

Marktupdate

September 2023

Financiële markten onder druk door hogere rentes

Alle beleggingscategorieën hadden in september last van stijgende rentes, in meer of mindere mate. Met een ECB-basisrente van inmiddels 4% gold daarom: 'cash is king', in ieder geval in september.

De meest opvallende beweging op financiële markten in september was de relatief sterke stijging van kapitaalmarktrentes, zowel in de eurozone als de VS. Daarmee kwamen bijvoorbeeld Nederlandse en Duitse 10-jaars rentes eind september uit rond 3%, maar zijn die in bijvoorbeeld Italië, het VK en de VS al opgelopen tot boven 4,5%. Stijgende kapitaalmarktrentes vertalen zich in negatieve rendementen op staatsobligaties, en dat was met een maandrendement van -3,5% voor Europese staatsobligaties in september dan ook duidelijk het geval. Samen met Europees beursgenoteerd vastgoed (-4% rendement in september) was dit ook de slechtst presterende beleggingscategorie, overigens niet alleen afgelopen maand, maar ook over de afgelopen 12 maanden. Stijgende rentes zijn ook nadelig voor bedrijfsobligaties, maar in vergelijking met staatsobligaties bleef de schade nog beperkt: Europese 'investment grade'-bedrijfsobligaties noteerden een negatief maandrendement van 1,5%. Opvallend genoeg behaalden de meer risicovolle 'high yield'-bedrijfsobligaties, als enige beleggingscategorie in september, zelfs een positief rendement, al bleef dit wel beperkt tot een schamele 0,1%.



Tenslotte ondervonden ook aandelen duidelijk hinder van de hogere rentes. Europese en Amerikaanse aandelenbeurzen daalden in vergelijkbare mate, met een maandrendement van ca. -2% voor zowel de MSCI Europe- als de MSCI North America-index. Daarbij moet wel worden opgemerkt dat Amerikaanse aandelen in dollars gemeten ruimschoots achterbleven bij Europese aandelen, maar dat alleen door de waardeinstijging van de dollar ten opzichte van de euro (ca. 2,5% in september) de schade voor Amerikaanse aandelen in euro's gemeten relatief beperkt bleef.

Aziatische aandelen en opkomende markten hadden minder last van de stijgende rentes dan Europese en Amerikaanse aandelenmarkten, met relatief beperkte koersdalingen van 0,6% voor de MSCI Asia Pacific-index en 1,2% voor de MSCI Emerging Markets-index.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	september	Q3	2023	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-3,6%	-3,5%	-1,0%	-3,1%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-1,5%	-0,4%	1,8%	2,9%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	0,1%	1,5%	6,0%	11,0%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	-4,0%	3,2%	-7,4%	-3,6%
MSCI Europe Aandelen	-1,9%	-2,4%	8,5%	18,8%
MSCI North America Aandelen	-2,1%	-0,1%	14,2%	11,9%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-0,6%	-0,3%	3,9%	7,0%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-2,1%	-0,8%	10,9%	11,1%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-1,2%	-0,9%	2,0%	2,4%
EUR/USD	-2,3%	-2,9%	-1,1%	8,0%

Bron: Bloomberg

Europese economie blijft voorlopig balanceren op randje van recessie

De renteverhogingen die wereldwijde centrale banken hebben gevoerd over de afgelopen anderhalf jaar, het uithollende effect van inflatie op de koopkracht van consumenten en de vertraging van de Chinese economie hebben duidelijk een remmend effect gehad op de wereldwijde economische groei. De consensus-verwachting van economen (volgens Bloomberg) is dat de wereldeconomie in 2023 met slechts 2,7% zal groeien en in 2024 met 2,6%, ver beneden het 'normale' niveau van rond de 3,5%.

De economie van de eurozone is in het tweede kwartaal van dit jaar met slechts 0,1% jaar-op-jaar gegroeid, wat aanzienlijk lager is dan de verwachte 0,3%. Hoewel exporten de grootste boosdoener waren (-0,7% jaar-op-jaar), was ook de groei van consumptie (in het algemeen de motor van westerse economieën) met 0,1% ronduit zwak. De Bloomberg consensus suggereert ook voor de rest van dit jaar bijna een stilstand van de economische groei, met een verwachte groei op jaarbasis van slechts 0,1% in zowel het derde als het vierde kwartaal van 2023. Consensus groeiverwachtingen voor 2024 zijn 0,8%, en pas in 2025 komt weer een 'normale' groei van 1,5% in zicht. Hoewel een recessie hiermee niet onmiddellijk dreigt, ligt deze mogelijk wel op de loer, vooral als zich onverwachte gebeurtenissen voordoen die de eurozone-economie uit evenwicht kunnen brengen. Op Bloomberg wordt de waarschijnlijkheid van een recessie in de eurozone in de komende 12 maanden geschat op 50%.

