



Markupdate

9 maart 2023

Maart 2023: schade van 'bankencrisis' valt mee, tot nu toe

Een dreigende 'bankencrisis' zorgde in maart voor onrust op financiële markten, maar de schade viel uiteindelijk mee. Alleen beursgenoteerd vastgoed leverde fors in.

Het omvallen van Silicon Valley Bank en enkele andere banken in de VS en de noodgedwongen overname van Credit Suisse door UBS in Zwitserland zorgden in maart voor onrust op financiële markten. Dit zorgde voor een 'risk-off' sentiment, maar dat bleek tijdelijk. De meeste aandelenbeurzen eindigden de maand vlak of zelfs met een lichte plus. De rendementsverschillen tussen de verschillende aandelenregio's waren klein, maar over het hele eerste kwartaal zijn er wel duidelijke verschillen. Europese aandelen hebben tot nu toe dit jaar (en over de afgelopen twaalf maanden) beduidend beter gepresteerd dan andere regio's, terwijl aandelen van opkomende markten het meest zijn achtergebleven.



Terwijl de koersuitslagen op aandelenbeurzen in maart relatief beperkt bleven, was de volatiliteit op rentemarkten aanzienlijk hoger. Beleggers gaan er vanuit dat centrale banken de komende tijd meer aandacht zullen moeten besteden aan financiële stabiliteit, en relatief minder aan de (nog altijd veel te hoge) inflatiedruk. Dat betekent dat rentemarkten nu rekenen op minder renteverhogingen in de komende tijd dan een maand geleden nog werd gedacht. Deze verwachting vertaalde zich ook in lagere kapitaalmarktrentes, en daarmee in positieve rendementen op (staats-) obligaties. Bij bedrijfsobligaties was het beeld meer gemengd. Lagere rentes zijn in principe gunstig voor bedrijfsobligaties, maar obligatiebeleggers schrokken van de gedwongen afschrijving op de relatief risicovolle 'AT1'-obligaties van Credit Suisse als onderdeel van de overname door UBS. De meer risicovolle 'high yield'-obligaties bleven in maart dan ook achter bij de meer veilig geachte 'investment grade'-bedrijfsobligaties.

Tenslotte viel in maart het sterk negatieve maandrendement van 12% op Europees beursgenoteerd vastgoed op. Vastgoed had de afgelopen tijd een gedeeltelijk herstel laten zien van het rampzalig verlopen 2022, maar was in maart weer verreweg de slechtst presterende beleggingscategorie. Vastgoedbedrijven ondervinden tegenwind van eerdere rentestijgingen en zien zich daarom bijvoorbeeld genoodzaakt dividenden te verlagen. Niet alleen over maart, maar ook over het afgelopen jaar gemeten blijft vastgoed de grootste achterblijver, met een negatief rendement van bijna 40%.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	maart	Q1	2023	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	2.4%	2.5%	2.5%	-11.8%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	1.0%	1.8%	1.8%	-7.5%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-0.3%	2.7%	2.7%	-4.2%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	-12.0%	-5.5%	-5.5%	-38.8%
MSCI Europe Aandelen	-0.1%	8.6%	8.6%	3.8%
MSCI North America Aandelen	1.2%	6.1%	6.1%	-7.0%
MSCI Asia Pacific Aandelen	1.0%	3.5%	3.5%	-5.6%
MSCI World Developed Markets Aandelen	0.7%	5.9%	5.9%	-6.4%
MSCI Emerging Markets Aande- len	0.9%	2.7%	2.7%	-8.6%
EUR/USD	2.1%	1.3%	1.3%	-2.3%

Bron: Bloomberg

Gevolgen van hogere rentes worden zichtbaar op huizenmarkten en in de bankensector

Het begin van 2023 is voor de wereldeconomie beter verlopen dan verwacht. Dit was bijvoorbeeld voor het IMF begin dit jaar voldoende aanleiding om de groeiverwachtingen voor de wereldeconomie voor het eerst in een jaar tijd naar boven in plaats van naar beneden aan te passen. De vraag is echter wel of het gematigde optimisme van o.a. het IMF terecht blijkt. Het afgelopen jaar zijn vooral in de VS, maar in mindere mate ook in Europa, rentes scherp gestegen en de gevolgen daarvan beginnen door te sijpe- len in de reële economie. Vaak is de huizenmarkt het eerste slachtoffer van hogere rentes, en dat lijkt ook nu het geval. In de VS, waar de Fed in maart 2022 is begonnen met de basisrente te verhogen, dalen huizenprijzen al sinds de zomer van vorig jaar, en inmiddels geldt dat ook voor een groot aantal andere landen, waaronder Nederland.

