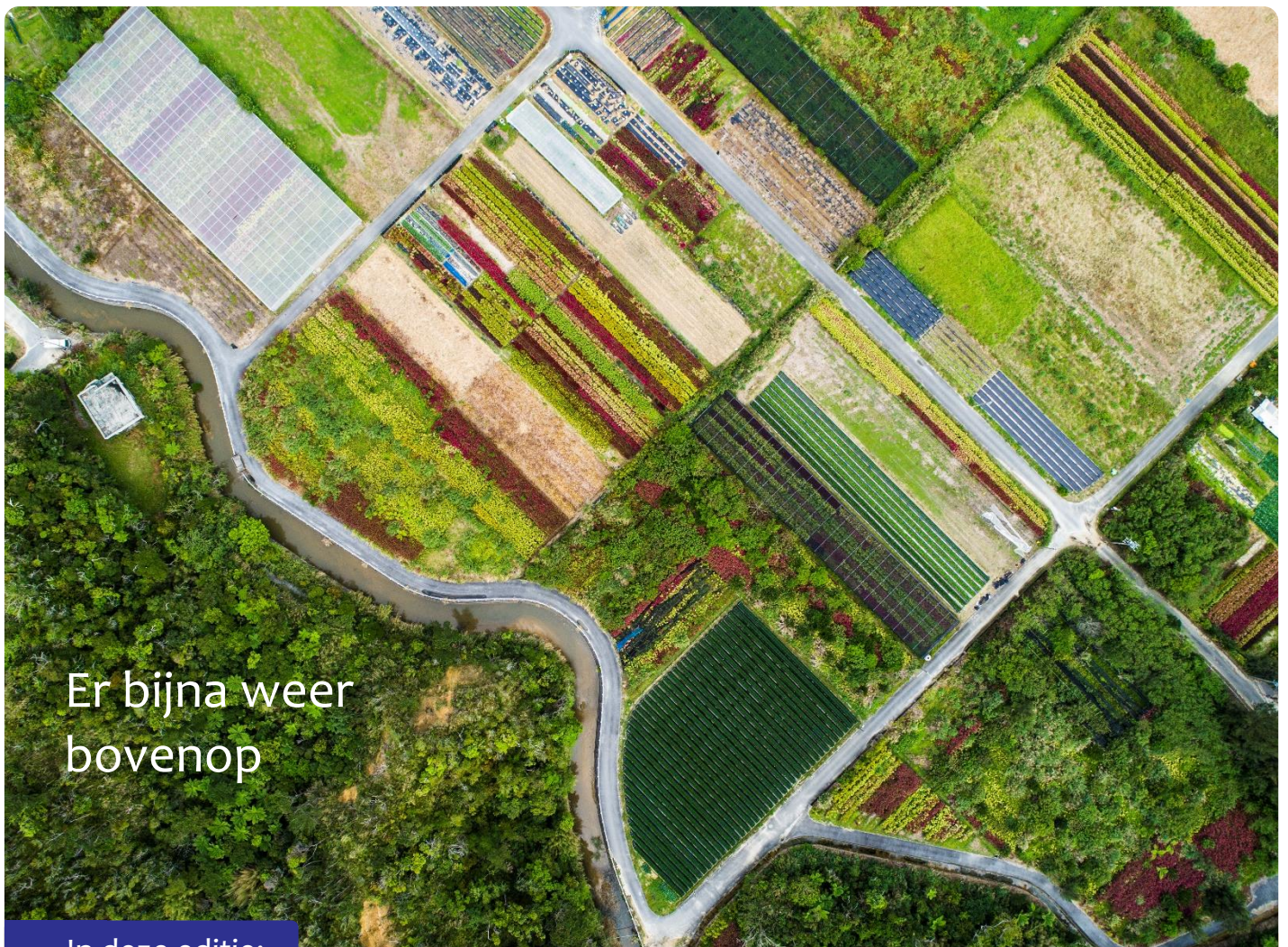


Asset Management View

Voor pensioen-
fondsbestuurders en
adviseurs



Er bijna weer
bovenop

In deze editie:

2

Investeringsklimaat:
De ogen zijn gericht op het afbouwen van steun en China.

