



## Counterpoint Weekly 22–28 maart 2021

### Het inflatievraagstuk

#### Daniele Antonucci

Chief Economist & Macro Strategist

#### Tom Kremer

SENIOR FUND MANAGER

#### Bill Street

Group Chief Investment Officer

Moeten beleggers zich zorgen maken over inflatie? Is de komende piek tijdelijk, of een langdurige trend waardoor de centrale banken de rente moeten verhogen, of zal uiteindelijk blijken dat de obligatierente te sterk reageert?

#### Wat u moet weten

- Voor de komende maanden ziet het ernaar uit dat de inflatie in de VS ten gevolge van verschillende statistische effecten, stijgende olieprijsen en achterblijvend aanbod boven de 3% zal uitkomen. Hoewel de omvang en de duur onzeker zijn, is de stijging volgens ons tijdelijk. We verwachten dat de inflatie vervolgens begin 2022 zal vertragen tot net boven de 2%.
- De arbeidsmarkten zullen hoogstens geleidelijk voor opwaartse inflatiedruk zorgen en daarom zullen de belangrijkste centrale banken hun beleid voorlopig niet verkrappen. Op de langere termijn zouden technologische en demografische factoren een inflatieremmend effect kunnen hebben.
- We verwachten dat de obligatierente geleidelijk zal stijgen, en minder dan in eerdere vroegerherstelfasen, waarbij de curves versteilen doordat de centrale banken de korte rente vastpinnen en de langere laten stijgen, zolang dit aan de snellere groei kan worden toegeschreven. We hebben onze vooruitzichten voor de Amerikaanse dollar aangepast en verwachten dat door de omvangrijke Amerikaanse fiscale stimuleringsmaatregelen en het hogere vaccinatietempo de munt ten opzichte van de euro zal aantrekken.
- Onze verwachting is nu dat de Amerikaanse 10-jaarsrente zich in het vierde kwartaal van 2021 tussen de 1,75% en 2% zal bewegen. We verwachten nog steeds negatieve reële rentes (die stimulerend zijn) en dat centrale banken de financieringskosten van overheden binnen de perken zullen houden om fiscale stimuleringsmaatregelen betaalbaar te houden. De olieprijs zal naar verwachting verder stijgen. Conjunctuurgevoelige aandelen, sectoren en beleggingsstijlen zouden ondersteund moeten blijven.

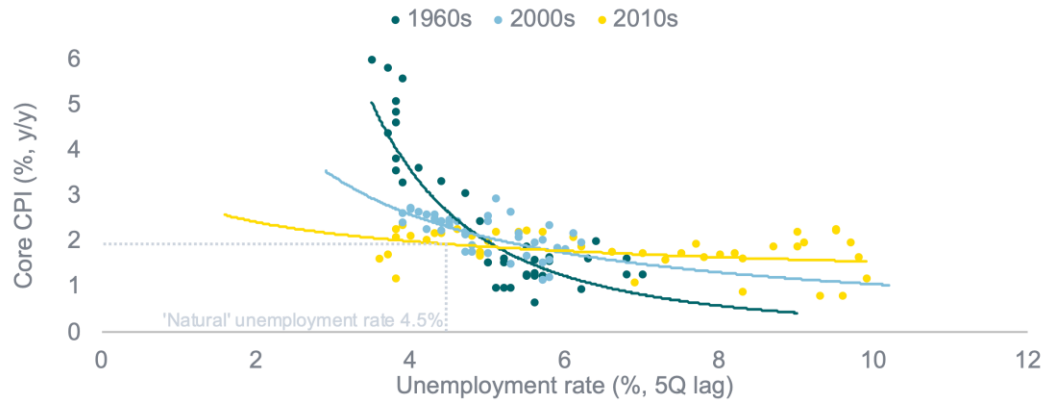
Op het meest basale niveau zijn er twee manieren waarop inflatie ontstaat. Wanneer de werkloosheid lager is dan het natuurlijke niveau, kunnen zich arbeidstekorten voordoen. Wanneer bedrijven de lonen verhogen om arbeidskrachten aan te trekken, stijgen de productiekosten. Wanneer ze ook de prijzen verhogen, ontstaat er kostprijsinflatie. Wanneer de werkloosheid laag is en de lonen stijgen, neemt ook de vraag naar goederen en diensten toe en zijn consumenten bereid om meer te betalen, vooral wanneer het aanbod zich te langzaam aanpast. Dit leidt tot hogere prijzen als gevolg van bestedingsinflatie.

De omgekeerde relatie tussen het werkloosheidspercentage en de kerninflatie, de Philips-curve, is in de loop ter tijd onstabiel. De hogere inflatieverwachtingen kunnen het effect van een zichzelf vullende voorspelling hebben waardoor er een stijgende inflatiespiraal ontstaat, en omgekeerd. Nu is het zo dat door het vertrouwen in de inflatiebestrijding door centrale banken dit verband is "afgevlakt". In de jaren '60 en '70 hoorde er bij een bepaald werkloosheidspercentage over het algemeen een hoog inflatiepercentage dan vandaag de dag; deze trend is mogelijk door een langdurige periode van lage inflatie versterkt (figuur 1).