Een tweede slachtoffer van hogere rentes is veelal de bankensector, en ook hier lijkt een patroon, zoals dat in extreme mate zichtbaar was tijdens de kredietcrisis van 2007-2009, zich te herhalen. Begin maart, op een week na een jaar na de eerste renteverhoging van de Fed, viel de Amerikaanse Silicon Valley Bank (SVB) om. Deze bank, waarvan het klantenbestand vooral bestond uit bedrijven in de 'tech'-sector, bleek slecht gepositioneerd te zijn op hogere rentes (en weglopende klanten). Enkele andere Amerikaanse banken volgden, waarna de angst voor een 'bankencrisis' oversloeg naar Europa. Na het faillissement van SVB, uitstel van de publicatie van het jaarverslag en negatieve berichten van een grote aandeelhouder, begonnen klanten van Credit Suisse op grote schaal geld weg te halen bij het bedrijf. De al langer in problemen verkerende Zwitserse bank moest daarop noodgedwongen worden overgenomen door de grote concurrent in eigen land, UBS.



'Bankencrisis' lijkt in de kiem gesmoord, maar kan ook weer opblazen

Zowel voor de VS als Zwitserland geldt dat overheden en toezichthouders snel en adequaat hebben ingegrepen zodra de problemen bij genoemde banken een kritiek punt bereikten. Daarmee lijkt de schade aan de financiële sector en de economie in ieder geval voorlopig beperkt te blijven. De ervaring van de kredietcrisis leert echter wel dat een bankencrisis zich kan ontwikkelen als een 'veenbrand', met langere periodes van ogenschijnlijke rust. Zo waren de eerste problemen op de Amerikaanse huizenmarkt al in de zomer van 2007 zichtbaar, maar werd het hoogte- (of diepte-) punt van de kredietcrisis pas in de herfst van 2008 bereikt. Veel zal de komende maanden afhangen van de vraag hoe beleidsmakers, en dan vooral centrale banken, zullen omgaan met het balanceren van financiële stabiliteit enerzijds en verlagen van (de nog altijd veel te hoge) inflatiedruk anderzijds.

Economische tegenwind kan aan kracht winnen, vooral in de VS en vooral in het tweede halfjaar

In macro-economische cijfers zijn de gevolgen van de recente 'bankencrisis' nog niet terug te zien, maar dat kan natuurlijk wel veranderen. Voorlopig blijven vertrouwenscijfers, zowel aan producenten- als aan consumentenzijde, wijzen op een redelijke economische groei, maar consensusverwachtingen van economen, zoals bijgehouden door Bloomberg, houden wel rekening met een sterke groeivertraging van de Amerikaanse economie in de tweede helft van dit jaar. Ook voor Europa zijn de verwachtingen met 0,5% groei over heel 2023 niet bepaald hooggespannen. Voor de Chinese economie gaan economen nu uit van een groeipercentage van 5,3% voor heel 2023. Dit is aan de bovenkant van de groeidoelstelling van 'rond 5%' die de Chinese autoriteiten onlangs hebben afgekondigd.

Naast de recente ontwikkelingen in de financiële sector blijven ook de (met name geopolitieke) risico's die al langer spelen mede bepalend voor de economische groeivoorzichten. Dit geldt bijvoorbeeld voor het verdere verloop van de oorlog in Oekraïne, die mogelijk in de komende maanden een nieuw hoogte- (of diepte-) punt bereikt met een lang verwacht offensief van de Oekraïense strijdkrachten tegen de Russische bezettingsmacht in het zuiden en/of oosten van Oekraïne. Met een verheviging van de oorlogshandelingen kan ook de 'graandeal' tussen Rusland en Oekraïne op losse schroeven komen te staan, met mogelijk nadelige gevolgen voor de voedselprijzen en -voorziening (met name in het Midden Oosten en Afrika). Ook een eventuele hernieuwde stijging van energieprijzen vormt een bedreiging voor de wereldeconomie, zoals in 2022 al is gebleken. Met de recent aangekondigde productiebeperkingen van oliekartel OPEC lijkt de bodem in de olieprijs in ieder geval voorlopig wel bereikt.

Inflatiedruk neemt weliswaar snel af, maar blijft onderliggend nog altijd veel te hoog

Wat betreft inflatie is het goede nieuws dat de 'headline' inflatie de afgelopen tijd is afgenomen, in de eurozone van ruim 10% jaar-op-jaar een half jaar geleden tot minder dan 7% nu en in de VS van 9% jaar-op-jaar in de zomer van 2022 tot 6% nu. Dit is vooral toe te schrijven aan lagere voedsel- en energieprijzen. Die bereikten rond de zomer van 2022 een hoogtepunt, mede naar aanleiding van de Russische inval in Oekraïne, maar zijn sindsdien gestaag gedaald. Dit is mede te danken aan de 'graandeal' tussen Rusland en Oekraïne, waardoor de angst voor voedselschaarste ongegrond bleek, en aan de relatief warme winter op het noordelijk halfrond, waardoor energieschaarste een minder groot probleem is geworden dan gevreesd.