3

Rente en inflatie:
Het monetaire beleid hoeft niet meer zo ruim te zijn.

4

Beleggingen:
De piek in winstgroei ligt achter ons, maar blijft op peil.

5

In het kader:
Evergrande debacle fundamenteel anders dan Aziëcrisis of Taper Tantrum.

Auteur: Frank Smudde

Er bijna weer bovenop

Aandelenmarkten stijgen vaak tegen de klippen op: de last wordt lichter en het pad minder steil bij elke meevaller die zich voordoet of tegenvaller die achter wordt gelaten. De economie is er nu bijna bovenop.

De zenuwen nemen toe in de aandelenmarkt nu de westerse economie met horten en stoten aantrekt: al dan niet tijdelijke prijsschokken en het (wellicht voorlopige en gedeeltelijke) einde van de pandemie zullen de rente wat omhoog duwen, maar of de bedrijfswinsten nog verder herstellen is de vraag. Het artikel over beleggingen op pagina 5 merkt op dat de grote sprong voorwaarts in winstverwachtingen al is gemaakt. In het stuk over rente en inflatie staat dat de extreme monetaire steun wordt afgebouwd, met hogere “veilige” rentes als gevolg. Intussen zijn er op belangrijke grondstoffenmarkten tekorten ontstaan, wat zorgt voor een extra, tijdelijke, opwaartse druk op (grondstof)prijzen.

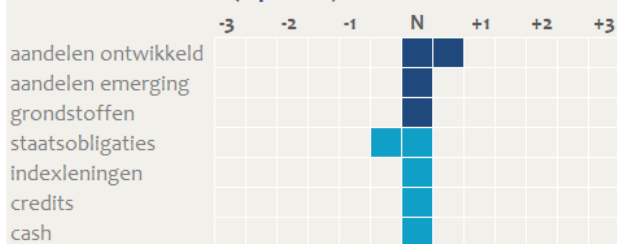
In de vorige editie zagen we dat China eerder uit de pandemie kwam dan de VS en Europa. Inmiddels is de Chinese aandelenmarkt flink gedaald omdat beleidsmakers zich gingen richten op andere prioriteiten dan enkel economisch herstel, en excessief lenen en monopoliewinsten de kop in gingen drukken. Of dit ook het voorland is voor aandelenmarkten in de VS en Europa mag worden betwijfeld: de overheid grijpt niet zwaar in

het bedrijfsleven in, en een grootschalige déconfiture als die van Evergrande (zie daarvoor het artikel over het investeringsklimaat, en de box op de achterpagina) lijkt niet op de loer te liggen.

Hogere rentes, en dus negatieve rendementen voor veilige vastrentende waarden, liggen voor de hand. Voor aandelen gaat de wereld van geweldig naar goed: de tijd van ongebreidelde steun is voorbij en de blijde verwachting van een heropende economie is ingeruild voor een wat weerbarstiger werkelijkheid. Aandelen kunnen er nog een positief rendement uitpersen als de winsten bestand zijn tegen schokken in inkooprijzen en de rentes ook weer niet te hard oplopen. Opkomende markten zijn voor de lange termijn aantrekkelijk geprijsd, maar zoals in het stuk over het investeringsklimaat al wordt opgemerkt: de risico's zijn daar dan ook fors hoger met lagere vaccinatiegraden en in China een fors ingrijpende overheid.

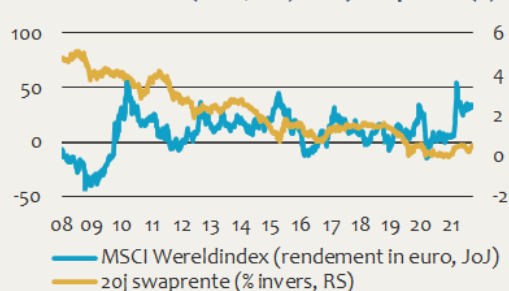
Pensioenfondsen lijken het nu vooral even te moeten hebben van hogere rentes, en iets minder van portefeuillerendementen. De klippen zijn bijna beklommen.