We denken dat de Amerikaanse consumentenprijsinflatie in het tweede kwartaal jaar-op-jaar met meer dan 3% zal versnellen. We verwachten echter dat deze 12 maanden later zal terugvallen tot iets boven de 2%.

**Figuur 1: Omgekeerd verband tussen kerninflatie en werkloosheidspercentage**

We bevinden ons nog lang niet op het punt dat de inflatoire druk door de situatie op de arbeidsmarkt fors toeneemt.



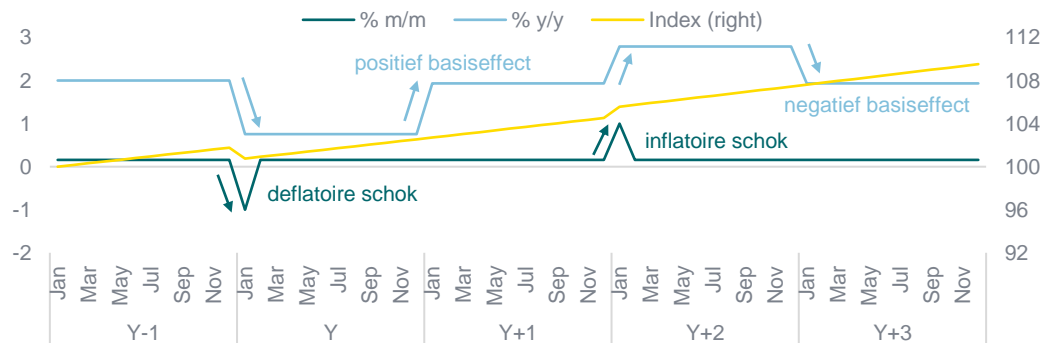
Bron: Quintet, Bloomberg

**Verwachting voor de korte termijn: een tijdelijke piek**

We denken dat de Amerikaanse consumentenprijsinflatie in het tweede kwartaal jaar-op-jaar met meer dan 3% zal versnellen. We verwachten echter dat deze 12 maanden later terug zal vallen tot iets boven de 2%. De reden hiervoor is dat de stijging grotendeels wordt veroorzaakt door de vergelijking met de prijsdalingen ten gevolge van de pandemie gedurende dezelfde periode een jaar geleden. Figuur 2 geeft een voorbeeld waarin de inflatie maand-op-maand laag is, behalve in januari van jaar J, omdat deze door een eenmalige lockdown-gebeurtenis tot -1% daalt. De jaar-op-jaar berekende inflatie daalt daardoor totdat het deflationaire effect uit de jaar-op-jaar vergelijking verdwijnt en deze weer terugkeert, als alle andere factoren gelijk blijven, tot het pre-lockdownniveau van de jaar-op-jaar inflatie in januari J+1. Een inflatoire schok heeft het tegenovergestelde effect.

**Figuur 2: Basiseffecten inflatie**

Een groot deel van de variatie van de jaar-op-jaar inflatie kan worden toegeschreven aan de gemakkelijke vergelijking met overeenkomstige periodes in het voorgaande jaar



Bron: Quintet

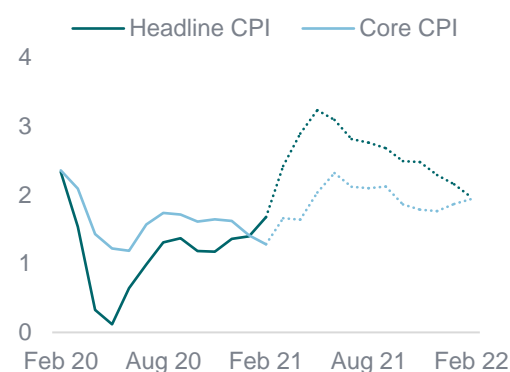
Uiteraard is het in de echte wereld zelden zo dat alle andere factoren gelijk blijven. De olieprijsen zijn sindsdien gestegen en we gaan inmiddels uit van een verdere stijging tot USD 75/vat tegen het einde van het jaar. Maar, tenzij we ervan uitgaan dat de olieprijsen alleen maar zouden blijven stijgen, zal ook dit effect op een bepaald moment uit de jaar-op-jaar vergelijking verdwijnen. We bouwen een model dat met dergelijke factoren rekening houdt, maar ook een projectie maakt van de ontwikkeling van de kerninflatie op basis van een geleidelijk aantrekkende werkgelegenheid en

Chinese producentenprijzen, belangrijk voor de wereldwijde toeleveringsketens, zijn gestegen, maar het tempo van de stijging komt nu hoogstens overeen met het langetermijngemiddelde

loongroei, verankerde consumenteninflatieverwachtingen en een gematigde doorwerking van de producentenprijzen. Dit model suggereert dat ook de onderliggende inflatie zou moeten aantrekken, weliswaar langzaam, en tussen het huidige niveau van 1,5% en 2% in het volgend jaar zou moeten liggen; nog steeds onder de doelstelling van de Fed (figuur 3).

