

Markupdate

September 2022

September 2022: 'nowhere to run'

Voor beleggers was september opnieuw een typische 'stagflatie'-maand, met stijgende rentes en dalende aandelenkoersen. Alle beleggingscategorieën hebben in 2022 tot nu toe in vergelijkbare mate slecht gepresteerd, met beursgenoteerd vastgoed als negatieve uitschieter.

Wie dit jaar de aloude beleggerswijsheid 'sell in May and go away, but remember to come back in September' had opgevolgd, kwam in ieder geval voor wat betreft het tweede deel bedrogen uit. Alle beleggingscategorieën leverden in september negatieve rendementen op. Europees beursgenoteerd vastgoed was opnieuw de negatieve uitschieter, met een maandrendement van maar liefst -17,3%. De combinatie van stijgende rentes en dalende aandelenkoersen raakt beursgenoteerd vastgoed dubbelop: in 'stagflatie'-jaar 2022 is deze beleggingscategorie tot nu toe 44% in waarde gedaald.

Voor de andere beleggingscategorieën gold dat aandelen in het algemeen achterbleven bij obligaties. De slechtst presterende aandelenregio's in september waren Azië en opkomende markten, met rendementen van respectievelijk -10,3% voor de MSCI Asia Pacific-index en -10,1% voor de MSCI Emerging Markets-index.



Amerikaanse aandelen bleven achter bij Europese aandelen, al werd het rendementsverschil in euro's gemeten nog enigszins gedempt door de verder doorzettende waardeinstijging van de Amerikaanse dollar (+1,8% in september) ten opzichte van de euro.

In euro's gemeten behaalde de MSCI North America-index een rendement van -7,6% en de MSCI Europe-index een rendement van -6,3%.

Rentestijgingen zorgde ook voor rendementsverliezen op obligaties.

Ten opzichte van aandelen waren deze verliezen weliswaar relatief beperkt, maar voor obligaties zijn verliezen op maandbasis van -3,8% voor staatsobligaties en -3,3% tot -3,9% voor respectievelijk 'investment grade'- en 'high yield'-bedrijfsobligaties toch zeer aanzienlijk.

Het is opvallend dat in 2022 tot nu toe vrijwel alle beleggingscategorieën rendementen hebben opgeleverd van rond -15%. Niet alleen voor aandelen, maar vooral ook voor obligaties zijn dergelijke verliezen uitzonderlijk, en dat zowel aandelen als obligaties in vergelijkbare mate negatief renderen is helemaal zeldzaam. Van alle beleggingscategorieën hebben Amerikaanse aandelen in 2022 tot nu toe nog het minst slecht gepresteerd, maar dit is uitsluitend te danken aan de sterke waardeinstijging van de Amerikaanse dollar. In dollars gemeten zijn Amerikaanse aandelen juist achtergebleven bij Europese.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	sept.	Q3	2022	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-3,8%	-5,1%	-16,7%	-17,1%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-3,3%	-3,1%	-14,6%	-15,1%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-3,9%	-0,3%	-14,7%	-14,9%
MSCI Europe Onroerend Goed	-17,3%	-17,8%	-44,0%	-42,7%
MSCI Europe Aandelen	-6,3%	-4,1%	-17,4%	-11,0%
MSCI North America Aandelen	-7,6%	0,8%	-12,8%	-2,5%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-10,3%	-5,8%	-14,6%	-14,7%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-7,8%	-0,9%	-14,6%	-6,6%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-10,1%	-6,2%	-15,5%	-15,1%
EUR/USD	-1,8%	-5,8%	-13,8%	-15,3%

Bron: Bloomberg

Amerikaanse en Chinese economie lijken iets hersteld, maar voor Europa dreigt een kille winter

Het is duidelijk dat de wereldeconomie momenteel door een lastige fase gaat, maar hoe lastig precies is moeilijk in te schatten. In het eerste halfjaar van 2022 maakte de Amerikaanse economie in ieder geval een 'technische' recessie door, met een licht negatieve economische groei in beide kwartalen. Het lijkt erop dat het derde kwartaal daar wel beter is verlopen, en ook voor de komende kwartalen rekenen economen per saldo op een licht positieve economische groei in de VS, rond 1%. Tegelijkertijd wordt de kans op een nieuwe recessie in de komende twaalf maanden inmiddels wel ingeschat op 50%.

Anders dan de VS heeft de economie van de eurozone in de eerste helft van 2022 wel een positieve groei laten zien van rond 1%, maar schatten economen in dat de groei in het afgelopen kwartaal is gedaald richting 0% en wordt voor het komende halfjaar een recessie voorzien, met groeicijfers licht onder 0%. Voor het Verenigd Koninkrijk geldt een redelijk vergelijkbaar, maar per saldo nog iets slechter beeld dan voor de eurozone. De Chinese economie tenslotte is in het tweede kwartaal gekrompen, mede als gevolg van de aanhoudende 'corona-lockdowns' in diverse grote steden, maar is in het derde kwartaal naar verwachting wel weer wat hersteld. Voor heel 2022 wordt voor de China nu een groeipercentage van tegen 3,5% verwacht. Voor Chinese begrippen mag dit wel als een recessie gelden: tot de 'corona-recessie' van 2020 kwam de groei van de Chinese economie decennialang niet onder 5% uit.



IMF: risico van tegenvallende groei groter dan kans op meevallers, ook in 2023

Voor de wereldeconomie als geheel rekt het IMF nu op een groei-percentage van rond 3% over heel 2022, bij benadering een halvering van de groei ten opzichte van 'corona-hersteljaar' 2021. Voor 2023 wordt hooguit een vergelijkbare groei voorzien als voor dit jaar. Daarbij zijn de risico's van tegenvallers aanzienlijk groter dan de kans op meevallende groei, aldus het IMF. De belangrijkste risicofactor, zeker voor Europa en zeker met de winter in aantocht, is nog altijd de oorlog in Oekraïne. Naarmate de oorlog voor Rusland ongunstiger verloopt en de nadelige gevolgen van steeds strengere sancties voor de Russische economie duidelijker worden, gaat de Russische gaskraan naar Europa steeds verder dicht. De mede als gevolg daarvan hoge energieprijzen vormen een bedreiging voor de koopkracht van Europese huishoudens en zetten consumentenbestedingen (en handelsbalans) onder druk. Daarmee komt een 'stagflatie'-scenario voor de eurozone steeds nadrukkelijker in beeld. Eventuele positieve groeiverrassingen zullen eerder moeten komen van hogere bedrijfsinvesteringen en/of overheidsbestedingen, bijv. in het kader van de energietransitie en hogere defensie-uitgaven, maar de impact daarvan zal in ieder geval de komende tijd nog beperkt zijn.

Andere bedreigingen voor de wereldeconomie worden gevormd door de wankelende vastgoedsector in China, een mogelijke opleving van het 'Covid 19'-virus en de wereldwijd oplopende rentes in combinatie met een sterke Amerikaanse dollar, die vooral een bedreiging vormen voor (opkomende) landen met hoge schuldniveaus.



Inflatiedruk in Europa blijft hoog, met Nederland nu als een van de koplopers

Inflatie blijft voor economie en financiële markten hét grote thema van 2022. In de eurozone is de inflatie inmiddels opgelopen naar 10% jaar-op-jaar, met uitschieters zowel naar boven (Nederland 17%, Baltische staten boven 20%) als naar beneden (Frankrijk ca. 6%). De hoge inflatiedruk is in belangrijke mate toe te schrijven aan de sterk gestegen voedsel- en energieprijzen, maar ook afgezien daarvan is de 'kerninflatie' gestaag toegenomen tot inmiddels bijna 5%. Gezien de voortdurende onzekerheid over het verdere verloop van de oorlog in Oekraïne en met de winter in aantocht, kan de inflatiedruk in de eurozone de komende tijd nog verder oplopen. Voor de 'kerninflatie' is daarbij met name ook van belang hoe de arbeidsmarkt zich ontwikkelt. De werkloosheid in de eurozone is inmiddels gedaald tot een voor Europese begrippen ongekend lage 6,6%, wat ruimte schept voor hogere lonen en daarmee weer kan bijdragen aan hogere prijzen. Overigens lijkt een 'loon-prijsspiraal', zoals in de jaren '70 van de vorige eeuw, nog wel ver weg. Automatische prijscompensatie is allang geen standaardonderdeel meer van collectieve arbeidsovereenkomsten, en ook is de onderhandelingsmacht van vakbonden nu aanzienlijk minder groot dan 40-50 jaar geleden. Overigens is de werkloosheid in Nederland de afgelopen maanden alweer licht opgelopen, van 3,2% naar 3,8%. Wanneer deze trend doorzet, en ook in andere Europese landen de werkloosheid gaat oplopen, kan de opwaartse prijsdruk vanuit lonen ook meevallen.

In de VS toenemende signalen van 'peak inflation'

Waar in de eurozone de inflatiedruk de komende maanden nog verder kan toenemen, lijkt in de VS 'peak inflation' inmiddels wel bereikt. In juni was de 'headline' inflatie nog boven 9%, maar inmiddels is deze afgenomen tot 8,3% jaar-op-jaar, vooral dankzij de gedaalde olieprijs (-30% sinds medio juni). Ook verschillende andere inflatie-indicatoren (vrachttarieven, producentenprijzen, huizenprijzen) wijzen eerder op afnemende inflatiedruk dan op een versnelling van prijsstijgingen. Dat gezegd hebbende, blijft de 'kerninflatie' in de VS wel hoog. Na een lichte daling in de zomermaanden is deze in september weer tot boven 6% jaar-op-jaar gestegen. Aanhoudende krapte op de Amerikaanse arbeidsmarkt (de werkloosheid schommelt dit jaar tussen 3,5% en 4%) zorgt ook daar voor opwaartse loondruk, al blijft de gemiddelde loonstijging net als in de eurozone nog altijd achter bij de ontwikkeling van consumentenprijzen.