Asset allocatie-advies (%-punten)



Bron: APG, Bloomberg

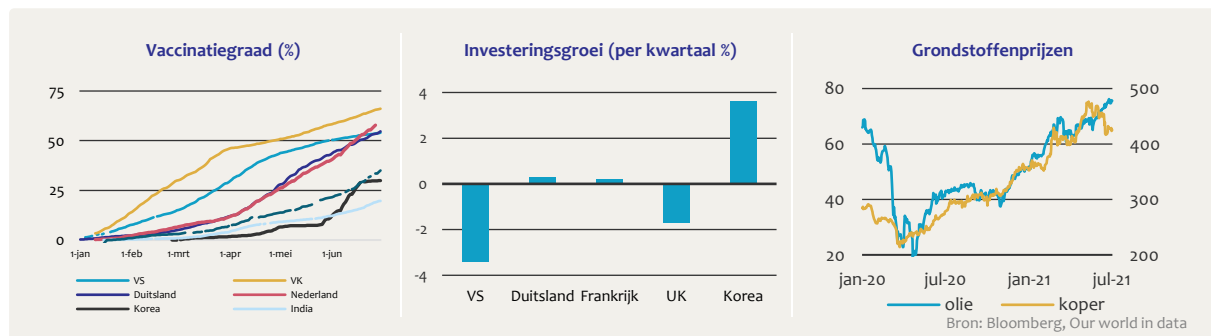
Aandelen wereldindex (euro, JoJ) & 20j swaprente (%)



Auteur: Rafael Torres Villalba

Investeringsklimaat

Met de vaccinatiegraden die verder oplopen en de economieën die van het slot gaan, gaat de aandacht nu naar de tijdslijnen van het terugdraaien van de steun. De eerste walvis die door terugtrekkende stromen boven water komt is het Chinese Evergrande. Er wordt gespannen gekeken hoe China deze vastgelopen walvis weer van het strand probeert te krijgen de open zee in. Verder is de aanpak van Chinese platformbedrijven niet onopgemerkt gebleven; Westerse overheden gaan dat niet doen.



Focus op nieuwe uitdagingen

Langzamerhand begint de wereldeconomie weer te stabiliseren, na de schokkende bewegingen van afgelopen 18 maanden. De jaarvergelijkingen zullen nog wel even mank lopen gegeven de quarantaineperiodes van afgelopen jaar, maar de trend laat een goed positief verloop zien. Hoewel het de gemoederen bezig houdt in hoeverre landen en bedrijven, burgers en werknemers kunnen verplichten om zich te laten inenten, blijkt dat een steeds groter gedeelte van de bevolking zich laat vaccineren en dat de economieën verder kunnen worden geopend. De ogen zijn inmiddels gericht op een eventuele structurele inflatie en daarmee de mogelijke bewegingen van centrale banken en overheden, en op gebeurtenissen in China: de ontwikkelaar Evergrande, de aanpak van platformbedrijven en de vraag in hoeverre dit beleid zal worden overgenomen door andere overheden.

Aanpak van platformbedrijven

De harde aanpak van de Chinese overheid van platformbedrijven komt voort uit zorg voor de oplopende macht ervan en het potentiële machtsmisbruik. Het heeft tot zorgen geleid in de kapitaalmarkt dat dit een wereldwijde trend wordt, waarbij overheden deze bedrijvige mastodonten aanpakken om hun consumenten te beschermen. Dit zou uiteraard een diepe impact kunnen hebben op de waarderingen van deze ondernemingen. Tot dusver blijft het slechts bij retoriek en ontbeert de daadkracht. Politici in Duitsland en Frankrijk zouden dit thema kunnen oppakken nu er verkiezingen zijn, maar gegeven de focus op het coronabeleid, klimaat en geopolitieke strubbelingen zijn er voorlopig genoeg andere aandachtspunten. In de VS, waar de verkiezingscampagnes deels worden gefinancierd door het bedrijfsleven, is een harde aanpak ook niet waarschijnlijk (zie ook p.5).