**Figuur 3: Nominale inflatie en kerninflatie van de consumptieprijzen VS (% , j/j)**

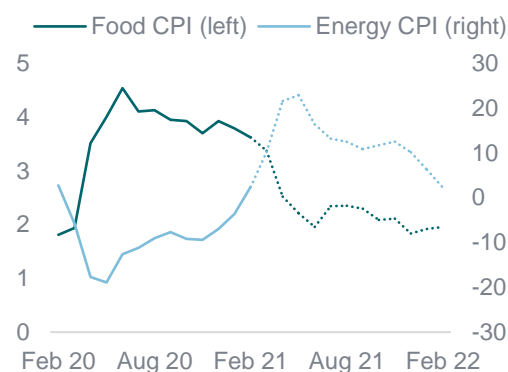
Nominale inflatie stijgt eerst en daalt vervolgens, kerninflatie stijgt geleidelijker



Bron: Quintet, Bloomberg

**Figuur 4: Prijsinflatie energie en voedsel VS (% , j/j)**

Energie-inflatie piekt fors en vertraagt vervolgens, inflatie voedselprijzen neemt af



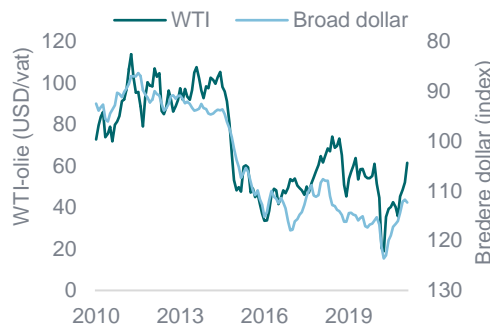
Bron: Quintet, Bloomberg

Hoewel ons model voor de algemene inflatietrends en hun seizoensafhankelijke patronen goede resultaten oplevert, is het moeilijker om deze prognoses van maand tot maand te kalibreren. Het is mogelijk dat de eerdere zwakte van de dollar en de hogere olieprijsen sneller doorwerken dan verwacht. De dollar is onlangs echter aangetrokken en we denken dat de grootste olieprijsstijgingen achter ons liggen (figuur 5), hoewel door de toenemende vraag ten gevolge van de heropening en de aanbodbeperkingen van de OPEC+ de olieprijsen waarschijnlijk nog iets verder zullen worden opgestuwd. De impact van een tekort aan verwerkingscapaciteit in havens en beperkte beschikbaarheid van scheepscontainers is echter onzekerder. Dit heeft geleid tot een piek in de transportkosten van China naar de VS en Europa (figuur 6). Als dit aanhoudt, kunnen deze hogere kosten deels op consumenten worden afgewenteld. In verband met deze opwaartse prijsdruk (en met de impact van het weer op de voedselprijzen) houden we in onze prognoses weliswaar rekening met een stijging, maar kan deze niet nauwkeurig worden ingeschat.

Hoewel we verwachten dat de inflatie in de VS in het tweede kwartaal van dit jaar zal pieken en vervolgens eind 2021 en begin 2022 weer op het doelniveau zal uitkomen, denken we niet dat het lage inflatieniveau (en de lage obligatierente) die we tijdens de pandemie zagen, terug zullen keren.

**Figuur 5: Olieprijs en USD-index**

De valutazwakte in het verleden en de gestegen grondstoffenrijzen zijn mogelijk een aanwijzing voor toenemende inflatierisico's in de VS



Bron: Quintet, Bloomberg

**Figuur 6: Transportkosten**

Door aanbod gerelateerde knelpunten ten gevolge van de pandemie kunnen de prijzen tijdelijk worden opgedreven

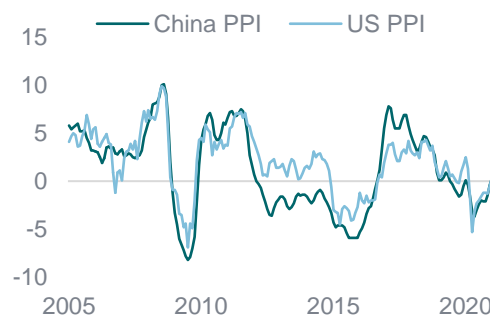


Bron: Quintet, Bloomberg

De mate waarin deze vertraagde en tijdelijke effecten doorwerken en wat hun uiteindelijke impact is op de producenten- en consumentenprijzen moet nog blijken. Vooral nog ziet het ernaar uit dat producenten bereid en in staat zijn om deze kosten via margecompressie te absorberen, in ieder geval gedeeltelijk. Chinese producentenprijzen, belangrijk voor de wereldwijde toeleveringsketens, zijn gestegen, maar het tempo van de stijging komt nu slechts overeen met het langetermijngemiddelde. Amerikaanse producentenprijzen zijn ook gestegen, hoewel het huidige tempo ruim onder dat van eerdere pieken ligt (figuur 7). De vraag of huidige of toekomstige prijsdruk door knelpunten binnen de toeleveringsketen zich uiteindelijk in sneller stijgende consumentenprijzen vertaalt, is afhankelijk van de inschatting van bedrijven of de consument bereid is meer te betalen. Vanuit dit perspectief, en hoewel er op al deze punten sprake is van een verbetering, zijn we van mening dat het normale werkloosheidspercentage de reservecapaciteit in de economie onderschat. Wanneer we het gebrek aan werkgelegenheid ('underemployment' van werknemers die meer uren zouden willen werken) meewegen, is de werkloosheid veel hoger, wat de opwaartse druk op lonen en inflatie zou moeten dempen (figuur 8).

