

# Markupdate

Augustus 2024

## Augustus 2024: Het komt vast goed?

Financiële markten beleefden in augustus een stormachtig begin van de maand, met lagere rentes en fors lagere aandelenkoersen, met name in Japan. Echter, over de hele maand gemeten is daar weinig meer van terug te zien. Amerikaanse en Europese aandelenbeurzen eindigden de maand zelfs in de plus, met rendementen van respectievelijk 0,4% en 1,6%. Opkomende markten bleven achter met een rendement van -0,4%. Europese obligatiemarkten beleefden per saldo een goede maand, mede dankzij lagere lange renteniveaus. Laatstgenoemde factor hielp ook beursgenoteerd vastgoed, dat voor de tweede maand op rij de best presterende beleggingscategorie was met een rendement van 3,6%.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	augustus	Q3	2024	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	0.4%	2.7%	0.7%	5.0%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	0.3%	2.0%	2.6%	7.3%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	1.2%	2.4%	5.3%	11.5%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	3.6%	7.1%	1.6%	18.5%
MSCI Europe Aandelen	1.6%	2.8%	12.1%	17.5%
MSCI North America Aandelen	0.4%	0.7%	18.4%	23.9%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-0.3%	0.6%	11.7%	15.5%
MSCI World Developed Markets Aandelen	0.5%	1.1%	15.4%	20.3%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-0.4%	-1.2%	9.5%	12.9%
EUR/USD	2.1%	3.1%	0.1%	1.9%

Bron: Bloomberg

## Schrikreactie op Japanse beurs

Een opvallende gebeurtenis afgelopen maand was dat de Japanse Nikkei met 12% zakte in een dag (op 5 augustus). De volgende dag herstelde de index weer met 10%, en ondertussen staat de Nikkei in lokale valuta gemeten alweer 10% in de plus dit jaar. Maar de sterkte van de daling is vrij uitzonderlijk. Dat gebeurde voor het laatst in 1987 toen de Nikkei met 15% daalde op een dag.

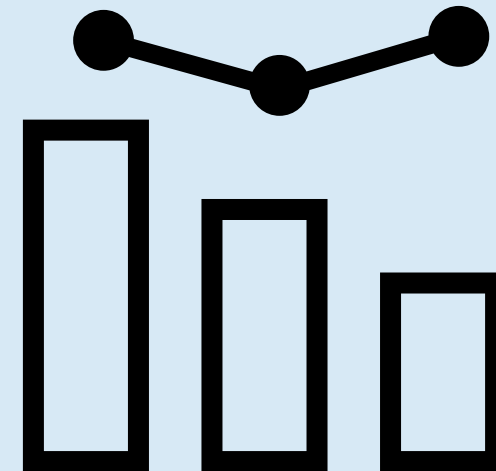
De aanleiding voor de daling begin augustus was dat de Japanse centrale bank (de 'BoJ') haar beleidsrente verhoogde. Dat zou de zogenaamde Japanse 'carry trade' (geld lenen in Japanse yen, en dat geld beleggen in buitenlandse activa zoals Amerikaanse staatsobligaties) een stuk minder aantrekkelijk hebben gemaakt. Het gevolg hiervan was dat de vraag naar Japanse yen sterk toenam (o.a. om de leningen in Japanse munt terug te betalen) en de waarde van de yen sterk apprecieerde ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Dat zou de concurrentiepositie van Japanse bedrijven verslechteren met mogelijk sterk negatieve gevolgen voor economische groei.

Echter, dat laatste valt misschien wel mee. De 'BoJ' zelf verwacht in ieder geval nog steeds dat de Japanse economie dit jaar met 0,6% gaat groeien, een schamele maar positieve groei. Ook niet onbelangrijk is dat de loongroei sterk is toegenomen in Japan dit jaar. CAO onderhandelingen (de zogeheten 'Shunto' onderhandelingen) hebben geleid tot een gemiddelde loonstijging van ruim 5% dit jaar, wat uitzonderlijk hoog is voor Japanse begrippen. De hoge loongroei en de normalisering van inflatie in Japan zijn ook de reden geweest dat de 'BoJ' recent haar beleidsrente heeft verhoogd naar 0,25%. Daarnaast is Japan een netto importeur, het importeert meer dan het exporteert. Dus een sterkere munt is per saldo eerder positief dan negatief voor de Japanse economie. Dat geldt een stuk minder voor de Japanse aandelenindex, die wordt gedomineerd door exporterende bedrijven. Daarmee lijkt de sterke daling in de Japanse index eerder een reflectie te zijn geweest van het terugdraaien van de Japanse 'carry trade' en het effect van de sterkere yen op de aandelenindex in plaats van het effect op de Japanse economie.

