wat gedaald. De vraagafname uit China (goed voor ongeveer de helft aan de vraag aan koper) lijkt de belangrijkste oorzaak, ondanks de infraprojecten in de VS, elektrische auto's en hogere Westerse vraag.

Auteur: Pim Lausberg

## Rente en inflatie

De inflatie in de VS is ver boven de 2% en normaal gesproken aanleiding om te verkrappen. De Fed doet dat niet vanwege de gewijzigde doelstelling en tijdelijke factoren. Toch zette de Fed voorzichtig een eerste stap. De eurozone is minder ver en dat geeft de ECB tijd. De recente afvlakking van de rentecurves kan nog even aanhouden.



### Tijdelijke factoren

De Amerikaanse economie herstelt sneller dan gedacht en daarmee ook de inflatie. De Amerikaanse PCE-kerninflatie, de favoriete inflatiemaatstaf van de Fed, versnelde tot 3,4% in mei. Ver boven de doelstelling van 2%. Normaal gesproken is dit aanleiding om het beleid te verkrappen. De Fed doet dat niet. De Fed hanteert tegenwoordig een gemiddelde inflatiedoelstelling. Perioden van lagere inflatie mogen worden gecompenseerd door perioden van hogere inflatie. De Fed laat de markt in het ongewisse als het gaat om hoeveel inflatie-overshoot wordt getolereerd. Wel is duidelijk dat de Fed niet meer preventief zal verkrappen en pas in actie komt als de kerninflatie, voor een langere periode, de doelstelling overschrijft. Bij de ECB speelt een soortgelijke discussie. In september hopen beleidsmakers de strategieherziening af te ronden. Dan zal blijken of de ECB ook overgaat op een symmetrische inflatiedoelstelling. Voor financiële markten betekent dit beleidsexperiment meer onzekerheid en dus is een hogere risicopremie vereist.

“

### Toch zette de Fed een eerste stap naar de uitgang

Verder is de gedachte dat de hoge inflatie tijdelijk is. De sterke stijging van de goedereninflatie (grafiek links) die doorgaans volatieler is, zal na verloop van tijd wegebben. Door verstoringen in de aanvoerketen kan het aanbod de vraag niet bijbenen. Maar dit effect verdwijnt naarmate de economische activiteit normaliseert. Bovendien zullen de basiseffecten, als gevolg van de vergelijking met het economische dieptepunt vorig jaar, er vanzelf weer uitlopen.

Toch zette de Fed een eerste stap naar de uitgang. De Amerikaanse centrale bank bereidt de financiële markten voorzichtig voor op een geleidelijke terugtrekking van de

monetaire steun. In de zogeheten dot plot, een grafiek met renteverwachtingen van beleidsmakers, verwacht een meerderheid van de Fed governors nu eind 2023 twee renteverhogingen. Eerder ging men nog uit van eind 2024. Verder gaf de Fed aan de komende periode te willen praten over het afbouwen van haar obligatieopkoopprogramma. Ondanks de gewijzigde inflatiedoelstelling kregen sommige Fed bankiers koudwatervrees. In het Beige Book van de Fed, een publicatie over de economische omstandigheden in de 12 Fed districten, werd welgeteld 53 keer het woord “tekort” genoemd (grafiek midden). De tekorten hebben betrekking op de beschikbaarheid van gekwalificeerd personeel en producten die directe input zijn voor consumptiegoederen, zoals halfgeleiders en hout.