Andere vooruitkijkende maatstaven voor de eurozone, zoals sentiments-indicatoren, vertonen ook tekenen van verslechtering. De index voor consumentenvertrouwen is in september verder gedaald naar een waarde van -17,8, wat aanzienlijk lager is dan het langetermijn gemiddelde van -10,4. Consumenten zijn vooral pessimistischer geworden over de huidige economische situatie, mede omdat inflatie tot nu toe hoger is gebleven dan loongroei, wat tot een daling van het reële inkomen van consumenten heeft geleid.

Ook producenten zijn pessimistisch. De 'Purchasing Manager Index' (PMI) is in september weliswaar iets gestegen naar 47,1 ten opzichte van 46,7 in augustus, maar is nog steeds onder de 50 en geeft daarmee verwachte economische krimp aan. Met name de krimp in de 'services' PMI is zorgelijk omdat diensten nog tot juli boven de 50 waren terwijl 'manufacturing' PMI's al een tijdje onder de 50 zijn. De economische krimp heeft zich dus ook aangediend in de dienstverlening nu.

Amerikaanse economie staat er relatief goed voor, maar omslagpunt dreigt

In de Verenigde Staten waren de economische cijfers positiever. In het tweede kwartaal realiseerde de VS een jaarlijkse BBP-groei van 2,1%, voornamelijk gedreven door groei in consumptie (2,9%) maar ook geholpen door investeringen (2,9%). Verder zijn de economische vooruitzichten voor de korte termijn gunstiger voor de VS dan voor de eurozone. Voor de laatste twee kwartalen van 2023 wordt respectievelijk een jaarlijkse BBP-groei van 2,4% en 1,8% verwacht. Het dieptepunt van de economische groei wordt in het eerste kwartaal van 2024 verwacht, met een groei van 0,1% op kwartaalbasis, waarna weer een geleidelijk herstel zou moeten inzetten. Wel is de geschatte kans op een recessie in de komende 12 maanden in de VS met 55% iets hoger dan in de eurozone.