**Figuur 7: Producentenprijzen (%/j)**

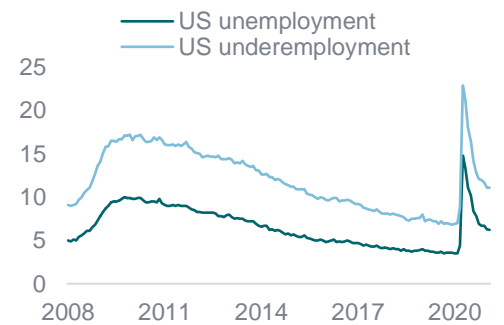
Prijsdruk door knelpunten binnen toeleveringsketen nog steeds relatief beperkt



Bron: Quintet, Bloomberg

**Figuur 8: Werkloosheidscijfers (%)**

Door een hogere werkloosheid dan uit de officiële statistieken blijkt, zou de inflatiestijging beperkt kunnen blijven



Bron: Quintet, Bloomberg

**Verwachting voor de middellange termijn: geleidelijke normalisatie**

Hoewel we verwachten dat de inflatie in de VS in het tweede kwartaal van dit jaar zal pieken en vervolgens eind 2021 en begin 2022 weer op het beoogde niveau zal komen, denken we niet dat het lage inflatieniveau (en de lage obligatierente) die we tijdens de pandemie zagen, terug zullen keren. We zijn echter van mening dat voor een substantiële stijging van de kerninflatie, de

loongroei eerst moet aantrekken (figuur 9). In dit stadium verwachten we dat, gezien de huidige marge, de arbeidsmarkt eerst fors zou moeten verkrappen voordat dit kan gebeuren. Aangezien een groot deel van de werknemers die tijdens de recessie hun baan hebben verloren nog steeds werkloos is en de langdurige werkloosheid sterk is toegenomen, is het niet verrassend dat de loondruk minimaal is geweest. Gedurende de recessie en het herstel hebben de lonen zich volgens de loongroeitracker van de Atlanta Fed tot nog toe horizontaal ontwikkeld. Bovendien is de trend in de loonkostenindex in 2020 omgeslagen en gedaald tot 2,5%, op werk niveau er geen sprake is van kerninflatiedruk van enige betekenis. Het is niet verrassend dat ook in het eurogebied de loondruk beperkt was (figuur 10).

**Figuur 9: Kerninflatie en loongroei VS (% j/j)**

Nog geen opwaartse druk op consumentenprijzen door lonen



Bron: Quintet, Bloomberg

**Figuur 10: Meting van de loonkosten eurogebied (% j/j)**

Stagnerende loongroei, met omvangrijke verstoringen ten gevolge van de pandemie



Bron: Quintet, ECB

Marktgebaseerde inflatieverwachtingen zijn zowel in de VS en Europa toegenomen, hoewel ze in de VS inmiddels relatief hoog zijn en in Europa vrij laag blijven. Op enquêtes gebaseerde maatstaven voor inflatieverwachtingen hebben zich in mindere mate aangepast. Naarmate de onbenutte capaciteit geleidelijk afneemt en de conjunctuur een rijpere fase ingaat, zullen de inflatieverwachtingen volgens ons waarschijnlijk ondersteund blijven. Dit zou met name voor de VS moeten gelden, terwijl dit proces in Europa langer zou kunnen duren of minder uitgesproken zou kunnen zijn (figuur 11). We zijn echter ook van mening dat de Amerikaanse staatsobligatiemarkt het inflatierisico te hoog inschat. De break-even inflatiecurve is tussen tien en vijf jaar omgekeerd (en zelfs tussen tien en twee jaar). Dit zou kunnen betekenen dat wanneer de economie weer aantrekt, de markt een eventuele stijging van de kerninflatie mogelijk als een cyclische, niet structurele trend zal beschouwen (figuur 12). Met andere woorden, in 2020 zou er vanuit een middellangetermijnperspectief sprake kunnen zijn geweest van een dieptepunt in de inflatie (en rente), maar dit hoeft niet noodzakelijkerwijs vanuit een langetermijnperspectief te gelden.

**Figuur 11: 5-jaars break-even inflatie (%)**

Stijging hoofdzakelijk in de VS, in Europa in mindere mate



Bron: Quintet, Bloomberg

**Figuur 12: Amerikaanse 10-jaars minus 5-jaars break-even inflatiepercentage**

Markt betwijfelt of inflatiestijging zal aanhouden



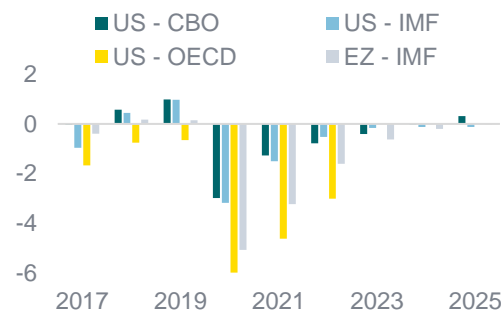
Bron: Quintet, Bloomberg

De demografische ontwikkeling vormt ook een uitdaging. De beroepsbevolking in de ontwikkelde wereld zal naar verwachting afnemen

