

# Markupdate

September 2024

## September 2024: vizier op centrale banken en China

Renteverlagingen van de ECB en de Fed en overheidsmaatregelen om de Chinese economie te stimuleren, waren in september bepalend voor de ontwikkelingen op financiële markten. Koersen van zowel obligaties als aandelen stegen, met naast Chinese aandelen opnieuw vastgoed als uitblinker.

Voor financiële markten stond september aanvankelijk vooral in het teken van renteverlagingen door de ECB en de Fed. Dat die er zouden komen, was geen verrassing meer, maar niet iedereen had erop gerekend dat de Fed zou aftrappen met een renteverlaging van 50 basispunten ineens. Met deze renteverlagingen, en naar verwachting de komende maanden meer in het verschiet, daalden ook rentes op staatsobligaties in september verder. Aangezien koersen van staatsobligaties omgekeerd bewegen aan rentes, leverden Europese staatsobligaties in september een positief rendement op van 1,3%.

Voor aandelenbeurzen waren de lagere rentes een 'mixed blessing'. Lagere renteniveaus zijn in principe gunstig voor aandelen, maar voor zover deze het gevolg zijn van verslechterende economische vooruitzichten, is dat juist nadelig voor aandelen. Per saldo leverden Amerikaanse aandelen een licht positief rendement op (+0,8% voor de MSCI North America-index), maar Europese aandelen juist een licht negatief rendement (-0,4% op de MSCI Europe-index).

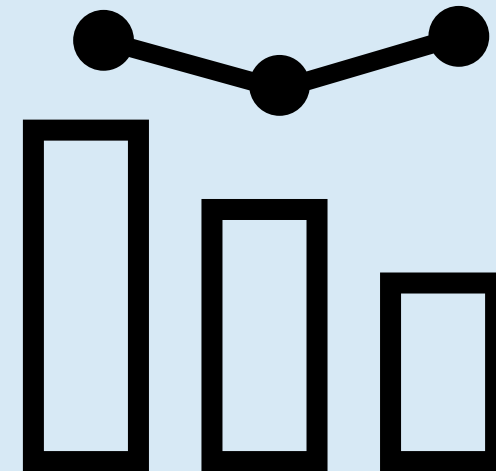
Voor Europese bedrijfsobligaties zijn lagere rentes ook gunstig, maar dat zij in september minder rendeerden dan staatsobligaties is een teken dat het sentiment ten aanzien van de Europese economie op financiële markten niet onverdeeld positief is. De beleggingscategorie die in september, en ook over het hele derde kwartaal, het meest profiteerde van de lagere rentes is beursgenoteerd vastgoed. Deze leverde in september een rendement op van +4,4% en over het hele derde kwartaal zelfs van bijna +12%. Daarmee was beursgenoteerd vastgoed verreweg de best presterende beleggingscategorie over het derde kwartaal.

Buiten Europa en de VS trok in september China de meeste aandacht. Tegen eind september kondigde de Chinese overheid een grootschalig pakket stimuleringsmaatregelen aan, en dat stuwde Chinese aandelenkoersen in een paar dagen tijd op met zo'n 25%. Dat had ook zijn effect op opkomende markten als geheel. Met een rendement van +5,3% was de MSCI Emerging Markets-index de best presterende beleggingscategorie in september. Ook andere Aziatische aandelenbeurzen profiteerden indirect, met een positief rendement van 3,8% voor de MSCI Asia Pacific-index. Het rendement op Aziatische aandelen werd nog enigszins gedrukt door Japanse aandelen, die mede achterbleven doordat de Bank of Japan de afgelopen maanden de basisrente licht heeft verhoogd, tegen de internationale trend in. Daardoor is de yen in waarde gestegen, wat nadelig is voor de export geïënteerde bedrijven op de Japanse beurs.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	september	Q3	2024	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	1.3%	4.0%	2.0%	9.3%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	1.2%	3.3%	3.8%	9.6%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	0.9%	3.3%	6.3%	12.1%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	4.4%	11.9%	6.1%	28.4%
MSCI Europe Aandelen	-0.4%	2.4%	11.6%	18.8%
MSCI North America Aandelen	0.8%	1.5%	19.4%	27.8%
MSCI Asia Pacific Aandelen	3.8%	4.4%	15.9%	19.9%
MSCI World Developed Markets Aandelen	0.4%	1.5%	15.9%	23.3%
MSCI Emerging Markets Aandelen	5.3%	4.1%	15.3%	19.1%
EUR/USD	1.3%	4.5%	1.4%	5.8%