Minder goed nieuws van het inflatiefront is dat de 'kerninflatie' (dat wil zeggen inflatie exclusief voedings- en energieprijzen) langer hoog blijft dan eerder gedacht. In de eurozone bedraagt die nu 5,7% jaar-op-jaar, en is daarmee de afgelopen tijd alleen maar verder opgelopen. In de VS is de kerninflatie met 5,5% jaar-op-jaar nu wel lager dan een half jaar geleden (6,6%), maar ook weer niet heel veel lager. Onderliggend is er de laatste tijd een verschuiving zichtbaar van goedereninflatie naar inflatie op diensten. Dat is zorgwekkend, omdat die laatste vorm van inflatie vaak langer aanhoudt dan de eerste. Daarbij zorgt de krappe arbeidsmarkt zowel in de eurozone als de VS voor opwaartse loondruk. De looninflatie blijft tot nu toe achter bij de stijging van de consumentenprijzen, maar de vraag is of dat zo blijft.

Instabiliteit in het financiële systeem extra hoofdpijn-factor voor centrale banken

Voor centrale banken vormt de langer dan verwacht hoog blijvende inflatiedruk in toenemende mate een probleem, vooral nu er anderzijds ook zorgen zijn ontstaan over de stabiliteit van het financiële systeem. Tot voor kort gingen financiële markten ervan uit dat de Fed en de ECB ook in het tweede kwartaal van 2023 nog onverminderd zouden doorgaan met renteverhogingen om de inflatiedruk te dempen, maar deze verwachting is met het omvallen van de SVB bank in de VS en de gedwongen overname van Credit Suisse door UBS snel gedraaid. Voor de Fed wordt nu nog hooguit één renteverhoging in de komende tijd verwacht, en voor de ECB twee. Nog opvallender is dat voor de tweede helft van 2023 alweer de eerste renteverlagingen worden verwacht, het eerst en het sterkst in de VS. Blijkbaar is de inschatting van financiële markten dat de economische situatie tegen die tijd zodanig is verslechterd en/of de 'bankencrisis' zich verder heeft uitgebreid, dat centrale banken dit zwaarder zullen laten wegen dan de nog altijd te hoge inflatiedruk.

Rentemarkten nu te optimistisch over draai in monetair beleid?

Aandelenbeurzen hebben in het eerste kwartaal van 2023 per saldo goed gepresteerd, terwijl rentes op kapitaalmarkten zijn gedaald. Daarmee is het sentiment sterk gedraaid ten opzichte van (het grootste deel van) 2022, toen zowel aandelen als obligaties negatieve rendementen opleverden.

De 'bankencrisis' richting het einde van het eerste kwartaal kan weer een nieuw keerpunt blijken, en zorgt in ieder geval voor verhoogde onzekerheid op financiële markten, en dan vooral op rentemarkten.

Rentemarkten gaan er nu vanuit dat het einde van de renteverhogingen door centrale banken, in ieder geval in de eurozone en de VS, in zicht is of zelfs al is bereikt. Zeker wanneer de economische situatie de komende tijd sterk zou verslechteren, of de 'bankencrisis' zich verder zou uitbreiden, lijkt dit op zich een redelijke aanname. De verwachting dat zowel de Fed als de ECB de basisrentes in de tweede helft van 2023 alweer zullen verlagen, lijkt minder voor de hand liggend, gezien de nog altijd ruimschoots bovengemiddelde inflatiedruk. Economen gaan ervan uit dat de inflatiedruk in de VS en in de eurozone richting eind 2023 zal zijn afgenomen tot 3-3,5%, maar dit is nog altijd ruim boven de 2%-inflatiedoelstelling van Fed en ECB. Bovendien lijkt het risico eerder dat de inflatie-ontwikkeling de komende tijd tegen blijft vallen dan dat een inflatie van 2% alsnog snel in beeld zou komen.

Onzekerheid pleit voor terughoudendheid bij risicovolle beleggingscategorieën

Per saldo blijven wij daarom uitgaan van een basisscenario van (licht) hogere kapitaalmarktrentes. Dit is nadelig voor staatsobligaties, maar juist gunstig voor cash. Daarnaast houden wij er rekening mee dat volatiliteit de komende tijd een belangrijk thema blijft voor financiële markten. Ook dat pleit voor het aanhouden van een bovengemiddelde cash positie, maar is niet zonder meer gunstig voor aandelen en andere meer risicovolle beleggingscategorieën zoals beursgenoteerd vastgoed. Bedrijfsobligaties zijn relatief dan wellicht een wat 'veiliger' keuze, maar bij verder oplopende rentes rekenen we ook voor deze beleggingscategorie niet op hoge rendementen in de komende tijd.

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.

A.S.R.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht