



Markupdate

Augustus 2022

Augustus 2022: 'campingrally' in de kiem gesmoord

Na een sterk, maar kortstondig herstel in juli leverden financiële markten in augustus per saldo weer hetzelfde beeld op als in de eerste helft van 2022: van stijgende rentes en dalende aandelenkoersen.

Op aandelenbeurzen duurde het koersherstel na een rampzalig verlopen eerste jaarhelft in feite niet één maar twee maanden: van medio juni tot medio augustus. Daarmee was bijna weer sprake van een ouderwetse 'campingrally'. Helaas bleek in de tweede helft van augustus dat die rally niet alleen van korte duur was, maar ook bij lange na niet krachtig genoeg om de verliezen van het eerste halfjaar goed te maken. Na een koersstijging van bijna 10% in juli daalde de MSCI World Developed Markets-index in augustus per saldo weer met 2%, waarmee het koersverlies over heel 2022 tot nu toe nog altijd zo'n 7,5% bedraagt. Daarbij moet worden opgemerkt dat er op regioniveau wel verschillen te zien waren.



Europese aandelen bleven met een koersverlies van bijna 5% in augustus achter bij Amerikaanse aandelen, waar de koersdalingen beperkt bleven tot ca. 1,5%. Dat was dan wel mede te danken aan de waardeinstijging van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro in augustus van zo'n 2,5%. Na in juli al even kortstondig 'pariteit' bereikt te hebben, moest tegen eind augustus voor één Amerikaanse dollar zelfs iets meer dan één euro worden neergeteld, voor de eerste keer in twintig jaar.

De best presterende aandelenregio's in augustus waren Azië en opkomende markten, met koersstijgingen van 1,5% tot 3%. Desondanks blijft ook voor deze regio's 2022 tot nu toe een teleurstellend jaar voor aandelenbeleggingen. Het meest teleurstellend is 2022 tot nu toe echter verlopen voor beleggers in Europees beursgenoteerd vastgoed, met koersdalingen van ca. 12,5% in augustus en van bijna een derde sinds begin dit jaar.

Een van de verklaringen voor het hernieuwde slechte sentiment op aandelenbeurzen is dat rentes sinds begin augustus weer zijn gestegen, na een kortstondige periode van rentedalingen vanaf medio juni. Dit vertaalde zich in negatieve rendementen op Europese staatsobligaties van per saldo ca. 5% in augustus. Ook bedrijfsobligaties ondervonden hinder van de gestegen rentes, maar hier bleef de schade relatief beperkt, tot een maandrendement van -4,2% voor relatief veilige 'investment grade'-bedrijfsobligaties en -1,2% voor de meer risicovolle 'high yield'-obligaties.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	aug.	Q3	2022	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-5.2%	-1.3%	-13.4%	-14.9%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-4.2%	0.3%	-11.6%	-12.8%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-1.2%	3.8%	-11.2%	-11.5%
MSCI Europe Onroerend Goed	-12.7%	-0.5%	-32.2%	-36.0%
MSCI Europe Aandelen	-4.9%	2.3%	-11.8%	-7.9%
MSCI North America Aandelen	-1.6%	9.2%	-5.5%	3.0%
MSCI Asia Pacific Aandelen	1.5%	5.1%	-4.8%	-4.6%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-2.0%	7.6%	-7.4%	-0.8%
MSCI Emerging Markets Aandelen	2.9%	4.4%	-6.0%	-7.3%
EUR/USD	-2.4%	-4.1%	-12.2%	-15.7%

Bron: Bloomberg

Inflatie weer terug op het vizier van beleggers, zeker na 'Jackson Hole'

De belangrijkste verklaring voor de combinatie van hogere rentes en lagere aandelenkoersen in augustus is waarschijnlijk dat inflatie weer volop terug was op het vizier van het beleggers. Dit was vooral het geval in de tweede helft van augustus, en mede te danken aan de 'Jackson Hole'-conferentie die in deze periode plaatsvond. Op deze jaarlijkse bijeenkomst van centrale bankiers maakte de voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, Jerome Powell, duidelijk dat de Fed er alles aan gelegen is om aan de huidige hoge inflatiedruk een einde te maken. Powell had wat dat betreft wat goed te maken: bij de vorige Jackson Hole-conferentie een jaar geleden had hij de toen ook al sterk opgelopen inflatie nog 'tijdelijk' genoemd, en beleggers daarmee de indruk gegeven dat de Fed niet al te hard op het rempedaal van hogere rentes zou gaan staan.