Bron: Bloomberg



## **Wereldeconomie lijkt redelijk stabiel, maar onderliggend zijn er wel verschuivingen**

De wereldeconomie laat nog altijd een redelijke groei zien van naar verwachting ca. 3% over heel 2024. Dat is vergelijkbaar met de gerealiseerde groei in 2023 en de verwachte groei in 2025. Onder deze ogenschijnlijke stabiliteit vinden wel de nodige verschuivingen plaats, zowel in de tijd als voor de verschillende regio's. 2024 lijkt daarbij een jaar van twee gezichten te worden. Het jaar startte sterker dan verwacht, vooral dankzij de Amerikaanse en Chinese economie, maar inmiddels lijkt de wereldeconomie in een duidelijke afkoelingsfase aanbeland. Zo realiseerde de VS in het tweede kwartaal nog een groei van 3,1% jaar-op-jaar, maar de verwachting is niet dat deze groei ook in de tweede helft van het jaar behouden blijft. Meer aannemelijk lijkt het dat de economische groei in de VS over heel 2024 rond 2,5% zal uitkomen.

De Chinese economie groeide in het eerste kwartaal van dit jaar nog met ruim 5% jaar-op-jaar, maar zal dat groeitempo naar verwachting niet kunnen handhaven en over heel 2024 eerder op een groei van maximaal 5% uitkomen. In tegenstelling tot China kwam de Japanse economie dit jaar juist moeilijk uit de startblokken, maar heeft die sindsdien wel een sterk herstel laten zien. Desondanks zal de groei van de Japanse economie over heel 2024 waarschijnlijk niet boven 1% uitkomen. Tenslotte is de economische groei in de eurozone het hele jaar niet echt goed op gang gekomen. In het tweede kwartaal realiseerde de eurozone-economie een groei van slechts 0,6% jaar-op-jaar. De verwachting is niet dat dit de komende tijd veel hoger zal zijn, zodat voor heel 2024 de groei in de eurozone waarschijnlijk blijft steken op maximaal 1%.

## **Ook voor 2025 zijn de vooruitzichten redelijk, maar risico's nemen toe**

Voor 2025 liggen de groeiverwachtingen op regio-niveau wel wat dichter bij elkaar, in ieder geval voor ontwikkelde economieën. Zo verwacht het IMF dat de groei van de Amerikaanse economie in de loop van 2025 zal terugvallen richting 2%, terwijl voor de eurozone juist op een groeiversnelling richting 1,5% wordt gerekend. Ook voor o.a. het VK, Japan en Canada verwacht het IMF dat de groei in 2025 hoger zal uitvallen dan in 2024. Daarmee zou de VS in 2025 niet meer de enige groeimotor onder ontwikkelde economieën moeten zijn, die het in 2024 in feite wel is geweest. Onder de opkomende economieën lijken de Aziatische grootmachten China en India beide op een lagere groei af te stevenen in 2025 (respectievelijk 6,5% en 4,5%, volgens het IMF) dan in 2024 (respectievelijk 7% en 5%). Daar staan dan hogere verwachte groeipercentages tegenover voor o.a. Latijns Amerika, Afrika en het Midden-Oosten.

De wereldeconomie als geheel lijkt zich dus vrij stabiel te ontwikkelen, ondanks de onderliggende verschuivingen, maar dat verhult dat de risico's op een andere, minder gunstige uitkomst recent wel zijn toegenomen. Daarbij is aanhoudend (te) hoge inflatie niet langer het belangrijkste risico-scenario, maar is toenemende recessiedreiging eerder een probleem. Vertrouwensindicatoren geven aan dat vooral de industrie een moeilijke periode doormaakt. Dit geldt het sterkst voor Europa (en binnen Europa met name voor Duitsland), maar ook in de VS en China wijst het producentenvertrouwen in de industrie nu al geruime tijd op benedengemiddelde groei. In de dienstverlening heeft het sterke herstel na de coronapandemie lang aangehouden, maar ook hier lijkt het vertrouwen van ondernemers nu scheurtjes te vertonen, weer met Europa voorop.

