



Markupdate

Oktober 2023

Oktober 2023: 'risk-off'

Oktober was een duidelijke 'risk-off' maand voor beleggers, met negatieve rendementen op aandelen en beursgenoteerd vastgoed. Lange rentes daalden, waarmee obligaties wel positief rendeerden.

September was al een slechte maand voor aandelenbeurzen, maar oktober deed daar nog eens een flinke schep bovenop. Een belangrijk verschil was wel, dat waar aandelenkoersen in september vooral daalden op hogere rentes, dit in oktober in ieder geval niet het probleem was. Lange rentes daalden in oktober juist, waardoor obligatiebeleggers wel positieve rendementen behaalden. De belangrijkste reden voor het slechte aandelen-sentiment in oktober (en het relatief gunstige sentiment op obligatiemarkten) lijkt gelegen in een combinatie van matige macro-economische cijfers (vooral in Europa en China) en sterk verhoogd politiek risico, vooral als gevolg van de aanval van Hamas op Israël van 7 oktober en de daaropvolgende tegenaanval van Israël. Westerse aandelenmarkten reageerden in vergelijkbare mate negatief, met maandrendementen van ca. -3,5% zowel voor Amerikaanse en Europese aandelen als voor beursgenoteerd vastgoed.



Op Aziatische aandelenbeurzen en opkomende markten was de schade nog wat groter, met maandrendementen van -4,5% tot -5%. De vlucht van beleggers uit aandelen kwam ten goede aan obligatiemarkten, waar zowel Europese staatsobligaties als 'investment grade' Europese bedrijfsobligaties een maandendement van +0,4% behaalden. De meer risicovolle 'high yield'-bedrijfsobligaties noteerden wel een negatief rendement van -0,3% in oktober.

Over heel 2023 tot nu toe staan de meeste beleggingscategorieën nog wel in de plus, met aandelen opkomende markten en Europees beursgenoteerd vastgoed als belangrijkste uitzonderingen. Daarbij valt op dat aandelen door de bank genomen beter hebben gepresteerd dan obligaties, maar wel met grote verschillen binnen de beleggingscategorieën. Bij aandelen is het positieve rendement vooral terug te voeren op Amerikaanse aandelen, terwijl bij obligaties de meer risicovolle 'high yield'-obligaties beduidend beter hebben gepresteerd dan de relatief 'veilige' staatsobligaties.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	oktober	Q4	2023	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	0,4%	0,4%	0,3%	-2,0%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	0,4%	0,4%	2,9%	4,0%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-0,3%	-0,3%	6,0%	9,0%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	-3,5%	-3,5%	-10,3%	-9,9%
MSCI Europe Aandelen	-3,6%	-3,6%	4,9%	8,2%
MSCI North America Aandelen	-3,3%	-3,3%	10,3%	1,6%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-5,0%	-5,0%	-0,7%	5,6%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-3,8%	-3,8%	6,8%	1,2%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-4,7%	-4,7%	-1,8%	3,2%
EUR/USD	0,9%	0,9%	-0,4%	7,4%

Bron: Bloomberg

Amerikaanse economie draait op volle toeren, maar voor hoe lang nog?

In de afgelopen weken is weer wat meer duidelijk geworden over de stand van de wereldeconomie, met de bekendmaking van economische groeicijfers over het derde kwartaal voor de verschillende grote landen en regio's. Deze bevestigden vooral het beeld dat de Amerikaanse economie er goed voor staat, terwijl de Europese economie stagneert en China alle zeilen moet bijzetten om de 5%-groeidoelstelling voor dit jaar te halen. Voor het IMF was dit aanleiding om in de meest recente 'World Economic Outlook' de economische groeiverwachtingen voor de Amerikaanse economie naar boven bij te stellen, en die voor Europa en opkomende markten juist naar beneden. Voor de wereldeconomie als geheel verandert er per saldo niet veel: het IMF blijft ervan uit gaan dat de wereldeconomie zowel in 2023 als in 2024 met ongeveer 3% zal groeien.