Fed en ECB blijven rentes verhogen, maar voor hoe lang nog?

De extreem hoge inflatiedruk, zowel in de eurozone als de VS de hoogste in 40 jaar, heeft centrale banken in 2022 tot meer actie gedwongen dan begin dit jaar gedacht. Eind 2021 was de verwachting nog dat de Fed in 2022 de basisrente zou verhogen van 0,25% naar maximaal 1%, maar inmiddels heeft de Fed de rente al verhoogd naar 3,25% en is de verwachting nu dat deze in het voorjaar van 2023 rond 4,5% zal uitkomen. Voor de eurozone werd eind 2021 verwacht dat de basisrente van de ECB in 2022 onder 0% zou blijven, maar deze staat inmiddels op 0,75% en komt naar de huidige verwachting medio 2023 rond 3% uit. Ook veel andere grote centrale banken hebben dit jaar rentes moeten verhogen om de inflatiedruk het hoofd te bieden.

De belangrijkste uitzondering is de centrale bank van China, waar het economisch tij tegenzit en de inflatiedruk relatief beperkt is. De meest opmerkelijke uitzondering is Turkije, waar de centrale bank rentes blijft verlagen terwijl de inflatie inmiddels boven 80% jaar-op-jaar uitkomt, maar de minst benijdenswaardige centrale bank lijkt op dit moment toch de Bank of England. Deze moet niet alleen de hoge inflatie in het VK bestrijden, maar daarnaast ook een potentiële financiële systeemcrisis als gevolg van de belastingplannen van de regering-Truss in goede banen zien te leiden.

Voor de komende maanden lijkt het onvermijdelijk dat in ieder geval de Fed en de ECB beleidsrentes zullen blijven verhogen, maar het valt niet uit te sluiten dat zij in de loop van 2023 op hun schreden moeten terugkeren, naarmate de economische groei verder terugvalt en de signalen van mogelijke 'peak inflation' toe gaan nemen.

'Stagflatie' basisscenario voor nu en komende winter, maar wat komt daarna?

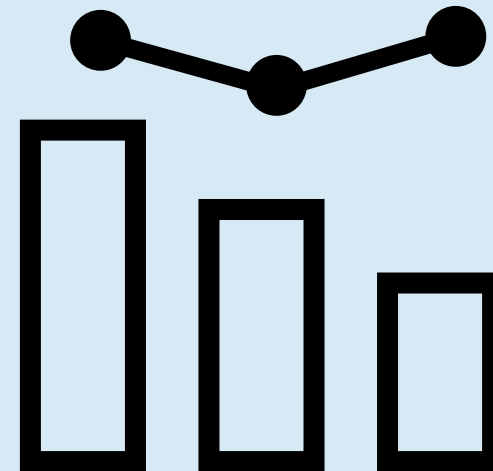
Na een korte onderbreking in de eerste helft van het derde kwartaal gingen financiële markten in de tweede helft van het derde kwartaal weer verder op hetzelfde pad als in het eerste halfjaar van 2022, met hogere rentes en lagere aandelenkoersen. Daarmee lijken financiële markten voor de komende tijd op een aanhoudend 'stagflatie'-scenario te rekenen. Gezien de nog altijd bijzonder hoge inflatiedruk, in combinatie met een dreigende recessie in de wintermaanden (zeker in Europa), lijkt dit een realistische inschatting, in ieder geval voor de komende drie tot zes maanden.



Aangezien financiële markten meestal voorlopen op economische ontwikkelingen, begint de vraag wel relevant te worden hoe het na de huidige 'stagflatie'-episode, dus zeg vanaf het voorjaar van 2023, verder gaat met de wereldeconomie. Keren we dan bijvoorbeeld terug naar de 'lage groei / lage inflatie'-omgeving van vóór de coronacrisis of gaan we juist een 'hoge groei / hoge inflatie'-scenario doormaken, bijvoorbeeld dankzij grootschalige (overheids-) investeringen in energietransitie en defensie?

Ook bij 'stagflatie light'-scenario blijven verwachte beleggingsrendementen voorlopig laag

Vooralsnog gaan wij ervan uit dat een scenario van hooguit gematigde economische groeivoorzichten, in combinatie met bovengemiddeld hoog blijvende inflatiedruk (dat wil zeggen hoger dan de 2%-inflatiedoelstelling van centrale banken) het meest waarschijnlijk blijft. Wat ons betreft is er in dat scenario nog ruimte voor licht hogere kapitaalmarktrentes, ook al zijn deze de afgelopen tijd al flink opgelopen. Voor aandelen en andere meer risicovolle beleggingscategorieën is een dergelijk scenario niet zonder meer gunstig. Daarbij is onze inschatting dat de onzekerheid over welk scenario zich uiteindelijk zal voordoen voorlopig nog wel hoog zal blijven. Dat pleit op zich al voor terughoudendheid ten aanzien van bijvoorbeeld aandelen en beursgenoteerd vastgoed. Bedrijfsobligaties zijn dan wellicht een wat 'veiligere' 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.

ASR Vermogensbeheer N.V.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asr.nl