Verwachting voor de lange termijn: eerder tweerichtingsverkeer, maar grotere kans op desinflatie

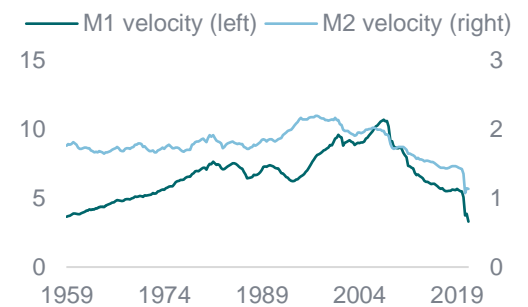
Het is een open vraag of de inflatie op de langere termijn duidelijker zal aantrekken. Als we ons inderdaad aan het begin van een nieuwe cyclus bevinden, blijkt uit onze prognose dat de inflatoire druk naarmate de economie aantrekt in de loop der tijd waarschijnlijk zal toenemen. Het is echter onduidelijk hoeveel overcapaciteit er daadwerkelijk is. De zogeheten output-gap (het verschil tussen de daadwerkelijke en de potentiële output) is altijd een schatting, aangezien de potentiële output niet kan worden waargenomen. Verschillende maatstaven wijzen in uiteenlopende mate op overcapaciteit, maar ze wijzen allemaal op een aanzienlijke onderbenutting van hulpbronnen. In de VS gedurende korte tijd, maar in Europa veel langer (figuur 13). Net als bij de werkloosheid, zou ook hier sprake kunnen zijn van een zekere mate van 'verborgen' overcapaciteit. Bovendien weten we niet zeker of een forse versnelling van de groei van de geldhoeveelheid tot hogere inflatie zal leiden. Dat komt doordat de omloopsnelheid van geld (de mate waarin geld van hand tot hand gaat) al meer dan tien jaar aan het afnemen is (figuur 14).

**Figuur 13: Output gap (%)**  
 Reservercapaciteit gaat afnemen, maar geleidelijk



Bron: Quintet, Bloomberg, CBO, IMF, OECD

**Figuur 14: Omloopsnelheid van geld VS (%)**  
 Een structurele afname

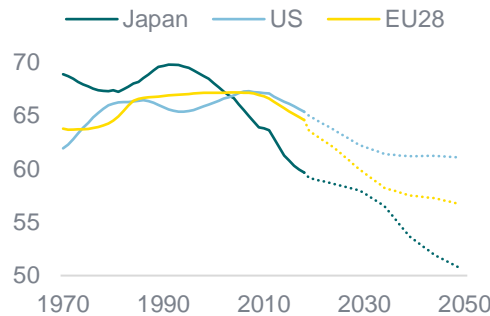


Bron: Quintet, Bloomberg

De demografische ontwikkeling is ook een uitdaging. De beroepsbevolking in de ontwikkelde wereld zal naar verwachting afnemen (figuur 15). Hoewel men zich scenario's kan voorstellen waarin de loongroei door schaarste op de arbeidsmarkt wordt aangejaagd, wordt dit weerlegd door empirisch bewijsmateriaal (weliswaar beperkt tot Japan). Het tegenovergestelde lijkt het geval: de loongroei lijkt eerder te stagneren (figuur 16). Bovendien is het zo dat zelfs in een scenario waarin de lonen zouden stijgen, het voor ons niet duidelijk is dat vergrijzende samenlevingen, die in hoge mate afhankelijk zijn van spaartegoeden, de voorkeur zouden geven aan een hoge inflatie. Zij geven eerder de voorkeur aan stabiele lage inflatie. Daarnaast zijn ouderen over het algemeen eerder geneigd om naar de stembus te gaan dan jongeren, wat tot wet- en regelgeving kan leiden die tot structureel inflatieremmend beleid kan leiden. Het zou uiteraard kunnen dat deze dynamiek specifiek is voor de Japanse economie, terwijl dit niet voor de VS geldt, en dat Europa zich ergens daar tussenin zou kunnen bevinden. Wij zijn niettemin van mening dat het niet onredelijk is om bij deze scenario's stil te staan.

Door het 'Amazon-effect' zouden consumenten duurdere tussenhandelaren kunnen uitsluiten. Door het 'Google-effect' zou het prijszettingsvermogen van bedrijven kunnen worden uitgehold. Door het 'Uber-effect' zou het prijszettingsvermogen van gevestigde bedrijven verder kunnen worden beperkt.

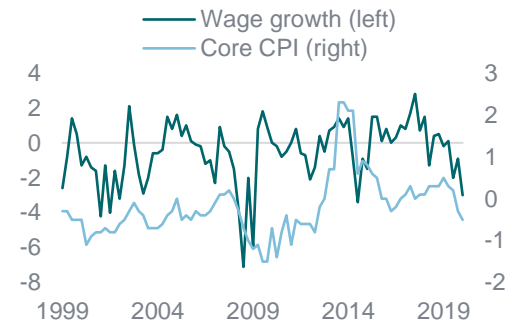
**Figuur 15: Beroepsbevolking (% van totaal)**  
 Ontwikkelde economieën krijgen met demografische uitdagingen te kampen