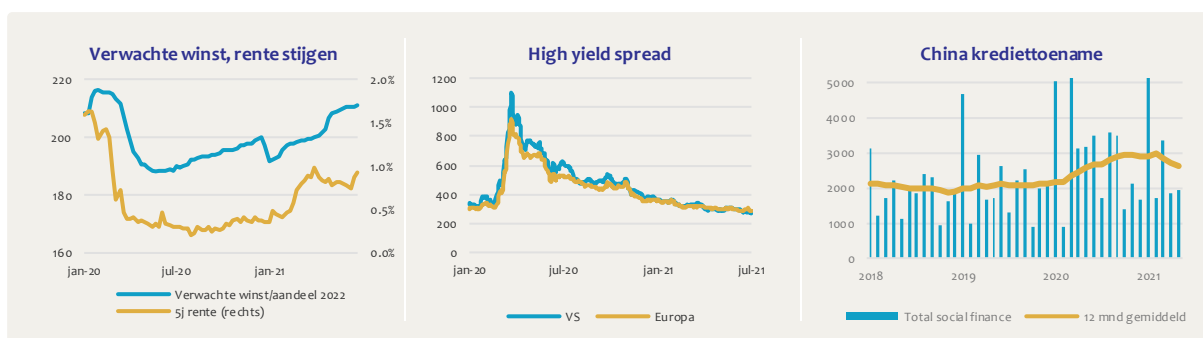
### Na de inflatiepiek

Tot een herhaling van taper tantrum uit 2013 leidde het niet. De rentecurves worden weer wat minder steil. Vooral in de VS daalt de termijnpremie, d.w.z. het verschil tussen de tweejaars- en tienjaarsrente (grafiek rechts). Na de eerdere sterke toename en het hawkish optreden van de Fed, kan afvlakking van de curve nog wel even voortduren. Bovendien heeft de Amerikaanse regering minder geld nodig doordat de voorgenomen investeringen \$800 mrd lager uitvallen. Vooral de voorgestelde belastingverhoging van de regering Biden stuitte op Republikeins verzet. De eurozone volgt het economische herstel in de VS met vertraging. De verstelling van de Duitse rentecurve is later begonnen en minder sterk. De ECB kan verkrapping voorlopig voor zich uit schuiven. Het herstel van de arbeidsmarkt en de mate waarin dit in de lonen doorwerkt, bepaalt uiteindelijk de beleidsreactie van de centrale banken. Hoewel de piek in inflatie straks achter ons ligt, kampt de Amerikaanse economie met diverse tekorten, waaronder die op de arbeidsmarkt. Deze signalen wijzen in toenemende mate richting meer duurzame inflatie. De geloofwaardigheid van centrale banken zal op de proef worden gesteld.

Auteur: Rafael Torres-Villalba

## Beleggingen

De tango tussen een stijgende rente en stijgende winstverwachting duurt voort. De verbeterde wereldeconomie en een verbeterd uitzicht op het eind van de coronapandemie versterken de verwachtingen. Stijgende verdisconteringsvoeten hebben echter een negatief effect op investeringen die niet of minder profiteren van een verbeterde economie. Aandelenmarkten hebben nog wel de mogelijkheid om te profiteren van de verdere financiële opleving en kunnen daarbij nog compenseren voor een stijgende rentevoet.



### Krapper beleid maar meer groei

Vorig kwartaal haastte de Fed zich nog om de markt gerust te stellen dat er de komende drie jaar geen aanpassing van hun rentebeleid zou komen. Maar nu lijken centrale bankiers toch te zijn verrast door oplopende inflatie. Een meer terughoudende visie op het lage-rente beleid verstomde de euforie op de beurzen. Een hogere verwachte rente doet de disconteringsvoeten stijgen en zet druk op waarderingen.

“

### Zo houden de verwachte stijging in de rente en in de winsten elkaar tot nu toe in evenwicht

Dit hoeft voor de aandelenmarkten echter geen probleem te zijn zolang onzekerheid over de verwachte winstgroei afneemt en beleggers zich comfortabeler voelen bij de ingeprijsde economische groei. Dit heeft zich met name geuit in een verdere verbetering van de verwachte omzetten en winsten, die eventuele rentestijgingen kunnen compenseren. Zo houden de verwachte stijging in de rente en in de winsten elkaar tot nu toe in evenwicht.

