

Terugblik juni:

Een slechte maand

Een slechte maand als slot van een uitzonderlijk slecht halfjaar

Over de hele linie zetten financiële markten in juni de negatieve trend van de afgelopen maanden onverminderd door, en opnieuw ontkwam geen enkele beleggingscategorie aan de malaise. Daarmee is het eerste halfjaar van 2022 voor financiële markten een van de slechtste eerste jaarhelften in de afgelopen 50 jaar geworden.

De 'best' presterende beleggingscategorie in juni waren Europese staatsobligaties, met een negatief rendement van 'slechts' 1,9%. Vooral in de tweede helft van de maand daalden kapitaalmarktrentes licht, en daarmee bleef het verlies op staatsobligaties nog enigszins beperkt. Ook de relatief veilige 'investment grade' Europese bedrijfsobligaties daalden minder in waarde dan de meeste andere beleggingscategorieën, maar met een verlies van 3,5% in juni kan niet gesproken worden van een bijzonder gelukkig verlopen maand voor Europese bedrijfsobligaties.



Aan het andere eind van het spectrum stond Europees beursgenoteerd vastgoed, dat in juni maar liefst ruim 18% in waarde daalde. Als rentegevoelige aandelen categorie ondervond beursgenoteerd vastgoed hinder van zowel stijgende kapitaalmarktrentes als dalende aandelenkoersen. Ook over het eerste halfjaar van 2022 én ten opzichte van een jaar geleden is beursgenoteerd vastgoed verreweg de slechtst presterende beleggingscategorie.

Aandelenbeurzen lieten een licht wisselend beeld zien, maar kwamen wat betreft rendementen allemaal uit tussen obligaties en vastgoed in. De relatief best presterende aandelenbeurzen waren te vinden in Azië en opkomende markten, met rendementen van -3,7% voor de MSCI Asia Pacific-index en -4,0% voor de MSCI Emerging Markets-index. Europese aandelenbeurzen bleven daarbij achter, met een rendement van -7,7% voor de MSCI Europe-index. Amerikaanse aandelen presteerden in juni nog slechter, maar door de waardedaling van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar (-2,8% in juni) kwam de MSCI North America-index in euro's gemeten uit op een iets hoger (of beter gezegd: minder laag) rendement van -5,8%.

Over het eerste halfjaar van 2022 zijn de meeste aandelenbeurzen 10-15% in waarde gedaald, en dat geldt ook voor Europese staats- en bedrijfsobligaties. Zowel voor aandelen als voor obligaties, om nog maar te zwijgen van vastgoed, is de eerste jaarhelft van 2022 daarmee uitzonderlijk slecht verlopen.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	juni	Q 2	2022	12 mnd.
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-1.9%	-7.4%	-12.3%	-12.7%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-3.5%	-7.3%	-11.9%	-12.4%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-6.9%	-10.7%	-14.4%	-14.1%
MSCI Europe Onroerend Goed	-18.1%	-27.8%	-31.9%	-31.6%
MSCI Europe Aandelen	-7.7%	-9.0%	-13.8%	-6.5%
MSCI North America Aandelen	-5.8%	-11.3%	-13.5%	-0.4%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-3.7%	-6.0%	-9.4%	-11.1%
MSCI World Developed Mar- kets Aandelen	-6.2%	-11.1%	-13.9%	-3.5%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-4.0%	-5.6%	-10.0%	-14.6%
EUR/USD	-2.8%	-6.2%	-8.5%	-12.5%