## Banenmarkt in de VS koelt af, maar er zijn nog geen tekenen van een recessie

In de VS zien we tekenen dat de banenmarkt aan het afkoelen is. De werkloosheid is gestegen naar 4,3% in juli, van 4,1% in juni. Financiële markten reageerden vrij heftig hierop, de S&P500 daalde de eerste werkdag na de bekendmaking met 3%. Als verklaring voor de daling is in de media vaak genoemd dat de zogeheten 'Sahm regel' is geactiveerd door de stijging van de werkloosheid. De 'Sahm regel', genoemd naar de Amerikaanse econome Claudia Sahm, stelt dat er in de VS elke keer een recessie heeft plaatsgevonden als het 3-maands gemiddelde van de huidige werkloosheid een half procentpunt boven de werkloosheid van 12 maanden geleden is geweest. In dit geval is de 'Sahm regel' geactiveerd omdat de werkloosheid in de VS voor juni uitkwam op 4,3%. Daarmee is de driemaands gemiddelde werkloosheid in de VS 4,1%. Dat is inderdaad een half procentpunt hoger dan de werkloosheid van 3,5% een jaar geleden. Hier zijn echter wat kanttekeningen bij te plaatsen.

Ten eerste is de recente stijging van de werkloosheid deels gedreven door een stijging van het arbeidsaanbod (het aantal mensen dat kan en wil werken). De stijging in het werkloosheidscijfer is dus deels te wijten aan het feit dat meer mensen willen werken. Dat is minder negatief dan de situatie waarin de werkloosheid vooral stijgt omdat meer mensen worden ontslagen. Claudia Sahm zelf heeft dit argument ook genoemd. Ten tweede is een werkloosheid van 4,3% historisch gezien nog steeds laag: het lange termijn gemiddelde in de VS is 5,7%. Ten derde is loongroei in de VS met 3,6% nog steeds hoger dan inflatie (2,9%), wat positief is voor de koopkracht van de Amerikaanse consument.



Verder zijn er andere macro-economische tekenen die aangeven dat de Amerikaanse dienstensector nog steeds redelijk draait. Economische groei is juist toegenomen het afgelopen kwartaal, van 1,4% geannualiseerd in het eerste kwartaal naar 3,0% in het tweede kwartaal (het getal was 2,8%, maar is naar boven aangepast). De huidige consensusverwachting van economen gepolst op Bloomberg is dat de Amerikaanse economie met 2,5% gaat groeien dit jaar, dat is hoger dan het lange termijn gemiddelde. Ook is de inkoopmanagersindex voor de dienstensector (de 'services PMI') gestegen naar 51,4 in juli van 48,8 in juni en is de consumptie van diensten gestegen met 2,9% in het tweede kwartaal dit jaar. Beiden indicatoren geven aan dat er nog steeds groei zit in de Amerikaanse dienstensector, wat niet onbelangrijk is in een economie die voor 80% uit diensten bestaat.

### **Voor de Europese economie zijn er gemengde signalen**

Voor de Europese economie is het verhaal minder eenduidig. Aan de ene kant zijn er tekenen dat de dienstensector nog steeds groeit. Zo kwam de 'Services PMI' (een index die het sentiment onder inkoopmanagers in de dienstensector meet) voor augustus uit op 53,3. Dat geeft groei aan en is een verbetering ten opzichte van het juli cijfer (51,9). Aan de andere kant lijken consumenten juist pessimistisch. Zo is het consumentenvertrouwen in augustus weer verzwakt van -13 in juli naar -13,5 in augustus en zijn de detailhandelsverkopen in juni gezakt met 0,3%, terwijl er in mei sprake was van een stijging van 0,5%. Daarnaast lijkt er nog steeds ook krimp in de eurozone industrie, getuige de 'Manufacturing PMI' voor augustus die uitkwam op 45,8 (een getal onder de 50 geeft krimp aan).

Ook is er een verschil tussen het noorden en zuiden. De grootste economie van de eurozone, namelijk die van Duitsland, vertoont nog steeds zwakte. De recente 'Ifo Business Climate Index' (die het sentiment onder Duitse bedrijven voor de komende 6 maanden meet) is voor de vierde maand op een rij gedaald, van 87 in juli naar 86 in augustus. Duitse bedrijven zijn dus steeds pessimistischer geworden over de economische vooruitzichten de komende 6 maanden. In tegenstelling daarmee lijken de economieën van Spanje en Italië het juist redelijk goed te doen. In Spanje bijvoorbeeld wijzen zowel de 'Manufacturing PMI' als de 'Services PMI' nog steeds op groei (50,5 en 53,9 respectievelijk).