### Herstellende economie goed voor aandelen

Met een groeiende wereldeconomie en hogere grondstofprijzen zou dit met name in het voordeel moeten

zijn voor de opkomende markten. Echter, de hogere Amerikaanse rente en een sterke dollar maken juist deze markten met een grote financieringsbehoefte (in dollars) weer kwetsbaarder. Verder zal een aantrekkelijke Amerikaanse rente als gevolg van de financieringsbehoefte in de VS, de dollarfinanciering naar opkomende markten stremmen. Tel daarbij op dat de Chinese economie wat minder sterk groeit dan verwacht, in combinatie met een vertraging van de Chinese kredietgroei en dan lijken de aandelenmarkten in opkomende landen minder interessant. Voor vastrentende waarden heeft een stijgende (reële) rente uiteraard een negatief effect. Als we dan inzoomen op *high yield*, met een uiterst lage spread die we in 2014 voor het laatst hebben gezien, dan lijkt deze asset class wel kwetsbaarder. Vastgoed zou een veilige haven kunnen zijn, maar daar is ook wat terughoudendheid geboden. Hoewel de logistieke markt de afgelopen 12 maanden sterker naar voren is gekomen en de woningverhuur sector zich defensief getoond heeft, blijft de toekomst onzeker voor kantoren en winkels in een post-COVID wereld.

Al met al is de aandelenmarkt nog relatief aantrekkelijk gegeven het economische herstel dat we nog steeds zien doorkomen, hoewel een pas op de plaats na een sterk half jaar goed voor te stellen is. Daar komt bij dat kleine private beleggers actiever zijn geworden in het afgelopen jaar en extra vraag creëren naar aandelen. Hoewel deze groep wellicht na het opheffen van de quarantaine kleiner zou kunnen worden, lijkt een groot deel van deze groep zich thuis te voelen als belegger.

In het kader:

Auteur: Frank Smudde

## Het aandeel van de winst

Aandelen kosten meer dan ooit. Te veel, nu de belastingen een ondergrens krijgen en de rente wellicht stijgt, of is er een geitenpaadje verder omhoog?

Nu aandelen in ontwikkelde markten, ondanks de Covid-crisis, vlak onder een nieuw recordniveau bewegen, is het nuttig de koersontwikkeling eens in een langeretermijnperspectief te plaatsen. Daartoe ontleden we de koersontwikkeling in dollars over de afgelopen 15 jaar. Deze periode kende een behoorlijke beweeglijkheid in economie en markten, met twee wereldwijde crises, strubbelingen in de eurozone, en grote bewegingen in fiscaal en monetair beleid.

Sinds eind 2005 leverden aandelen, in dollars, een gemiddeld jaarlijks rendement van 7,9%. De koersen van aandelen stegen in doorsnee met 5,8% per jaar, de rest is dividend. In diezelfde periode groeide de economie, wereldwijd, gemiddeld met 3,9%. Beleggen in aandelen leverde dus meer op dan economische groei.

Aandelen verdisconteren niet de economische groei. Aandelen prijzen de winstverwachtingen van het beursgenoteerde bedrijfsleven. Die winsten kunnen sneller of langzamer groeien dan de economie als geheel; dit gaat dan ten koste of ten faveure van de groei van het inkomen van werkenden of van niet-beursgenoteerde bedrijven en zelfstandigen. De verwachte toekomstige winsten worden geprijsd met behulp van een disconteringsvoet die afhangt van de rente op de (Amerikaanse) kapitaalmarkt, en van het extra rendement dat beleggers eisen voor het lopen van aandelenrisico.

De prijs van aandelen kan men uit elkaar trekken in de winst per aandeel, en de koers-winstverhouding. Een beetje wiskunde onder ruwe aannames levert op dat in theorie de koers-winstverhouding gelijk is aan het dividenduitkeringspercentage, gedeeld door rente plus aandelenrisico-opslag minus de verwachte winstgroei.

Met dit als raamwerk kunnen we de prijsstijging van aandelen van 5,8% gemiddeld per jaar uit elkaar trekken. De winsten (we middelen ze over 5 jaar om cyclische fluctuaties eruit te halen) gingen met 5,1% omhoog. Het restant zat 'm in de koers-winstverhouding. Die ging in 15 jaar drie punten omhoog: van 26,8 naar 29,8.