Op dat moment, in augustus 2021, bedroeg de inflatie in de VS zo'n 5,5% en had de Fed de Amerikaanse basisrente al zo'n anderhalf jaar, sinds het begin van de coronacrisis in het voorjaar van 2020, onveranderd gehouden op 0-0,25%. Een jaar later is de inflatie in de VS opgelopen naar ruim 9% en heeft de Fed de basisrente in vier stappen verhoogd naar 2,5%, inclusief de twee laatste 'megastappen' van ieder 0,75%-punt in juni en juli dit jaar. De uitspraken van Jerome Powell tijdens de Jackson Hole-conferentie maakten duidelijk dat het einde van de renteverhogingen daarmee nog niet in zicht is. Rentemarkten gaan er nu vanuit dat de Fed in het komende halfjaar de rente verder zal verhogen tot rond 3,5-4%.



Fed zal rente blijven verhogen, ook al is 'peak inflation' in de VS mogelijk al bereikt

Een lastig punt voor de Fed is dat een belangrijk deel van de huidige inflatie veroorzaakt wordt door factoren aan de aanbodzijde van de economie, vooral de hoge energieprijzen (mede als gevolg van de oorlog in Oekraïne) en 'supply chain'-verstoringen, o.a. als gevolg van het 'zero Covid'-beleid in China. Deze factoren zijn niet of nauwelijks gevoelig voor hogere rentes. Renteverhogingen kunnen wel eraan bijdragen dat de vraagzijde van de economie afkoelt, die mede oververhit is geraakt door 'inhaalvraag' na de coronacrisis. Het probleem daarmee is wel dat teveel renteverhogingen het risico van een recessie vergroten, en daar zit niemand op te wachten, zeker niet zo kort na de 'corona-recessie' van 2020-2021.

Vooralsnog lijken economen en financiële markten er vanuit te gaan dat het de Fed wel zal lukken om de inflatie onder controle te krijgen zonder de Amerikaanse economie in een recessie te storten. Weliswaar schatten economen de kans op een recessie in de komende kwartalen inmiddels in op 50%, maar voor de hele periode 2022-2024 worden in ieder geval op jaarbasis positieve groeicijfers verwacht van 1-2%. Voor de Amerikaanse inflatie is de consensusverwachting nu dat deze in 2023 zal dalen richting 3,5% en in 2024 naar 2,5%. De meest recente economische cijfers lijken dit relatief gunstige beeld te bevestigen. Het vertrouwen van Amerikaanse producenten blijft de laatste maanden vrij stabiel op licht bovengemiddelde niveaus, terwijl het consumentenvertrouwen afgelopen maand uit een diep dal omhoog is geklommen. Tegelijkertijd is de inflatiepiek in de VS mogelijk al achter de rug: in augustus kwam de inflatie uit op 8,5%, na een maand daarvoor nog op 9,1% te zijn uitgekomen, het hoogste niveau in ruim 40 jaar.



ECB staat voor nog grotere uitdaging dan Fed

Als de Fed zich al in een moeilijk parket bevindt, dan is de uitdaging voor de ECB zo mogelijk nog groter. De inflatie in de eurozone is met 9,1% jaar-op-jaar nu net zo hoog als in de VS een maand geleden en de kerninflatie is opgelopen naar 4,3% jaar-op-jaar, maar anders dan in de VS lijkt de piek hier nog niet bereikt. Bovendien is de Europese economie kwetsbaarder voor de ontwikkeling van energieprijzen dan de Amerikaanse economie, en daar heeft de ECB niet of nauwelijks invloed op. Daarnaast moet de ECB een mogelijke nieuwe eurocrisis zien te voorkomen, wat extra uitdagend is met parlamentsverkiezingen in Italië in aantocht. Tenslotte zal de ECB willen vermijden dat de euro verder wegzakt ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Een lage eurokoers is weliswaar gunstig voor de exportpositie van de eurozone, maar zorgt ook voor 'importinflatie', en een hogere inflatiedruk is het laatste waar de ECB (en de meeste Europeanen) op zitten te wachten.