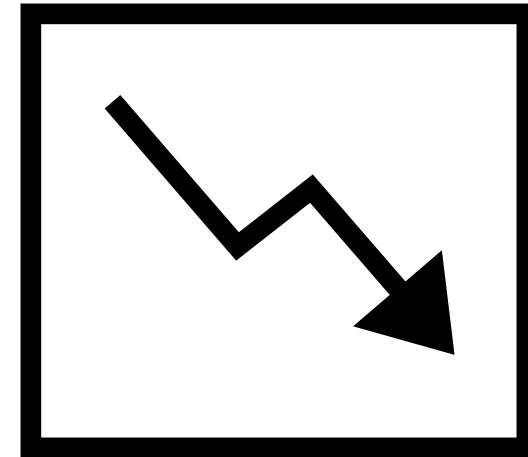
Bron: Bloomberg

Kans op recessie is weliswaar toegenomen, maar is daarmee nog geen zekerheid

De groeivoorzichten voor de wereldeconomie waren begin dit jaar nog vrij positief, maar zijn sindsdien steeds slechter geworden. Sterker nog, het lijkt alsof de vraag van financiële markten is verschoven van “komt er een recessie” naar “hoe diep wordt de recessie”. Volgens een enquête van Bloomberg schatten analisten de kans op een recessie in de eurozone de komende 12 maanden op 33%, en voor de VS op 30%. Anderzijds wordt er nog steeds wel groei verwacht voor het jaar als geheel. Volgens de Bloomberg consensus zal de wereldeconomie in zowel 2022 als 2023 nog steeds met 3,2% groeien, al waren die verwachtingen begin dit jaar nog wel een stuk hoger (namelijk 4,4% en 3,6% voor 2022 en 2023 respectievelijk).

Voor een belangrijk deel hebben die lagere verwachtingen te maken met de oorlog in Oekraïne, die naast grote geopolitieke onzekerheid tot terughoudendheid bij bedrijven en consumenten heeft geleid, met name in de eurozone. Voor de eurozone zijn de groeivoorzichten (volgens de Bloomberg consensus) gedaald met 1,4% en 0,6% sinds het begin van dit jaar. Momenteel wordt voor 2022 en 2023 een groei van respectievelijk 2,8% en 1,9% verwacht. De VS lijkt wat betreft economische kracht beter te varen. Daar is de werkloosheid nog steeds laag (3,6%), stijgen de lonen (6%) en nemen ook de consumentenbestedingen nog steeds toe (voor het tweede kwartaal lijkt het op een jaar-op-jaar groei van 4% af te stevenen). Desondanks zijn ook de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie wel verslechterd.

Ten slotte vormt de afkoelende economie in China, vanwege haar zero-covidbeleid en problemen in de vastgoedmarkt, een risico voor de wereldeconomie. Hoewel ‘lockdowns’ (o.a. in Shanghai en Beijing) inmiddels worden afgeschaald, zal het voor China moeilijk zijn om het zero-covid beleid op korte termijn los te laten.



Mogelijk eerste tekenen van 'peak inflation', maar eerder in de VS dan in de eurozone

Het is ondertussen wel duidelijk dat inflatie in de meeste ontwikkelde landen harder is gestegen en langer hoog blijft dan de meeste economen, beleggers en zelfs centrale banken aan het begin van dit jaar dachten. Wel zijn er met name in de VS de eerste tekenen van een verflakking van inflatie te zien. Zo is de 'US Core PCE Index', de prijsindex waar de Fed met voorkeur naar kijkt, al een paar maanden aan het dalen, van 5,3% februari dit jaar naar 4,7% in mei. Dat is overigens nog wel steeds ruim boven de target van 2% inflatie van de Fed, en de afname lijkt ook maar langzaam te gaan. Bovendien stijgt de 'headline' inflatie in de VS nog steeds (8,6% in mei tegenover 8,3% in april).

In de eurozone lijkt er nog geen sprake te zijn van een afvlakking van inflatie. Sterker nog, hier is de headline inflatie in juni gestegen naar 8,6% (was 8,1% in mei), het hoogste niveau sinds het ontstaan van de monetaire unie. Hierbij valt op dat inflatie in de meeste landen (17 van de 19) in de eurozone hoger is dan vorige maand. De kerninflatie kwam weliswaar een fractie lager uit in juni (3,7%) dan in mei (3,8%), maar dat betekent nog niet dat de inflatiedruk op korte termijn snel zal afnemen. Veel van de drijvers van inflatie de laatste paar maanden zijn namelijk nog steeds (in ieder geval deels) aanwezig. Er is nog altijd een substantiële kans dat de toevoer van gas en olie uit Rusland naar de eurozone wordt stilgelegd, wat de prijzen van gas en olie weer kan doen stijgen. Ook stijgen producentenprijzen in de eurozone nog steeds erg hard (37% in april). Voor zover bedrijven dat kunnen doorberekenen aan consumenten, kan dat ook weer effect hebben op consumentenprijzen. De verstoring van internationale waardeketens lijkt

wat minder te worden, maar als China weer lockdowns instelt (wat niet ondenkbaar is), zal dit weer opwaartse druk op vrachtprijzen zetten. Verder is het aannemelijk dat voedselprijzen hoog blijven, o.a. omdat er nu minder kunstmest wordt gebruikt bij het planten van gewassen (aangezien Rusland een relatief grote exporteur is van kunstmest).