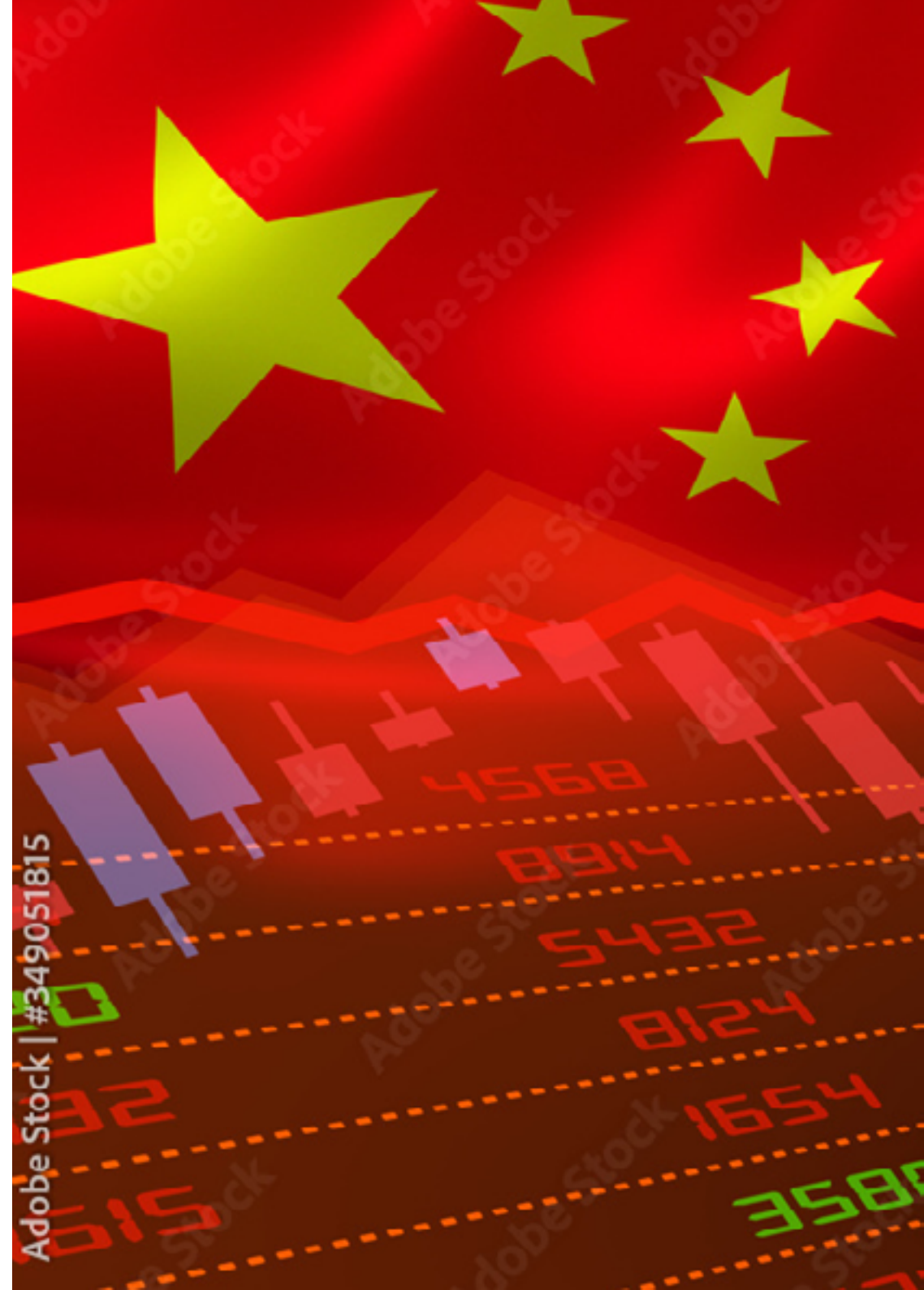
Deels heeft dit ermee te maken dat de Amerikaanse rente hoger ligt dan in de eurozone. Naast een beleidsrente van ruim 5% is bijvoorbeeld de hypotheekrente voor een 30-jaar vaste renteperiode bijna 8%. Daarnaast nemen de overvloedige besparingen die zijn opgebouwd tijdens de Covid-pandemie af. De [San Francisco Fed](#) bijvoorbeeld gaat ervan uit dat deze overvloedige besparingen tegen het einde van het derde kwartaal van 2023 volledig waren uitgeput. Bovendien speelt in de VS het risico dat politieke spanningen binnen het Amerikaanse Congres het goedkeuren van de overheidsbegroting tegengaan, wat kan leiden tot een 'government shutdown'. Dat zorgt voor beleidsonzekerheid en kan economische groei kosten als de 'shutdown' lang aanhoudt, omdat o.a. ambtenaren dan geen salaris krijgen. Aan de andere kant bestaat er ook een kans dat de economie van de VS weer positief weet te verrassen.

De Amerikaanse arbeidsmarkt blijft krap met een werkloosheid van 3,8%, al is die recent wel licht gestegen. Ook groeien uurlonen nog steeds met 4,3%, wat boven de Amerikaanse headline inflatie is.

Kwakkelende Chinese economie ook nadelig voor andere landen in Azië en opkomende markten

In China valt het terugveren van de economie na het loslaten van China's strenge covid-beleid duidelijk tegen. De afgelopen maanden lijkt de focus van financiële markten dan ook gekanteld naar de kans op een harde (economische) landing in China. En inderdaad, de huizenprijzen dalen nog steeds (-0,1% in september) en de groei van detailhandelsverkoop is zwak (4,5% terwijl het 20-jaarsgemiddelde op 11% zit). Maar als de economie van China sterk gaat krimpen, is er een grote kans dat de overheid zal instappen met monetaire en andere type stimulus. Een langzaam verder afzwakkende economie lijkt een groter risico, deels omdat de Chinese overheid een lagere groei lijkt te accepteren. Ondanks dat de vastgoedsector in het slop zit, heeft de centrale bank haar beleidsrentes slechts mondjesmaat verlaagd (met 0,2% en 0,1% voor de 1- en 5-jaars "Loan Prime Rate" respectievelijk) en zijn andere stimuleringsmaatregelen (zoals het verlagen van de hoeveelheid reserves die banken moeten aanhouden) ook beperkt te noemen. Volgens de consensusverwachtingen van economen op Bloomberg zal de Chinese economie dit jaar nog met 5% groeien, maar in 2024 en 2025 met slechts 4,5%. Dat is bijna een halvering ten opzichte van de 20-jaars-gemiddelde groei van 8,4%.