Al met al lijken de economische groeivoorzichten voor de eurozone nog steeds zwak met een economische groeiverwachting dit jaar van 0,7%, waarbij er nog geen tekenen zijn dat deze lage verwachtingen naar boven worden bijgesteld.

## Groter Amerikaans overheidstekort onder Trump dan Harris volgens 'Penn Wharton' model

Verder zijn in Amerika de verkiezingscampagnes van presidentskandidaten Donald Trump en Kamala Harris in volle gang. Ondertussen lijkt Harris een voorsprong te hebben op Trump in de peilingen (althans, die van FiveThirtyEight en YouGov). Let wel, neem dit soort peilingen met een korrel zout omdat ze niet bijzonder accuraat zijn zo ver voor de verkiezingen. Met dat in het achterhoofd is het goed om even stil te staan bij de mogelijke effecten op het Amerikaanse overheidstekort van de economische plannen van Trump en Harris.

Onderzoekers van de Amerikaanse 'University of Pennsylvania' hebben de beleidsplannen van Harris en Trump doorgerekend. Uit de doorrekening van dit zogenaamde 'Penn Wharton budget model' komt dat de beleidsplannen van Trump tot een flink hoger overheidstekort gaan leiden dan die van Harris. Volgens het 'Penn Wharton model' stijgt het overheidstekort onder Trump de komende tien jaar met 5,8 biljoen Amerikaanse dollar, wat neerkomt op 21% van het Amerikaanse BBP. Voor Harris is dat 1,2 biljoen (4% van BBP). Een belangrijke reden dat het beleid van Trump tot een hoger overheidstekort, en waarschijnlijk tot een hogere staatsschuld, leidt is dat hij de inkomstenbelastingverlaging die hij in 2018 heeft ingezet (de 'Tax cuts and Jobs Act') structureel wil maken. Die zou namelijk aflopen in 2025. Om dat dat te bekostigen stelt Trump een 10% importheffing voor op buitenlandse goederen en van 60% op Chinese goederen.





Het beleid van Harris richt zich o.a. meer op het makkelijker maken voor Amerikanen om een huis te kopen en belastingverlagingen voor lage en middeninkomens. Harris stelt voor dit te bekostigen door de belasting op bedrijfswinsten te verhogen van de huidige 21% naar 28%. Echter, om deze belastingverhoging door te voeren heeft Harris goedkeuring nodig van het Amerikaanse Congres. Daarvoor zou het nodig zijn dat de Democraten een meerderheid hebben in zowel het Huis van Afgevaardigden als de Senaat en het is maar zeer de vraag of ze die meerderheid gaan halen in beiden. Dit geldt ook deels voor Trump, want ook de kans dat de Republikeinen een meerderheid krijgen in zowel het Huis als de Senaat is minder groot dan dat ze maar in een van de twee een meerderheid krijgen. Echter, voor zijn plannen voor de importheffingen heeft Trump geen goedkeuring nodig van het Congres, dus die kans lijkt wat groter als hij president wordt.

Deze doorrekeningen moeten met voorzichtigheid worden geïnterpreteerd. Als de plannen voor het verhogen van de winstbelasting van Harris geen goedkeuring krijgen en Trump minder agressief zal zijn in zijn importheffingen zou het verschil in de plannen van Harris en Trump wel minder kunnen zijn dan wat het 'Penn Wharton model' zegt. Dat gezegd hebbende lijkt het wel aannemelijk dat de plannen van Trump slechter zullen uitpakken voor de Amerikaanse staatschuld dan die van Harris.



## **Inflatie neemt sneller af in de Eurozone dan in de VS, maar kerninflatie blijft hardnekkig**

In de Eurozone is inflatie relatief hard gedaald, van 2,6% in juli naar 2,2% in augustus. Echter, de relatief sterke daling komt voor een belangrijk deel door een daling in energieprijzen, die zijn met 3% gezakt in augustus. Diensteninflatie is juist gestegen in augustus naar 4,2%, van 4% in juni. Vanuit de dienstensector is er dus nog steeds druk op inflatie, en die druk neemt maar langzaam af. Dat kan ook de verklaring zijn waarom kerninflatie maar beperkt afneemt. Kerninflatie in augustus is maar gedaald naar 2,8%, nadat het drie maanden op 2,9% is blijven steken.