Bron: Quintet, VN

**Figuur 16: Loongroei en inflatie in Japan (%/j)**

Hardnekkige desinflatie

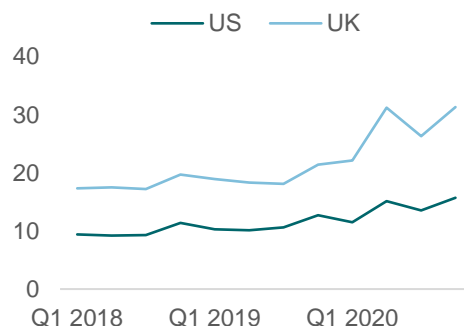


Bron: Quintet, Bloomberg

Voor de langere termijn gaan we eerder uit van desinflatie. Dat komt omdat we denken dat technologische innovatie en automatisering voor sterke groei zouden moeten zorgen waardoor tegelijkertijd de inflatie binnen de perken blijft. Volgens ons is een dergelijk klimaat gunstig voor risicovolle beleggingscategorieën. Ons standpunt komt neer op de overtuiging dat het zogeheten 'Amazon/Google/Uber-effect' waarschijnlijk inflatieremmend is. Hoewel de namen van deze bedrijven slechts dienen als voorbeeld van algemenere trends en de algemene opkomst van e-commerce, leidt het 'Amazon-effect' tot neerwaartse prijsdruk (in het uiterste geval tot minder snelle prijsstijgingen) doordat consumenten dure tussenhandelaren kunnen vermijden (figuur 17). Door het 'Google-effect' zou het prijszettingsvermogen van bedrijven kunnen worden ingeperkt door de zoekkosten te verlagen. Door het 'Uber-effect' zouden bestaande productiemiddelen naar de markt kunnen worden gebracht, waardoor het prijszettingsvermogen van bedrijven verder wordt uitgehold (figuur 18). Hoewel door deze prijsdrukkende factoren de inflatiecyclus niet wordt geneutraliseerd, kunnen ze gecombineerd een aanzienlijk inflatieremmende werking hebben.

**Figuur 17: E-commerce (% van totale retailverkoop)**

De toenemende trend in de VS en het VK zou een inflatieremmend effect kunnen hebben



Bron: Quintet, US Census, UK ONS

**Figuur 18: Geschatte kosten van een rit van acht mijl (USD)**

Door technologische innovatie ontstaat er een neerwaartse prijsdruk



Bron: Quintet, RideGuru

**Wat betekent dit concreet?**

Overigens is het niet onmogelijk is dat door overstimulering de vraag een enorme boost krijgt, waardoor de inflatieverwachtingen verschuiven, en dat knelpunten aan de aanbodkant structureler van aard blijken. Volgens ons is het waarschijnlijker dat de komende inflatiepiek zal worden gevolgd door positieve, maar gematigde inflatietrends, in ieder geval tot de arbeidsmarkt duidelijker verkrappt en/of de prijsdruk door knelpunten binnen de toeleveringsketen verder toeneemt. Het klimaat van lage inflatie en zeer lage rente gedurende de pandemie zal waarschijnlijk niet

terugkeren. Het zal echter ook niet omslaan naar een klimaat van hoge inflatie. Hoewel onze prognose is dat de inflatie en de obligatierente op de middellange termijn zullen stijgen, gebeurt dit volgens ons in een klimaat van hogere groei. Historisch gezien presteerden aandelen en bedrijfsobligaties beter bij een stijgende rente dan bij een dalende, vooral wanneer de rente met de inflatieverwachtingen meestijgt.

**Figuur 19: Wereldwijd presteren aandelen beter wanneer de reële rente en de inflatie beide stijgen, en omgekeerd**

MSCI ACWI	Gemiddeld wekelijks rendement		
	Inflatie		
	De reële rente	Daling	Neutraal
Daling	-1,3%	0,0%	0,7%
Neutraal	-0,8%	0,2%	1,2%
Stijging	-0,8%	0,8%	1,2%

**Figuur 20: Amerikaans highyield presteert ook beter (wat de risicopremies betreft) wanneer de reële rente en de inflatie beide stijgen**

US HY XS	Gemiddeld wekelijks rendement		
	Inflatie		
	De reële rente	Daling	Neutraal
Daling	-0,7%	-0,3%	0,2%
Neutraal	-0,4%	0,1%	0,6%
Stijging	-0,4%	0,5%	0,9%

Bron: Quintet, FactSet, berekeningen volgens methodologie van Morgan Stanley. Data wekelijks rendement vanaf 2000, indien beschikbaar Meerrendement bedrijfsobligaties.