Als er een harde landing komt in China, zijn het vooral Aziatische landen die de directe pijn zullen voelen. Voor landen als Taiwan, Zuid-Korea, Thailand en Japan bijvoorbeeld is China niet alleen een belangrijke afzetmarkt (in veel gevallen 20% of meer van de totale export), historisch was het ook een belangrijke bron van toerisme inkomsten. Voor de coronacrisis was China verantwoordelijk voor bijna een derde van de toeristen die naar deze landen kwamen. Exporten naar China van deze landen kunnen dus tegenvallen en de kans is groot dat het toerisme uit China voorlopig niet terugkeert naar oude niveaus. Daarnaast zijn ook grondstof exporterende opkomende markten gevoelig voor een harde landing in China, zoals Chili en Zuid Afrika. Voor beide landen is China hun grootste export partner. Een matig positieve uitkomst is wel dat een groeivertraging in China waarschijnlijk deflatorisch is voor de wereldeconomie, omdat China voor veel grondstoffen (o.a. staal, olie en koper) een van de grootste kopers ter wereld is.

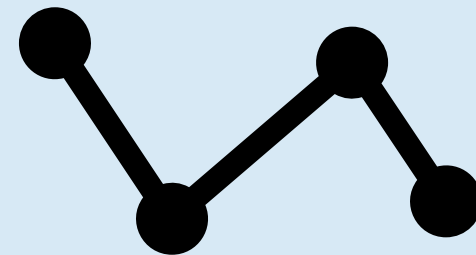


Inflatiedruk neemt duidelijk af, maar duurdere olie kan roet in het eten gooien

Zowel in de eurozone als in de VS is de inflatiedruk de afgelopen tijd verder afgenomen. In de eurozone is de headline inflatie sterk afgenomen naar 4,3% jaar-op-jaar (van 10,6% in oktober 2022). Ook de kerninflatie is afgenomen naar 4,5% jaar-op-jaar. In de VS bedroeg de headline inflatie in augustus 3,7% jaar-op-jaar, dat is hoger dan de 3,3% van juli, maar alsnog een stuk lager dan de piek van 9% in juni 2022. De stijging in augustus komt deels door basiseffecten en deels door hogere brandstofprijzen. De kerninflatie is wel verder afgenomen naar 4,3% (van 4,7% in juli). Ook het kerninflatiecijfer dat de Fed bij voorkeur hanteert, de 'Core PCE Index' is gedaald naar 3,9% in augustus (van 4,3% in juli).

Met o.a. weer een stijgende olieprijs is er wel wat onzekerheid over welke kant inflatie op zal gaan de komende maanden. Volgens de huidige Bloomberg consensusverwachting zal inflatie in de eurozone eind 2023 afnemen naar 3,4%, waarna het tot 2025 boven de 2% zal blijven. Voor de VS geldt een vergelijkbaar patroon met iets hogere inflatieverwachtingen. Voor zover deze consensus marktverwachtingen weergeeft, denken markten dus in ieder geval dat de inflatie in zowel de eurozone als de VS voorlopig niet naar 2% gaat.

Buiten de eurozone en de VS is het inflatiebeeld sterk wisselend. In het Verenigd Koninkrijk lijkt het strenge centrale bank beleid "eindelijk" effect te hebben. Jaar-op-jaar inflatie is daar afgenomen naar 6,7% in augustus (van 10,4% in februari). In China is de jaar-op-jaar inflatie zelfs kort negatief geweest in juli, waarna die weer licht is toegenomen naar 0,1% in augustus. In Japan lijkt de inflatie gedurende de afgelopen 6 maanden rond de 3,0% en 3,5% te schommelen.