Het beursgenoteerde bedrijfsleven liet de winstmotor dus harder draaien dan de wereldeconomie; hun aandeel in de totale koek nam toe. Dit is in lijn met de algemene trend van de afgelopen decennia: globalisering, het ontstaan van natuurlijke mono- en oligopolies, afbrokkelende macht van vakbonden en lagere belastingen op bedrijfswinsten leiden tot een hoger winstaandeel, en een afnemend aandeel van arbeidsinkomen.

De discussie over inkomens- en welvaartsverdeling kreeg tijdens de G7-top van enkele weken geleden een praktische consequentie in het leggen van een onderste limiet op de winstbelasting voor grote bedrijven. Dit moet verdere fiscale concurrentie tussen landen voorkomen, zeker nu grote overheidsinvesteringen in energie-infrastructuur en maatregelen om de gevolgen van klimaatveranderingen op te vangen voor de deur staan.



Betekent dit nou dat er aan de stijging van het winstaandeel een einde komt? Dat hoeft niet. Ondanks alles zijn de winsten van de beursgenoteerde bedrijven in ontwikkelde markten slechts 2,6% van het wereldwijde BBP. Er valt dus nog wel wat te halen, bij niet-genoteerde concurrenten bijvoorbeeld.

Maar hoe zit het dan met de koers-winstverhouding? Die is in 15 jaar niet veel gestegen, ondanks de forse daling van de rente van 4,4% naar 1,5%. Kennelijk is of de risicopremie fors toegenomen, of zijn de groeiverwachtingen flink verlaagd.

Dat de risicopremie is gestegen is onwaarschijnlijk: de lage rente verleidt beleggers er toe meer risico te nemen, desnoods tegen lagere premies dan voorheen. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de spread op minder kredietwaardige obligaties. Ook zullen beleggers in 2020 gesterkt zijn in hun vertrouwen dat beleidsmakers in geval van economische rampspoed zullen bijspringen. Dat zou zich eerder in een lagere risicopremie hebben vertaald. Dan moet er wat gebeurd zijn met de nominale groeiverwachting. Die zal zijn gedaald, anders waren aandelen nog wel duurder geweest. Een beetje heen en weer schuiven met getallen levert op dat de groeiverwachting wel met 3% kan zijn afgenomen ten opzichte van 15 jaar geleden. Dat is fors. Onder redelijke aannames lijkt er een verwachte nominale groei van 3% ingeprijsd. Voor een redelijk rendement op aandelen voor de langere termijn, kan dus de rente nog wel omhoog en kan er ook wel wat meer belasting betaald worden.

## Colofon

Met AM View willen wij u informeren over financiële markten en economieën, de mogelijkheden en risico's voor uw portefeuille, en de belangrijkste marktfactoren voor de waarde van uw pensioenverplichtingen. Daarbij geldt dat de wijze waarop deze visie uiteindelijk in het beleggingsbeleid wordt vertaald mede afhankelijk is van de inhoud van het geldende beleggingsmandaat.

### Redactie

Patrick Bronger (HFAA)  
Thijs Knaap (ESAA)  
Pim Lausberg (AA&O)  
Frank Smudde (AA&O)  
Rafael Torres-Villalba (Onroerend Goed Europa)  
Rob van de Wijngaert (EM Aandelen)

### Contact

patrick.bronger@apg-am.nl  
thijs.knaap@apg-am.nl  
pim.lausberg@apg-am.nl  
frank.smudde@apg-am.nl  
rafael.torresvillalba@apg-am.nl  
rob.vande.wijngaert@apg-am.nl

### Adres

APG Asset Management  
Postbus 75283  
1070 AG Amsterdam  
Laatste dag waarop de data zijn ingelezen:  
6 juli 2021

### Disclaimer

APG Asset Management staat niet in voor de juistheid, volledigheid of tijdigheid van de in deze uitgave opgenomen informatie. Aan de inhoud van AM View kunnen geen rechten worden ontleend. De inhoud van AM View is niet bedoeld als belegging advies. APG Asset Management is niet aansprakelijk voor (de gevolgen van) activiteiten die worden ondernomen op basis van deze uitgave. Op de inhoud van deze disclaimer is Nederlands recht van toepassing.