Chinese vastgoedcrisis?

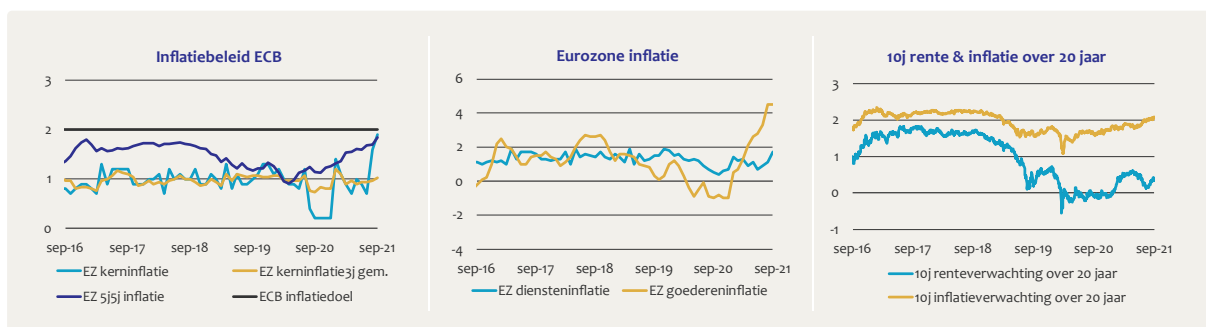
Het omslaan van fiscale en monetaire “golven” heeft vaak tot gevolg dat grote walvissen blijven steken. Het Chinese verkrapingsbeleid dat al eerder is ingezet laat nu het eerste slachtoffer zien in de gedaante van de Evergrande Group. De op één-na-grootste vastgoedontwikkelaar in China kraakt onder de druk van de \$300mld schuld. De beurskoers is sinds het begin van het jaar met 80% onderuit gegaan en het is wachten op een herstructurering. De vraag of dit de nieuwe Lehman is kan worden beantwoord met nee: Evergrande is niet de eerste in een reeks van omvallende private Chinese bedrijven die zich diep in de schulden hebben gestoken voor snelle en zakelijk niet al te succesvolle expansie. China ziet dit als slechte economische groei, en wil hiervan af. Uiteraard zonder al te veel sociale schade. Omdat Evergrande voor het overgrote deel binnenlands gefinancierd is, moet het ook ditmaal mogelijk zijn om Evergrande af te wikkelen zonder al te ernstige bijwerkingen.

Zoals al eerder aangegeven blijven de jaar-op-jaar groeicijfers moeilijk te vergelijken. Dit geldt ook voor de inflatiecijfers die behoorlijk zijn opgelopen en waarbij de vraag is of dit van tijdelijke aard is of trendmatig. Hoewel de centrale banken tot dusver zich geen zorgen lijken te maken, blijven hogere inflatiecijfers de aandacht trekken van economen. Voor het moment zien we inderdaad inflatie toenemen door tijdelijke aanbodschokken, maar is er geen reden om aan te nemen dat dit van structurele aard is. Een schok die nog te verwachten valt is op het gebied van de energieprijzen, met name als het noordelijk halfrond de wintermaanden ingaat en de kachel hoger moet.

Auteur: Frank Smudde

Rente en inflatie

Het weer opstarten van de economie gaat met horten en stoten, en de prijzen schokken mee. Toch lijkt het erop dat de recente inflatiesprongen van tijdelijke aard zijn. Maar nu de inflatieverwachtingen terug zijn op normale niveaus hoeft het monetair beleid niet meer heel erg ruim te zijn.