Al met al zit er voor de ECB niets anders op dan de rente ook in versneld tempo verder te verhogen, al was het maar om het renteverskil met de VS niet veel verder te laten oplopen. Het gat tussen de Amerikaanse en Europese basisrente is de afgelopen tijd opgelopen naar 2,5%-punt, wat in ieder geval een deel van de waardestijging van de Amerikaanse dollar verklaart. Met verdere renteverhogingen in de VS in het verschiet, zou het zomaar kunnen dat de ECB in september ook kiest voor een naar ECB-maatstaven ongekende renteverhoging van 0,75%-punt. Financiële markten houden hier in ieder geval inmiddels rekening mee, en gaan er vanuit dat de ECB in de maanden daarna de basisrente (nu nog 0%) zal verhogen tot 2-2,25%. In dat scenario zal het renteverskil met de VS in ieder geval langzaam kleiner worden in het komende halfjaar, en dat zou in principe de koers van de euro moeten ondersteunen.

Economische vooruitzichten voor Europa somber, ondanks lichtpuntjes

Met de hoge energieprijzen en oplopende renteniveaus dreigt voor Europese consumenten een kille winter, met mogelijk historisch grote verliezen aan koopkracht. Daarmee lijkt een recessie in de komende kwartalen dan ook steeds onvermijdelijker. Inmiddels gaan economen ervan uit dat de economie van de eurozone de komende drie kwartalen een economische groei van rond 0% zal laten zien, en schatten zij de kans op een echte recessie in op 55%. Daarmee is het risico van een 'stagflatie'-scenario in Europa nog reëler dan voor de VS. Overigens kan het nog altijd erger: voor het Verenigd Koninkrijk zijn de verwachtingen voor economische groei nog somberder, met een recessiekans van 60%, terwijl de inflatie (nu al ruim 10%) in de meest sombere schattingen verder kan oplopen richting 20%.

Ondanks alle somberheid over de Europese economie, zijn er toch nog wel enkele lichtpuntjes te vinden. Zo zijn de meeste economische cijfers de laatste tijd weliswaar niet goed, maar waren ze in augustus aanzienlijk minder slecht dan analisten hadden verwacht, zoals blijkt uit de 'verrassings-index' van Citigroup. Daarnaast zijn de energieprijzen, en dan met name van gas, nog altijd historisch hoog, maar zijn ze de laatste tijd in ieder geval niet verder doorgestegen. De olieprijs is na een piek van bijna 130 dollar per vat begin maart de afgelopen maanden geleidelijk gedaald richting 90 dollar per vat. Ondertussen is de gasprijs in de laatste week van augustus met bijna een kwart gedaald vanaf de piek. Overigens is gas daarmee nog wel altijd ruim vijf keer duurder dan een jaar geleden.

Hogere rentes blijven tegen obligaties pleiten, maar zijn ook niet perse gunstig voor aandelen

Anders dan in de VS lijkt in de eurozone 'peak inflation' nog niet bereikt, maar toch verwachten economen, mede vanwege de (tot voor kort) lagere energieprijzen en de aanstaande renteverhogingen van de ECB, dat de inflatie ook hier niet veel verder zal oplopen. Al in het laatste kwartaal van dit jaar zou de inflatiedruk moeten afnemen, en voor heel 2023 wordt een inflatie van 'slechts' 4% verwacht. Een belangrijke onzekere factor is nog wel hoe de lonen zich zullen ontwikkelen. Tot nu toe blijft de loonontwikkeling, zowel in Europa als in de VS, achter bij de inflatie, maar met de huidige historisch lage werkloosheid (ca. 6,5% in de eurozone en 3,5% in de VS) is de vraag of dit zo blijft.

Bij een dreigende 'loon-prijsspiraal' zullen centrale banken mogelijk gedwongen zijn de basisrentes nog verder te verhogen dan nu gedacht, maar ook wanneer deze uitblijft, zal de komende tijd voor beleggers naar alle waarschijnlijkheid in het teken staan van hogere rentes. Dit geldt dan met name voor 'korte' (bijv. spaar-) rentes, maar ook langere rentes kunnen nog verder stijgen. Dit blijft ons inziens pleiten voor het aanhouden van een bovengemiddelde cash positie en tegen (staats-) obligaties. Aandelen- en vastgoedbeleggers kunnen er op lange termijn van uitgaan dat deze beleggingscategorieën een 'hedge' tegen hoge inflatie vormen (in ieder geval meer dan staatsobligaties), maar op korte termijn betekenen hogere rentes dat toekomstige kasstromen van bedrijven verrekend moeten worden tegen hogere 'disconteringsvoeten' en dat is nadelig voor de waardering van aandelen. Bovendien kan de bovengemiddelde macro-economische en geopolitieke onzekerheid voor verhoogde volatiliteit zorgen, en ook dat is op korte termijn niet gunstig voor aandelen.



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