Tempo van renteverhogingen gaat komende tijd omhoog, ook in de eurozone

Gezien het ongunstige inflatiebeeld ontkomt de ECB er niet aan om haar beleidsrentes te verhogen de komende maanden. Voor juli zal dat waarschijnlijk nog een relatief kleine rentestap van 0,25% zijn, maar daarna zouden ook grotere stappen gezet kunnen worden. Of de ECB haar beleidsrente uiteindelijk net zo veel als de Fed verhoogt, valt nog te bezien.

In tegenstelling tot de Fed moet de ECB namelijk ook rekening houden met het effect van hogere rentes op de stabiliteit van de eurozone. Een belangrijke indicator hiervoor is het verschil tussen de rente op 10-jaars staatsobligaties van Italië en Duitsland. Deze 'BTP Bund' spread piekte het afgelopen kwartaal op 2,4%, waarna de ECB een ongeplande vergadering aankondigde om financiële markten gerust te stellen dat het werkt aan een 'instrument om fragmentatie van de eurozone' tegen te gaan. Mogelijk beperkt deze fragmentatie de mate waarin ECB haar beleidsrentes zal verhogen.

Al met al gaan beleidsrentes van centrale banken in ontwikkelde landen op korte termijn maar één kant op: omhoog. Onzeker is vooral hoeveel ze omhoog zullen gaan, en dan met name in 2023. Dat zal weer vooral afhangen van de vraag in hoeverre de inflatiedruk afneemt na de eerste rentestappen, en in hoeverre de economische groei onder de hogere rentes te lijden krijgt. Dat valt nu nog moeilijk in te schatten, maar naar verwachting is dat eind dit jaar een stuk duidelijker. Tegen die tijd kunnen centrale banken hun plannen weer aanpassen, al naar gelang de economische stand van zaken op dat moment.



Financiële markten: op korte termijn nog meer risico's dan kansen

Met hogere rentes en lagere aandelenkoersen lijken financiële markten in het eerste halfjaar van 2022 steeds meer te hebben voorgesorteerd op een 'stagflatie'-scenario. Richting het einde van het tweede kwartaal werd het beeld wat minder duidelijk, met (tijdelijk) dalende rentes en (licht) herstellende aandelenkoersen. Het lijkt erop dat 'stagflatie' op korte termijn al min of meer is 'ingeprijsd', en dat financiële markten nu proberen in te schatten wat er daarna komt: bijvoorbeeld een terugkeer naar de lage groei / lage inflatie-omgeving van vóór de coronacrisis of juist een hoge groei / hoge inflatie-scenario, bijvoorbeeld dankzij grootschalige (overheids-) investeringen in energietransitie en defensie.

Vooralsnog lijkt ons het meest waarschijnlijke 'post-stagflatie'-scenario dat van aanhoudend gematigde economische groeivoorzichten, in combinatie met aanhoudend hoog blijvende inflatiedruk (dat wil zeggen hoger dan de 2%-inflatiedoelstelling van centrale banken). Wat ons betreft is er in dat scenario nog wel ruimte voor hogere kapitaalmarktrentes, ook al zijn deze de afgelopen maanden al flink opgelopen. Dit is ongunstig voor de verwachte koersontwikkeling van (staats-) obligaties. Echter, ook 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 'veiliger' keuze, maar bij verder oplopende rentes rekenen we ook voor deze beleggingscategorie niet op hoge rendementen in de komende tijd. Al met al lijkt voor de komende maanden het aloude gezegde "cash is king" nog niet zo'n slecht motto.



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.

ASR Vermogensbeheer N.V.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asr.nl