Inflatiespook

Is dat nou een inflatiespook daar in de verte, en komt-ie dichterbij, en blijft-ie hangen? Jarenlang bleef het streven van de ECB om een jaarlijkse stijging van het prijspeil van dichtbij 2% te realiseren onhaalbaar. Sinds het dieptepunt van de coronacrisis houdt de markt rekening met steeds hogere prijzen: de inflatieverwachting herstelde tot het gemiddelde van de periode 2014-2018. Al tien jaar wordt de ingeprijsde inflatieverwachting niet gerealiseerd.

Inflatie wordt gemeten als de gemiddelde prijsstijging over een jaar, en na een jaar economische stagnatie is een kerninflatiecijfer van 1,6% in de eurozone moeilijk te interpreteren. Kijken we door het jaar 2020 heen en vergelijken we het huidige prijspeil met dat in 2018, dan is het verschil op jaarbasis, exclusief voedingsmiddelen en energie, net geen 1%. De recente inflatiesprong is niets meer dan het inhalen van de achterstand, en misschien wel minder.

“

De recente inflatiesprong is niets meer dan het inhalen van de achterstand

Kijken we enkel naar energie en goederen, dan verandert het beeld. Zo geeft de fors gestegen olieprijs, het resultaat van eensgezindheid onder de grote aanbieders en een snel gestegen vraag, 12,5% hogere energieprijzen. Voor goederen betalen we nu 4,5% meer dan een jaar geleden. Dit laatste is van belang: al jaren wordt toegenomen internationale concurrentie en prijstransparantie op productmarkten gezien als belangrijke factoren achter lage inflatie. De forse stijging van goederenprijzen kan het begin zijn van een trendbreuk.

Kan, maar hoeft niet: het abrupt stilleggen van productie in grote delen van de wereld heeft tot grote tekorten geleid in belangrijke eindproducten, halffabricaten en grondstoffen.

Aan inhaalvraag kan lang niet altijd onmiddellijk worden voldaan. Zo liepen de prijzen voor hout in het eerste halfjaar nog sterk op, om daarna met twee derde terug te vallen. Dergelijke sterke schommelingen zullen zich, ook in andere productieketens, nog wel even blijven voordoen. Beleidsmakers en beleggers zullen hier doorheen moeten kijken. De dienstensector, waar het aanbod wat flexibeler is, geeft dan misschien het beste beeld van de structurele prijsontwikkeling. De geldontwaarding in die sector is ver beneden het streefniveau.

Geen extreem ruim beleid meer nodig

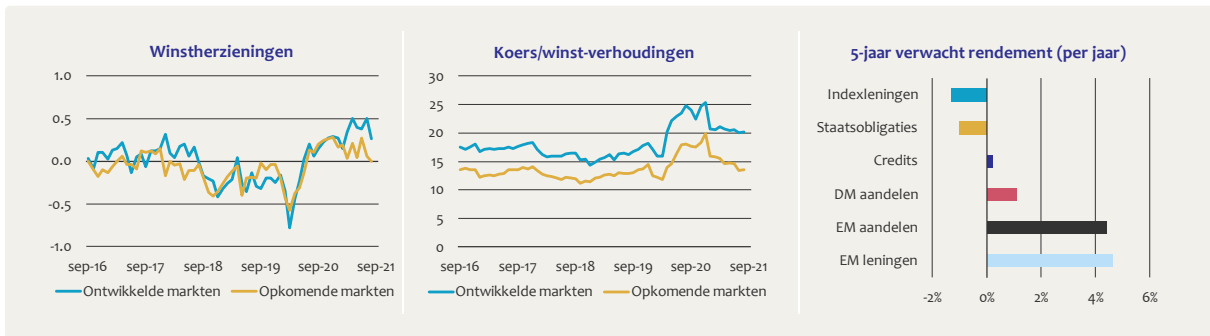
Het lijkt er dus op dat de inflatie in de eurozone slechts tijdelijk versnelt. Maar de inflatieverwachting is nu al weer boven het niveau waarop de ECB in 2019 besloot de obligatieaankopen te hervatten. Dat de ECB zich geleidelijk aan uit de obligatiemarkt terugtrekt is dus te rechtvaardigen. In de VS liggen de inflatiecijfers alweer wat hoger. Ook daar ligt “tapering” voor de hand. Maar welk van beide centrale banken ook het snelst verkraapt, in elk geval zal het aanbod van veilige staatsobligaties voor “gewone” beleggers toenemen, ook al omdat de Amerikaanse regering van plan is veel te blijven uitgeven en dat zal moeten financieren. Daar horen stijgende rentes bij. De rentecurve kan dus wat hoger komen te liggen.