### **Focus op arbeidsmarkt en uitslagen verkiezingen**

Een bepalende factor voor de economische vooruitzichten lijkt ook in toenemende mate ontwikkelingen op de arbeidsmarkt. Werkloosheid werd in het verleden vaak als een 'lagging indicator' gezien (vaak nam de werkloosheid pas toe als een recessie al teneinde liep), maar mede door het toegenomen belang van consumentenbestedingen voor economische groei is dat veranderd. Een sterke verslechtering van de arbeidsmarkt kan via lagere consumentenbestedingen ook het begin blijken van een recessie. Tot nu toe zijn de signalen wat dat betreft gemengd. In de VS loopt de werkloosheid al een jaar gestaag op, maar blijft deze met 4,2% nog wel altijd historisch laag. Dat geldt ook voor de eurozone, waar de werkloosheid in augustus met 6,4% het laagste niveau bereikte sinds het begin van de meting in 1999. Ondertussen blijft het vertrouwen van consumenten nog altijd redelijk op peil, zowel in Europa als de VS. Dat ontwikkelingen op de arbeidsmarkt toch steeds meer op het vizier van economen en beleggers staan, werd begin augustus wel duidelijk, toen tegenvallende werkgelegenheidscijfers uit de VS mede aanleiding waren voor scherpe koersdalingen op aandelenbeurzen en een vlucht naar staatsobligaties.

Naast ontwikkelingen op de arbeidsmarkt, zullen ook de uitkomsten van verkiezingen (dit jaar gaat ruim 40% van de wereldbevolking naar de stembus) en geopolitieke risico's bepalend blijven voor de economische vooruitzichten. Meest in het oog springend daarbij zijn op korte termijn de presidentsverkiezingen in de VS, maar ook in Europa (o.a. Duitsland, Frankrijk) kan politieke instabiliteit invloed houden op toekomstig economisch beleid. Een gemeenschappelijke noemer daarbij is wel dat waar in de jaren na de coronapandemie economieën in belangrijke mate ondersteund werden door zeer stimulerend begrotingsbeleid van overheden, de ruimte daarvoor steeds beperkter wordt gezien de sterk opgelopen overheids-schulden en hogere rentes.

## Ook geopolitiek en China mede bepalend voor wereldeconomie

Voor wat betreft geopolitieke risico's lijken de voortdurende oorlog in Oekraïne en de strijd tussen Israël en Hamas in Gaza (en inmiddels ook Hezbollah in Libanon) op korte termijn nog altijd de grootste bedreigingen voor de wereldeconomie te blijven. Opvallend is wel dat waar in het verleden conflictsituaties (zeker in het Midden-Oosten) vaak de wereldeconomie beïnvloedden via een hogere olieprijs, daar nu geen sprake van lijkt te zijn. De olieprijs is recent gedaald tot onder 70 dollar per vat en dit jaar gemiddeld ruim onder 80 dollar per vat gebleven. Ondertussen is de gasprijs dit jaar wel licht opgelopen, maar nog altijd een fractie van het piekniveau in de zomer van 2022.

Tenslotte blijft de ondoorzichtigheid van de Chinese economie, en dan met name van de Chinese huizenmarkt en bankensector, problematisch. Onlangs heeft de Chinese overheid (en centrale bank) weer een omvangrijk stimuleringspakket aangekondigd om de Chinese economie en kapitaalmarkt te ondersteunen. De vraag blijft of daarmee de ongunstige demografische en economische vooruitzichten gekeerd kunnen worden, zolang deze stimulering niet gepaard gaat met structurele hervormingen.



### **Inflatiedruk neemt langzaam maar zeker verder af**

De inflatiegolf van 2021-2023 lijkt steeds meer naar de achtergrond te verdwijnen. In de VS is de 'headline' inflatie inmiddels afgenomen tot 2,5% en in de eurozone zelfs tot 1,8% jaar-op-jaar. Daarmee komen de inflatiedoelstellingen van de Fed en de ECB van 'rond 2%' behoorlijk dichtbij. Bij deze gunstige cijfers passen wel een paar kanttekeningen. In de eerste plaats is de relatief sterke afname van de inflatie de laatste tijd vooral te danken aan lagere (of minder snel stijgende) voedings- en energieprijzen. Deze zijn traditioneel sterk beweeglijk en kunnen dus ook weer snel oplopen, bijvoorbeeld bij geopolitieke spanningen, mislukte oogsten of ziektes onder dieren. Afgezien van de volatiele voedings- en energieprijzen wordt de inflatiedruk vooral recent in belangrijke mate bepaald door prijsstijgingen in dienstverlenende sectoren, die dan weer vooral samenhangen met tekorten op de arbeidsmarkt en loonstijgingen. Dit is ook de belangrijkste reden dat de 'kerninflatie', waar de ontwikkeling van voedings- en energieprijzen buiten beschouwing wordt gelaten, aanzienlijk minder hard daalt dan de 'headline' inflatie. In de eurozone bedraagt de kerninflatie nog altijd 2,7% en in de VS zelfs 3,2% jaar-op-jaar.