We schetsen hier een beeld van fors groeiherstel, waarbij de inflatie aantrekt, maar historisch gezien relatief gematigd voor deze vroege fase (afgezien van een kortetermijnpiek), zodat de grote centrale banken de komende twee tot drie jaar de rente niet verhogen. De drie mogelijke renteverhogingen in de loop van 2023 die door de markten zijn ingeprijsd, zijn volgens ons gebaseerd op een te strijdlustig verwacht beleid van de Fed. Wij gaan uit van één renteverhoging. Samengevat betekent dit:

**Amerikaanse rente stijgt, maar is historisch laag** Onze verwachting is nu dat de Amerikaanse 10-jaarsrente zich in het vierde kwartaal van 2021 binnen een bandbreedte van 1,75% en 2% zal bewegen – en op het eind van het vierde kwartaal wellicht hierboven uitkomt – en dat hij geleidelijk zal stijgen naarmate de cyclus vordert. Uiteindelijk zou een meer verkrappend beleid van de centrale bank een realistischer scenario worden. Wij denken dat de Fed niet zal ingrijpen als de inflatie licht boven de doelstelling uitstijgt (aangezien de Fed het afgelopen jaar is overgegaan op een flexibele gemiddelde inflatiedoelstelling) omdat de rente voornamelijk door de hogere groei aantrekt en we denken dat de Fed de financieringskosten van de overheid betaalbaar wil houden. We verwachten dat de Fed eind dit jaar bekend zal maken met 'tapering' te willen beginnen (afbouw van de omvang/tempo van obligatie-aankopen) en dat ze hiermee begin 2022 een aanvang zal maken. Tot 2023 verwachten we geen renteverhogingen.

**Steilere rentecurves** De korte rente zou niet moeten bewegen, en de langere rente zou verder stijgen, maar niet in een hoog tempo. We denken echter niet dat zelfs na afloop van de tijdelijke inflatiestijging, die we volgens ons vanaf volgende maand moeten zien (in de data van maart en nog duidelijker in het tweede kwartaal), de inflatie en de obligatierente weer zullen terugkeren tot het lage niveau van gedurende het grootste deel van de pandemie. We beschouwen steilere curves als een teken van normalisering, maar er is waarschijnlijk een grens aan de mate en het tempo waarin ze kunnen verstellen. Wanneer de stijging echter te snel zou verlopen, bijvoorbeeld boven de bandbreedte van 2% en 2,5% op het einde van het jaar, verwachten we dat de Fed haar aankopen op het lange gedeelte van de curve zal concentreren om te proberen de lange rente omlaag te brengen.

**Vooruitzichten Europese inflatie/rente veel lager** In de VS is er meer ruimte voor normalisering van de inflatie/rente dan in Europa, omdat in de VS de groeivoorzichten, de vaccinatietrends en het begrotingsbeleid veel gunstiger zijn dan in Europa. De Europese Centrale Bank heeft onlangs bekendgemaakt het tempo van het obligatieopkoopprogramma te willen versnellen om een ongewenste rentestijging te beperken. De ECB zou haar inflatiedoelstelling bijstellen van "onder, maar dichtbij de 2% op de middellange termijn" tot een symmetrische bandbreedte rond 2%, vergelijkbaar met wat de Fed het afgelopen jaar heeft gedaan. Dit betekent dat ze de inflatie wil



We schetsen hier een beeld van fors groeiherstel, waarbij de inflatie aantrekt, maar historisch gezien relatief gematigd voor deze vroege fase (afgezien van een kortetermijnpiek), zodat de grote centrale banken de komende twee tot drie jaar de rente niet verhogen

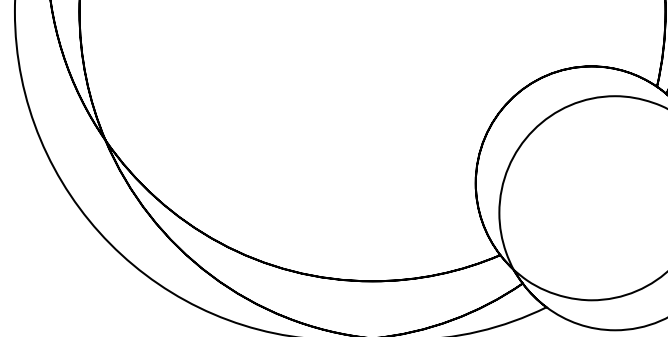
laten stijgen (dit lijkt vooralsnog vanzelf te gebeuren) tot boven de doelstelling, alvorens te beginnen met renteverhogingen.

**Sterkere USD** We gaan er inmiddels niet meer vanuit dat de Amerikaanse dollar tot 1,25 zal verzwakken ten opzichte van de euro. We beschouwen het huidige niveau van rond de 1,20 als een mogelijk omslagpunt en verwachten dat de dollar geleidelijk zal aantrekken. Onze nieuwe doelstelling is 1,17 voor het einde van het jaar en 1,15 voor het eind van 2022. Dit komt doordat we voor de VS nu uitgaan van een sterkere groei en hogere inflatie ten opzichte van het eurogebied en van meer ruimte voor een stijgende rente op Treasuries dan op Bunds. Dit is ook vanwege de extra stimuleringsmaatregelen in de VS en het hogere vaccinatietempo tegenover de langzame invoering van het EU-herstelfonds en een achterblijvend inentingsprogramma in het eurogebied.

**Nog langere tijd hogere olieprijsen** Ook verwachten we hogere olieprijsen dan eerder; we verwachten voor het eind van het jaar prijs van USD 75/vat, maar vanaf dat punt een beperkt stijgingspotentieel. Naarmate de economieën weer op gang komen en de mobiliteitsbeperkingen worden opgeheven, kan tijdens de zomer de vraag naar olie in potentie toenemen tot ruim boven de 1 miljoen vaten per dag gedurende meerdere opeenvolgende maanden. Daarnaast zou door het streven van de OPEC+ naar een krappe markt ten gevolge van aanbodbeperkingen enige opwaartse prijsdruk kunnen ontstaan. Onze macrovoorzichten zouden echter niet consistent zijn bij veel hogere prijzen voor de korte termijn, bijvoorbeeld boven de USD 80/vat.