Bij de huidige inflatieverwachtingen en renteniveaus wordt over twintig jaar nog een duidelijk negatieve reële rente ingeprijsd. In de grafiek is te zien dat sinds eind 2018 de verwachte rente ver beneden de verwachte inflatie ligt. In die twintig jaar zal de inflatie een nieuwe norm hebben bereikt. Het inflatiespook zal een aantal keren zijn verschenen en verdwenen. Centrale banken zullen daar hun rentebeleid op hebben aangepast, en niet meer structureel met een negatieve reële rente willen sturen of een niet-haalbare inflatiedoelstelling blijven najagen. Je zou zeggen dat de swapcurve op het lange stuk steiler kan.

Auteur: Pim Lausberg

Beleggingen

Het nog altijd ruimhartige beleid en de gezondere balans van de private sector hebben een sterk positieve impact op de nominale groei. Hoewel de piek in winstgroei achter ons ligt, blijft de winstgevendheid op peil. Afbouw van steun komt steeds dichterbij en dat heeft voor sommige markten gevolgen. Aandelen houden de voorkeur boven dure vastrentende waarden.



Van geweldig naar goed

In de nasleep van de pandemie blijven wereldwijd de overheidsuitgaven hoog. Dit in combinatie met het ruime monetaire beleid en gezondere balansen van de private sector, heeft een sterk positief effect op de *nominale* groei. De druk op winstmarges neemt echter ook toe vanwege de hogere inputkosten, onder meer door de gestegen energieprijzen. Hoewel de piek in opwaartse winstherzieningen achter ons ligt (grafiek links), blijft de winstgevendheid van vooral de ontwikkelde markten op peil.

“

Aandelenwaarderingen zijn ruim boven de niveaus van voor de coronacrisis

Aandelenwaarderingen, uitgedrukt in de koers/winst-verhouding (grafiek midden), zijn ruim boven de niveaus van voor de coronacrisis met uitzondering van de opkomende markten. De groei in China vertraagt en tegelijkertijd voert Beijing bewust een restrictief beleid om de kredietgroei aan banden te leggen. Daarbij neemt de Chinese overheid maatregelen tegen private ondernemingen met een dominante marktpositie. Al deze inspanningen hebben tot doel om de kwaliteit van de groei te verbeteren (zie ook p.5). Maar dit gaat bij een aantal grote bedrijven in tegen het belang van de aandeelhouders.

Een dergelijke aanpak door het Westen zou ook een stevige impact op de markt hebben. Big Tech (S&P Tech, S&P Comms en Amazon) vertegenwoordigt met meer dan 44% van de markt, de grootste concentratie sinds de IT bubbel. Naast de rentegevoeligheid van de sector zou hard ingrijpen, bijvoorbeeld door dominante bedrijven op te splitsen, tot een forse afwaardering van deze ondernemingen leiden.

Toch lijkt dit niet waarschijnlijk in de Amerikaanse democratie waar de financiering van verkiezingscampagnes deels afhankelijk is van het bedrijfsleven.

Tapering steeds dichterbij

Naarmate het economische herstel vordert, komt de afbouw van stimuleringsmaatregelen dichterbij. De Fed kondigde aan dat het de noodsteun dit jaar nog wil afbouwen. De markten worden ruim van tevoren geïnformeerd om een *taper tantrum* zoals in 2013 te voorkomen.