Onderliggend bieden de recente cijfers weinig reden voor al te veel optimisme, zelfs voor de goed draaiende Amerikaanse economie. Deze is in het derde kwartaal weliswaar met een ruimschoots bovengemiddelde 1,2% op kwartaalbasis gegroeid, maar dit lijkt niet heel houdbaar. De groei in het derde kwartaal was vooral te danken aan meevallende consumentenbestedingen en een sterker dan verwachte opbouw van bedrijfsvoorraden. Beide factoren kunnen de komende kwartalen juist voor tegenvallers zorgen. Met het opraken van 'Covid'-spaargelden, de herstart van terugbetaling van studentenleningen en hogere rentes kunnen Amerikaanse consumenten de komende tijd aanzienlijk terughoudender worden.



Daarnaast kan de opbouw van bedrijfsvoorraden een voorbode zijn van een draai in de 'inventory cycle'. Zeker bij een eventuele terugval van de vraag naar goederen, zullen bedrijven eerder geneigd zijn hun voorraden de komende kwartalen op te maken dan hun productie op de huidige hoge niveaus te handhaven. Een derde factor die dit jaar sterk heeft bijgedragen aan de hoge groei in de VS zijn de overheidsbestedingen, o.a. in het kader van 'Bidenomics' en defensie-uitgaven ten gunste van met name Oekraïne.

Gezien de huidige gepolariseerde politieke verhoudingen in de VS kunnen de overheidsbestedingen de komende tijd onder druk komen te staan, zeker in de aanloop naar 'presidential election year' 2024. Al op korte termijn valt een eerste 'test case' te verwachten met een opnieuw dreigende 'government shutdown' vanaf halverwege november. Al met al is het niet vreemd dat economen volgens Bloomberg voor de komende kwartalen een aanzienlijke groeivertraging van de Amerikaanse economie verwachten, en de kans op een recessie de komende twaalf maanden zelfs op 55% schatten.

Stagnatie in de eurozone houdt aan, en ook de Chinese economie heeft het moeilijk

Waar de Amerikaanse economie er in ieder geval nu nog goed voor staat, geldt dat niet voor de eurozone. De economie van de eurozone heeft in het derde kwartaal onverwacht een lichte krimp laten zien van 0,1% op kwartaalbasis. Jaar-op-jaar is de groei nog net positief, maar met 0,1% opnieuw lager dan in de voorgaande kwartalen. Economische stagnatie is voor de eurozone de realiteit van 2023, en er zijn weinig tekenen dat daar op korte termijn verandering in komt. Zo staat de indicator voor het Europese producentenvertrouwen in de industrie al geruime tijd op 'recessie'-niveaus, maar is diezelfde indicator voor de dienstverlening nu ook gedaald naar niveaus die voor het laatst tijdens de coronacrisis werden gemeten. Ook het vertrouwen van Europese consumenten blijft onder druk staan. Dit lijkt vooral het gevolg van de aanhoudende 'cost of living crisis', toegenomen geopolitieke spanningen (met name de oorlogen in Oekraïne en Israël) en recent mogelijk ook de gestegen olieprijs. Een lichtpuntje is wel dat de euro de afgelopen maanden in waarde is gedaald, wat in principe gunstig is voor de exportpositie van Europese bedrijven. Toch schatten economen volgens Bloomberg de kans op een recessie in de eurozone voor de komende maanden nog altijd op 50% in.

Tenslotte ligt de derde grote economie wereldwijd, die van China, met een licht meevallende groei in het derde kwartaal van 4,9% jaar-op-jaar, op schema om de 5%-groei-doelstelling voor 2023 te behalen, al is natuurlijk zoals altijd de vraag welke statistische kunstgrepen daar mogelijk aan te pas zijn gekomen. Andere recente economische cijfers uit China zijn in ieder geval niet zonder meer overtuigend, en dat geldt ook voor de tot nu toe aangekondigde stimuleringsmaatregelen van de Chinese overheid.

Waarschijnlijk zal de Chinese groei volgend jaar (en de jaren daarna) verder wegzakken richting 4,5%, of lager. Ondertussen blijft het risico van een uit de hand lopende crisis in de met schulden beladen Chinese vastgoedsector of de ondoorzichtige bankensector volop aanwezig, waarmee de groei nog veel lager zou kunnen uitpakken.