Centrale banken zullen waarschijnlijk voorlopig een afwachtende houding aannemen

Voor centrale banken is het vooral belangrijk hoe kerninflatie zich gaat ontwikkelen gedurende de komende periode, die onder een positieve loon-prijsspiraal hardnekkig kan blijven. Lonen stijgen inderdaad nog steeds, in de eurozone zijn de CAO onderhandelde lonen in de eurozone in het tweede kwartaal gestegen met 4,3% en zijn de reële lonen in Duitsland in juli voor het eerst toegenomen met een kleine 0,1%. Echter, van een loonprijsspiraal lijkt vooralsnog geen sprake, zeker gezien de negatieve koopkrachtontwikkeling van het afgelopen jaar. Naast het verlies aan koopkracht, kan ook de vraag naar goederen en diensten negatief beïnvloed worden, doordat de eerder genoemde overtollige besparingen op lijken te raken.

Ondanks de daling in headline inflatie, blijft het risico dat er weer inflatoire druk komt, bijvoorbeeld door een nieuwe olieschok. Europa is daar gevoeliger voor dan de VS omdat het afhankelijk is van buitenlandse energieleveranciers, terwijl de VS nagenoeg zelfvoorzienend is daarin. Al met al lijkt het meest waarschijnlijke scenario dat centrale banken rentes ongewijzigd houden de komende 3 tot 6 maanden, tenzij er aanzienlijk "tegenvallende" data releases zijn. In dat geval komen verdere renteverhogingen weer op de kaart. Renteverlagingen zullen waarschijnlijk pas gaan spelen als een diepe recessie zich lijkt aan te dienen.

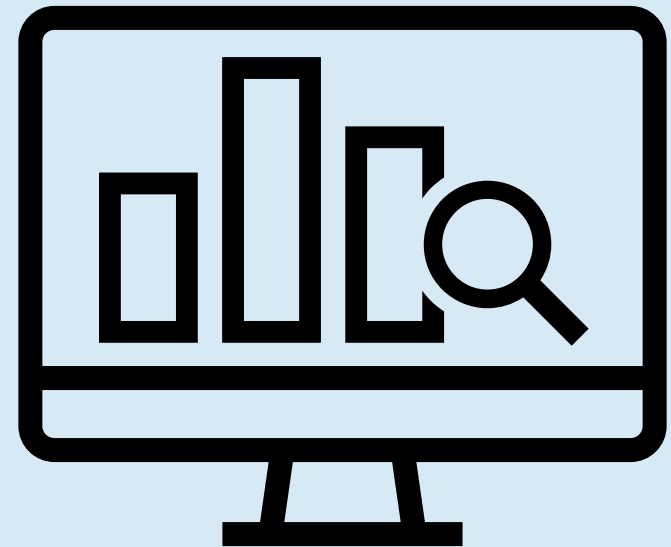


Voor beleggers blijft voorlopig gelden: 'cash is king'

Voor wat betreft beleggingsvisie blijven we terughoudend ten aanzien van aandelen, en geven we vooralsnog de voorkeur aan cash. Belangrijke redenen hiervoor zijn dat (i) monetair beleid nog steeds verkrappend is (ondertussen ook in reële termen), (ii) er minder stimulus is vanuit de overheid om consumptie te stutten terwijl spaargelden vanuit corona ondertussen opraken, (iii) er nog veel ruimte is voor negatieve 'events' (bijvoorbeeld de oorlog in Oekraïne, de groeivertraging in China en/of problemen rondom de Amerikaanse 'government shutdown') en (iv) er nog steeds een wezenlijk risico is dat inflatie langer hoog blijft dan markten verwachten. Vanuit dat perspectief valt de daling van aandelenkoersen over het afgelopen kwartaal (minder dan -1% voor ontwikkelde markten) nog mee.

Ook als we in scenario's denken, lijkt een onderweging van aandelen en overweging van cash de beste strategie. In één risicoscenario leiden hogere beleidsrentes van de afgelopen maanden ertoe dat de economieën van de VS en/of de eurozone in een diepe recessie terechtkomen. In een ander scenario stijgt inflatie weer sterk (bijvoorbeeld door een nieuwe schok op olie en/of voedselprijzen). In dat scenario zullen centrale banken beleidsrentes verder verhogen. In beide scenario's zullen risicovolle beleggingscategorieën, met name aandelen, het niet goed doen.

Naar verwachting zullen centrale banken de komende tijd hun beleidsrentes op hetzelfde niveau houden, hoewel er ook een kans bestaat dat beleidsrentes nog een stap of twee verder verhoogd zullen worden. De kans op renteverlagingen lijkt voorlopig juist klein. Dat is voornamelijk gunstig voor cash.



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 waardes 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