De verminderde liquiditeit zal echter niet alle markten onberoerd laten. Een stijging van de Amerikaanse reële rente kan een kapitaalstroom uit de opkomende markten op gang brengen als het minder volatiele alternatief aantrekkelijker wordt. Bovendien kampen sommige landen met hardnekkige inflatie en een tekort op de lopende rekening, en zijn genoodzaakt om meer overheidsobligaties uit te geven met een hogere rente en een zwakkere munt tot gevolg. Ook in Europa wordt de noodsteun afgebouwd, maar dit zal gepaard gaan met een verhoging van het reguliere opkoopprogramma. Hierin is het aandeel van aankopen in bedrijfsobligaties hoger, wat positief is voor credit spreads.

In vergelijking tot de dure vastrentende waarden hebben aandelen nog steeds de voorkeur (grafiek rechts). Waarderingen in opkomende markten zijn aantrekkelijker geworden, maar differentiatie tussen landen en timing blijft essentieel: covid en industriebeleid zorgen voor extra risico. Het risico is dat de Fed agressiever moet verkrappen dan de waarderingen momenteel weerspiegelen. De opwaartse druk op groei en (grondstof)prijzen is hoog waardoor de Fed mogelijk haar eerdere belofte niet kan nakomen. Na decennia van dalende inflatie zijn veel institutionele beleggers onderwogen inflatiebescherming. De negatieve *carry*, en het gegeven dat de reële rente het instrument is om inflatie te beteugelen, maakt geïndexeerde obligaties minder interessant als inflatiehedge. Grondstoffen en inflatieswaps hebben dan de voorkeur.

In het kader:

Auteurs: Thijs Knaap en Rob van de Wijngaert

Het rommelt weer in Azië

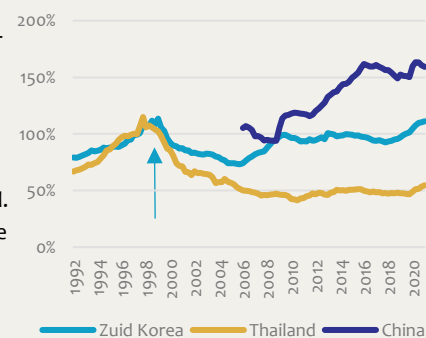
De betalingsproblemen bij Evergrande, een van de grootste private vastgoedontwikkelaars in China, roept herinneringen op aan de Azië-crisis van 1997-98 en het Taper Tantrum van 2013. Toch is het debacle bij Evergrande fundamenteel anders dan voorgaande crises. Beleggingen in obligaties en aandelen uit opkomende markten zijn juist aantrekkelijk op een vijfjaars horizon.

Volgend jaar juli is het alweer 25 jaar geleden: de Thaise wisselkoers stort in als buitenlandse beleggers massaal het land verlaten. Niet lang daarna zijn andere landen in Zuidoost Azië en ook Zuid Korea en Hongkong aan de beurt, en zitten we midden in de Azië-crisis. Als er één les is die de Aziatische landen in die periode geleerd hebben, dan is het wel om in de toekomst zo min mogelijk afhankelijk te zijn van vreemd kapitaal. Flitskapitaal jaagt de groei aan in tijden van voorspoed. Maar is ook vluchtig en wordt snel teruggetrokken als beleggers iets vissigs ruiken. Vandaar dat Aziatische beleidsmakers de afgelopen twee decennia gestuurd hebben op een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. Externe schulden maakten plaats voor forse valuta-reserves. Die vormen een buffer bij een plotselinge repatriëring van flitskapitaal.

In mei 2013 was de positie van Aziatische landen nog minder comfortabel. Toenmalig Fed-voorzitter Bernanke hintte er voor het Congres op dat de Fed zijn kwantitatieve verruiming zou kunnen gaan afbouwen. Dat leidde tot een 1%-punt stijging van de Amerikaanse tienjaarsrente in krap twee maanden: het Taper Tantrum. Met zo'n hoge, veilige, rente trokken beleggers hun geld terug uit opkomende markten, waarop de valuta-, obligatie- en aandelenkoersen kortstondig kelderden. Vooral de *fragile five* landen met een tekort op de lopende rekening en een financieringstekort moesten opnieuw het ontgelden.