Inflatiecijfers gaan de goede kant op, namelijk omlaag

Beter nieuws dan over de reële economie kwam afgelopen maand van het inflatiefront. De inflatiegolf van 2022 is duidelijk over zijn hoogtepunt heen. Dit was al enige tijd duidelijk het geval voor de VS, waar de inflatie inmiddels is afgenomen van 9,1% jaar-op-jaar in juni 2022 naar 3,7% nu. Dit is mede te danken aan lagere prijzen voor voeding en energie, maar ook de 'kerninflatie' (waar de volatiele voedings- en energieprijzen uit gehaald zijn) is de afgelopen tijd gedaald, naar 4,1% jaar-op-jaar. Ook voor de eurozone kunnen we inmiddels wel stellen dat 'peak inflation' achter de rug is: de 'headline' inflatie is de afgelopen maanden sterk gedaald van 10,6% naar 2,9% jaar-op-jaar. Ook de Europese 'kerninflatie' is recent gedaald, naar 4,2% jaar-op-jaar.

Naar verwachting zal de inflatiedruk de komende tijd verder afnemen, ook al is de consensus wel dat de ECB/Fed-inflatiedoelstellingen van 2% op zijn vroegst pas in 2025 weer in beeld komen. De belangrijkste verklaring hiervoor is dat de onderliggende inflatie minder hard daalt dan de 'headline' inflatie. Dit is in ieder geval gedeeltelijk toe te schrijven aan de sterke arbeidsmarkt, en de daaruit volgende opwaartse loondruk. Overigens is van de gevreesde 'loon-prijsspiraal' tot nu toe geen sprake geweest, ook al houdt de krapte op de arbeidsmarkt al langere tijd aan. Een aandachtspunt is wel dat de olieprijs de afgelopen tijd weer is gestegen. Daarmee kan ook de 'headline' inflatie minder hard dalen dan eerder gedacht, waarbij de komende maanden ook meespeelt dat basiseffecten vanaf nu minder gunstig zijn dan de afgelopen tijd, zeker in de eurozone.

Na 'piekinflatie' nu ook 'piekrentes'?

Een voordeel van de sterk afgenomen inflatiedruk is dat centrale banken minder geneigd zullen zijn om rentes nog verder te verhogen. Dit was ook de afdrank van de laatste rentevergaderingen van zowel de Fed als de ECB. In plaats van de vraag hoeveel hoger rentes nog zullen worden, is nu meer de vraag hoe lang rentes zo hoog zullen blijven als ze nu zijn. Centrale banken zijn daar vrij duidelijk over: rentes zullen hoog blijven zolang de inflatie nog niet in de buurt van de inflatiedoelstellingen (2% in zowel de VS als de eurozone) komt, en dat kan nog wel even duren. Rentemarkten gaan er nu vanuit dat een eerste renteverlaging door de Fed en de ECB in de zomer van 2024 te verwachten valt. Gezien de verwachting dat de inflatie tegen die tijd eerder nog rond 2,5-3% zal zijn dan al op of rond 2%, lijkt dat misschien aan de vroege kant, maar daarbij moet wel worden bedacht dat rentemarkten ook het risico van een recessie (of een onverwachte crisis) meewegen, die centrale banken zou kunnen dwingen om al eerder de rente te verlagen.

Vanuit beleggingsperspectief blijven we vooralsnog uitgaan van het motto 'cash is king'. Rentes zullen waarschijnlijk niet (veel) verder stijgen, maar centrale banken zullen de eerstkomende maanden rentes naar verwachting nog niet verlagen, ook niet als economische cijfers op aanhoudende matige groei of zelfs een (lichte) recessie blijven wijzen. Een onverwachte crisis kan daar natuurlijk op elk moment verandering in brengen, maar dat valt niet te voorspellen en daar valt dus ook niet op te beleggen.



Op enig moment kan er wel een draai in het sentiment komen, waarbij financiële markten over de huidige economische malaise heen kijken, en er weer kansen ontstaan voor aandelen (bijvoorbeeld als de economische cijfers zouden gaan meevallen) en/of obligaties (bijvoorbeeld als economische cijfers blijven tegenvallen of inflatiecijfers juist mee zouden vallen).

In een klimaat van verbeterende economische cijfers en meevallende inflatie, zou ook beursgenoteerd vastgoed een aantrekkelijke beleggingscategorie kunnen blijken, zeker na de sterke waardedalingen van de afgelopen twee jaar. Op dit moment vinden we het te vroeg om ons daarop te positioneren, maar dat kan snel veranderen.



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