**Sommige opkomende markten zullen het moeilijk krijgen** De snelheid waarmee de Amerikaanse 10-jaarsrente toeneemt, is twee tot drie keer hoger dan de 'pijndrempel' van 20-30bp per maand waarbij beleggingen in opkomende markten (EM) het over het algemeen moeilijk hebben. Wanneer we EM's op een groot aantal punten vergelijken, blijkt uit onze scorekaarten dat Azië de sterkste fundamentals heeft, maar het is ook de EM-regio waar de aandelenwaarderingen uitdagender lijken, hoewel dit mogelijk deels een weerspiegeling is van structurele verschuivingen naar sectoren met hogere groei, terwijl er in Latijns-Amerika sprake is van meerdere kwetsbaarheden. Grondstoffenexporteurs profiteren in deze fase van stijgende grondstoffenprijzen.

**Conjunctuurgevoeligheid blijft hoog** Wanneer de conjunctuurcyclus van een recessie naar verbetering en uiteindelijk naar expansie omslaat, (wanneer matige en verslechterende economische omstandigheden omslaan naar matige maar verbeterende omstandigheden, en uiteindelijk naar groei), presteren op groei gerichte beleggingscategorieën als conjunctuurgevoelige aandelen, sectoren en beleggingsstijlen over het algemeen beter. Obligaties van kernlanden presteren over het algemeen slechter. Long-duration groeiaandelen zoals bijvoorbeeld de technologiesector zouden de gevolgen van een iets hogere verdisconteringsfactor kunnen ondervinden (dit was eerder al kortstondig het geval), hoewel dit slechts één factor is om rekening mee te houden en dit betreft een langere horizon.



## Quintet Private Bank

We zijn er trots op dat we klein genoeg zijn om u en uw familieleden dienstverlening op maat te kunnen bieden, en groot genoeg om u toegang te verschaffen tot het beste dat de financiële wereld te bieden heeft. Wat uw behoeften ook zijn, wij bieden u objectieve inzichten, advies en informatie over producten en diensten, die overeenstemmen met uw persoonlijke doelstellingen. Met kantoren in 50 Europese steden staan we overal voor u klaar, waar u zich ook bevindt. Onze doelstelling is het winnen van uw vertrouwen en het gesprek aan te gaan over wat voor u daadwerkelijk van belang is.

### Over ons

Quintet Private Bank (Europe) S.A. is in 1949 opgericht, heeft zijn hoofdkantoor in Luxemburg en is met 2.000 werknemers actief in meer dan 50 Europese steden. Quintet is een algemeen erkende, toonaangevende private bank voor vermogende personen, hun families en een breed scala aan institutionele en professionele cliënten, waaronder family offices, stichtingen en andere vermogensbeheerders. De familie private banken van Quintet bestaat uit Brown Shipley (VK), InsingerGilissen (Nederland), Merck Finck (Duitsland), Puilaetco (België), Puilaetco (Luxemburg), Quintet Danmark (Denemarken), Quintet Luxembourg (Luxemburg), Quintet Switzerland (Zwitserland).

Ga naar [www.quintet.com](http://www.quintet.com) voor meer informatie.

### Voor een rijker leven

Wij zijn van mening dat een rijk en zinvol leven veel verder gaat dan vermogen en bezittingen en dat levensdoelen, passie en impact er voor onze cliënten daadwerkelijk toe doen. Als u net als ons gedreven bent en nieuwsgierig naar manieren om uw leven rijker te maken, dan nodigen we u van harte uit om deel te nemen aan onze voortdurende dialoog over dit onderwerp. We voeren regelmatig gesprekken met mensen uit alle delen van de samenleving over impact, cultuur, onderwijs, nalatenschap en talloze andere onderwerpen – om belangrijke vraagstukken van vandaag vanuit een ander perspectief te benaderen.

[www.foraricherlife.com](http://www.foraricherlife.com)

### Counterpoint marktinzichten

We benaderen de wereld vanuit een ander perspectief, en publiceren regelmatig verschillende artikelen waarin we nader ingaan op recente gebeurtenissen in de wereldeconomie en op de financiële markten. Naast onze wekelijkse, maandelijkse en jaarlijkse Counterpoints, kunt u interviews bekijken met Bill Street, onze Chief Investment Officer en met onze economen, analisten en asset-allocatiedeskundigen.

[www.quintet.com](http://www.quintet.com)

Dit document is opgesteld door Quintet Private Bank (Europe) S.A. De uitspraken en opvattingen in dit document - gebaseerd op informatie uit betrouwbaar geachte bronnen - zijn die van Quintet Private Bank op de publicatiedatum (22 maart 2021) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard en vormt geen juridisch, boekhoudkundig, fiscaal of beleggingsadvies. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat in het verleden behaalde resultaten geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de waarde van beleggingen kan dalen of stijgen. Veranderingen in de wisselkoersverhoudingen kunnen er ook toe leiden dat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt of daalt.

Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Alle rechten voorbehouden.