Inmiddels zijn we een crisis en een nieuwe ronde QE verder, en de grote centrale banken zoals de Fed en de ECB staan weer op het punt om met een Taper te beginnen. Maar ze zijn momenteel veel voorzichtiger in hun communicatiebeleid. De afbouw van de hun kwantitatieve verruimingsprogramma's is al ruim van te voren aangekondigd. En de reactie van de markt is opvallend anders, want de tienjaarsrente is sinds april 2021 juist gedaald en niet gestegen. EM beleggingen kunnen daarom wel een stootje hebben als de Amerikaanse lange rente op termijn toch gaat stijgen. Ten opzichte van beleggingen in ontwikkelde markten zijn ze op dit moment aantrekkelijk gewaardeerd.

Terug naar China en Evergrande. Wie parallellen in de geschiedenis zoekt, kan kijken naar de omvang van de bedrijfsschulden (grafiek). De piek in Thailand en Zuid Korea valt samen met het begin van de Azië-crisis. Schulden in China zijn nog steeds stijgende, en liggen behoorlijk hoger dan in de crisislanden van destijds. Maar er is een groot verschil tussen China en de landen van de Azië-crisis: de afwezigheid van buitenlandse (flits-) financiering. China financiert zichzelf en is nauwelijks afhankelijk van buitenlands kapitaal. Daar komt bij dat banken voor het overgrote deel gecontroleerd worden door de Chinese overheid. Dat geeft armslag om een binnenlandse financiële crisis te smoren. Niet alleen in theorie, maar ook in de praktijk: twee jaar geleden werd de regionale Baoshang bank overgenomen en ontmanteld, en eerder dit jaar overkwam dat vermogensbeheerder Huarong. Het leidde niet tot paniek of besmetting van andere instituties.



Bedrijfsschulden als % van het bbp. Data: Macrobond, BIS, APG

Dat de vastgoedontwikkelaar Evergrande nu in de problemen zit is dan ook niet het gevolg van vluchtende buitenlanders, maar van doelbewust beleid. Vorig jaar al stelde de Chinese toezichthouder paal en perk aan excessieve vastgoedleningen, volgens de regering een bron van financieel risico. Drie "rode lijnen" (grenzen aan schuldratio's) zorgden ervoor dat ontwikkelaars niet langer geld konden lenen via de reguliere kapitaalmarkt of de schaduwbanken. Ze waren aangewezen op de verkoop van hun eigen onroerend goed. Uiteindelijk ging dat niet snel genoeg en liep het schuldgestuurde groeimodel vast. Beleggers kijken momenteel angstvallig naar de reactie van de toezichthouders en centrale en lokale overheden. Een volledige bailout lijkt onwaarschijnlijk, maar de overheid zal wel proberen om te voorkomen dat de crisis zich verspreidt. Daarbij helpt het dat er een goed beeld is van het netwerk van schulden. Dat maakt de situatie anders dan bij de val van Lehman Brothers in 2008, toen onduidelijkheid leidde tot wantrouwen in de financiële sector en het opdrogen van liquiditeit.

“

China financiert zichzelf en is nauwelijks afhankelijk van buitenlands kapitaal

Een einde aan het schuldgestuurde Chinese groeimodel is toe te juichen. Dat moet niet gepaard gaan met overmoed en leidt tot wrijving op korte termijn, maar voorkomt juist catastrofes op lange termijn. Beleggers zullen moeten wennen aan tragere economische groei. Ze moeten ook steeds meer duiden wat de precieze bedoeling is van de Vijfjarenplannen. In het laatste Plan staan gelijkheid en kwalitatieve groei centraal. We weten ondertussen wat dat betekent.

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)
Hans van Westrienen (Vastrentend)
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
hans.van.westrienen@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:
4 oktober 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 beleggingsadvies. 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.