Voor de komende tijd lijkt het wel aannemelijk dat ook de kerninflatie geleidelijk verder zal afnemen, nu de inhaalslag van lonen ten opzichte van de eerder sterk gestegen prijzen grotendeels voltooid is (met andere woorden het koopkrachtverlies van werknemers grotendeels gecompenseerd is) en de krapte op de arbeidsmarkt licht afneemt, zeker in de VS. Overigens blijven op langere termijn de ongunstige demografische vooruitzichten (m.n. vergrijzing) en hoge overheidsschulden naar verwachting wel voor opwaartse inflatiedruk zorgen.

### **Centrale banken zijn overstag, rentes worden verlaagd**

De geleidelijk afnemende inflatiedruk en meer recent ook de verslechterende economische groeivoorzichten zijn voor veel centrale banken inmiddels aanleiding geweest om een begin te maken met het loslaten van het verkrappende monetaire beleid van de afgelopen jaren, met andere woorden: rentes te verlagen. Opvallend daarbij is dat in ieder geval bijna alle belangrijke westerse centrale banken, zoals de ECB, de Amerikaanse Fed, de Bank of England, de Bank of Canada en de centrale bank van Nieuw-Zeeland in het afgelopen kwartaal daarmee begonnen zijn. Een dergelijke mate van 'synchroniciteit' komt niet heel vaak voor.

Voor de verandering liep de ECB (samen met de Bank of Canada) voorop in het verruimen van het monetaire beleid, met een eerste renteverlaging in juni, gevolgd door een tweede in september. Daarmee komt de basisrente van de ECB nu uit op 3,5%, tegen 4% tot begin juni. De Fed volgde pas in september, maar wel met een relatief grote rentestap van 50 basispunten ineens. Daarmee komt de Amerikaanse basisrente in de VS uit op 5% in plaats van 5,5%, en is daarmee nu even hoog als de basisrente in het VK.

### **Komende tijd meer renteverlagingen, maar niet in Japan**

In tegenstelling tot de meeste centrale banken, heeft de Bank of Japan recent juist de basisrente verhoogd, waarmee de jarenlange 'zero interest rate policy' (definitief?) tot het verleden lijkt te behoren. De Japanse basisrente is met 0,25% weliswaar nog altijd bijzonder laag in internationaal perspectief, en de centrale bank lijkt ook niet veel aanstalten te maken om de rente op korte termijn veel verder te verhogen, maar toch droeg deze stap begin augustus bij aan een korte, maar heftige periode van onrust op financiële markten. Met hogere rentes in Japan en (verwachte) renteverlagingen elders (m.n. in de VS) wordt de zogenaamde 'yen carry trade' (d.w.z. goedkoop lenen in Japanse yen en tegen een hogere rentevergoeding uitzetten in Amerikaanse dollars) minder lucratief, en dat zorgde voor onder andere een sterke koersstijging van de yen tegen de dollar en koersdalingen op de Japanse (en wereldwijde) aandelenbeurzen.

Voor de komende tijd liggen in ieder geval in Europa en de VS meer renteverlagingen in het verschiet. De rentemarkt rekt er nu op dat de Europese basisrente over een jaar onder de 2% uitkomt en de Amerikaanse rond 3%. Gezien de afnemende inflatiedruk en verslechterende economische vooruitzichten, lijkt dit niet onredelijk.





## Hoge mate van onzekerheid pleit niet voor uitgesproken tactische 'bets'

Zoals bleek uit de achteraf kortstondige episode van sterk dalende aandelenkoersen begin augustus, is volatiliteit terug van weggeweest op financiële markten. Ook lagere lange rentes lijken te duiden op meer onzekerheid onder beleggers, waarbij staatsobligaties fungeren als 'veilige haven'. Daar staat dan weer tegenover dat aandelenbeurzen ook weer snel kunnen herstellen wanneer recessie-angst naar de achtergrond verdwijnt, zoals in de tweede helft van het afgelopen kwartaal, daarbij geholpen door centrale banken die de afgelopen tijd begonnen zijn rentes te verlagen en daar naar verwachting de komende maanden onverminderd mee door zullen gaan. Mede gezien de recente escalatie van vijandelijkheden in het Midden-Oosten en de onzekere uitkomst van de aanstaande presidentsverkiezingen in de VS, zien wij op dit moment per saldo geen aanleiding voor een uitgesproken tactische positionering.



## 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](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