Voor de ontwikkeling van diensteninflatie en van kerninflatie is het ook belangrijk hoe loongroei zich ontwikkelt. Cijfers van de ECB laten zien dat de CAO onderhandelde lonen in de eurozone met 3,6% zijn gestegen in Q2 van dit jaar. Dat is een stuk lager dan de 4,7% van Q1, maar alsnog boven inflatie. In reële termen stijgen lonen dus nog steeds. Ook de meest recente loongroei cijfers staven dat. De 'Wage tracker' van de vacaturesite Indeed laat zien dat de loongroei in de eurozone in juli 3,8% was. Dat is maar een fractie lager dan de stand van juni (3,9%) en zelfs hoger dan de stand van mei (3,4%). Een opvallend detail hierbij is dat volgens de indicator van Indeed de lonen in Nederland in juni met 7,3% zijn gegroeid. Toegegeven, de inflatie hier is ook hoger (3,6% in augustus), maar reële lonen lijken gelukkig ook nog steeds te stijgen in Nederland.

In de VS is inflatie in juli mondjesmaat gedaald, van 3% in juni naar 2,9% in juli. Ook de kerninflatie is beperkt gedaald, van 3,3% in juni naar 3,2% in juli. Net als vorige maanden valt hierbij op dat diensteninflatie in de VS nog steeds hoog is. Terwijl goederen juist goedkoper zijn geworden (0,4%) zijn diensten duurder geworden (4,9%). Verder blijft de inflatieindex waar de Fed met name naar kijkt, de zogenaamde 'Core Personal Consumption Expenditure index' al drie maanden lang steken op een groei van 2,6%.

Dat geldt niet voor alles, zo heeft de Amerikaanse president bijvoorbeeld veel vrijheid om handelsrestricties in te voeren zoals import tarieven. Trump lijkt een redelijke kans te maken om te winnen. Een Trump presidentschap zou best eens gepaard kunnen gaan met hogere inflatie (o.a. vanwege de 10% importheffing die hij wilt instellen) en met een hogere overheidsschuld, al zullen deze twee ook onder een Harris presidentschap stijgen.



### **Centrale banken gaan rentes verlagen, maar voorzichtig**

Het lijkt aannemelijk dat zowel de Fed als de ECB hun beleidsrentes gaan verlagen in september aangezien inflatie eerder afneemt dan toeneemt de komende maanden en de arbeidsmarkt afkoelt. Dat hebben beide centrale banken in meer of mindere mate ook in hun communicatie naar voren laten komen. Echter, beiden zullen voorzichtig zijn en eerder het risico op een te late verlaging lopen dan een te vroege verlaging. Dat laatste zou hun geloofwaardigheid als bestrijder van inflatie schaden. Des te meer omdat kerninflatie in zowel de VS als de eurozone tergend langzaam omlaag gaat. Markten verwachten op basis van de beprijzing van 'overnight index swaps' 4 renteverlagingen van 0,25% voor de Fed en 3 renteverlagingen van 0,25% voor de ECB dit jaar. Dat lijkt een redelijke inschatting. Wel met het risico dat er dit jaar iets minder verlagingen komen, tenzij er een sterke recessie plaatsvindt.

### **Nog steeds geen uitgesproken mening over een specifieke beleggingscategorie**

Net als vorige maand geeft de macro-economische omgeving en rente- en inflatiebeeld geen duidelijke voorkeur voor een specifieke beleggingscategorie. Ondanks de afkoelende banenmarkt in de VS lijkt de economische groei daar nog steeds goed overeind te staan. Dat zou aandelenprijzen kunnen helpen. Maar aandelen zijn, met name in de VS, door de relatief hoge groeiverwachtingen gevoelig voor tegenvallende data. Beursgenoteerd vastgoed heeft het wederom relatief goed gedaan de afgelopen maand, maar blijft gevoelig voor veranderingen in de verwachte beleidsrenteverlagingen van de ECB. Als inflatie langer hoog blijft dan gedacht (en daardoor beleidsrentes hoger), zou beursgenoteerd vastgoed hier wel eens negatief door geraakt kunnen worden. Ook is er nog steeds geopolitieke onzekerheid, die voor volatiliteit van lange rentes kan zorgen. Dat pleit niet voor obligaties. En beleidsrentes gaan nog steeds eerder omlaag dan omhoog, waardoor de huidige aantrekkelijkheid van 'cash' eerder minder wordt de komende maanden dan meer.

## 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](http://www.asrvermogensbeheer.nl), waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd. De producten van a.s.r. vermogensbeheer zijn alleen bedoeld voor professionele beleggers.

---

## **A.S.R.**

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

[www.asrvermogensbeheer.nl](http://www.asrvermogensbeheer.nl)

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht

57552\_0924