

Marketupdate

Juni 2024

Juni 2024:

Jantje lacht, Jantje huilt

Financiële markten lieten in juni weer een omslag zien, in ieder geval in Europa. Aandelen en beursgenoteerd vastgoed raakten uit de gratie, maar Europese obligaties waren juist wel in trek. Buiten Europa zette de opwaartse trend op aandelenmarkten onverminderd door.

Europese aandelenbeurzen hebben een wisselvallig kwartaal achter de rug. Mei was een prima maand voor beleggers in Europese aandelen, maar in april en juni leverden ze juist in. Ondanks een negatief maandrendement van 1,0% voor de MSCI Europe-index in juni, kwam het rendement over het hele tweede kwartaal gemeten met +1,3% nog wel positief uit. Europees beursgenoteerd vastgoed liet een vergelijkbaar beeld zien, maar dan in versterkte mate. In mei leverde vastgoed nog een positief rendement op van 4,7%, maar in juni leverde het weer 3,7% in. In tegenstelling tot Europese aandelen, lukte het vastgoed met een kwartaalrendement van -1,7% niet om onder de streep op een positief rendement uit te komen.

Waar Europese aandelen en vastgoed in juni uit de gratie waren, leverden Europese obligaties juist wel positieve maandrendementen op, van respectievelijk 0,2% voor staatsobligaties, 0,7% voor 'investment grade'-bedrijfsobligaties en 0,3% voor 'high yield'-bedrijfsobligaties. Bij Europese staatsobligaties was het beeld wel gemengd: Duitse kapitaalmarktrentes daalden, terwijl die in Frankrijk en (in mindere mate) Italië en Spanje juist opliepen. Over het hele tweede kwartaal gemeten zijn Europese kapitaalmarktrentes

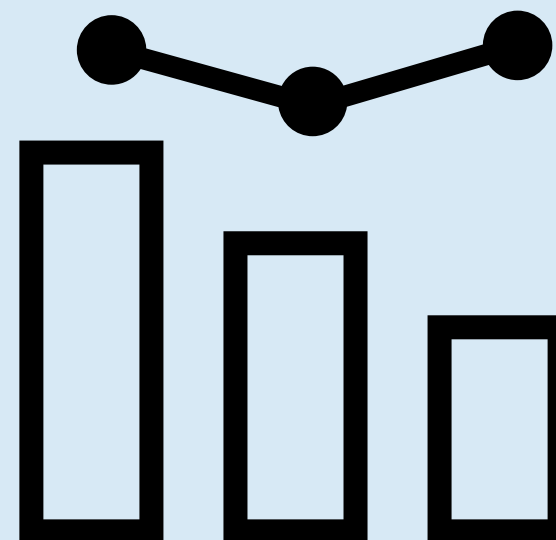
licht gestegen, waarmee staatsobligaties per saldo uitkwamen op een negatief kwartaalrendement van 1,3%. Ondanks de hogere rentes wisten Europese bedrijfsobligaties wel op positieve kwartaalrendementen uit te komen, van respectievelijk 0,1% voor 'investment grade'-bedrijfsobligaties en 1,3% voor 'high yield'-bedrijfsobligaties.

Opvallend is dat het negatieve sentiment op aandelenbeurzen beperkt bleef tot Europa. Buiten Europa beleefden aandelen juist een bijzonder goede maand, met uitschieters van +4,6% voor Amerikaanse aandelen en +5,3% voor opkomende markten. Ondanks een matige start pakte het tweede kwartaal daarmee voor aandelenbeurzen buiten Europa alsnog goed uit, met kwartaalrendementen variërend van 3,3% voor de MSCI Asia Pacific-index en 4,4% voor de MSCI North America-index tot 5,8% voor de MSCI Emerging Markets-index.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

| Rendementen (total return, in euro's) | juni | Q2 | 2024 | 12 mths |
|---|-------|-------|-------|---------|
| Rendementen (total return, in euro's) | 0.2% | -1.3% | -2.0% | 2.4% |
| Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties | 0.7% | 0.1% | 0.5% | 6.4% |
| Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties | 0.3% | 1.3% | 2.8% | 10.4% |
| FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed | -3.7% | -1.7% | -5.2% | 18.9% |
| MSCI Europe Aandelen | -1.0% | 1.3% | 9.1% | 13.7% |
| MSCI North America Aandelen | 4.6% | 4.4% | 17.5% | 25.7% |
| MSCI Asia Pacific Aandelen | 3.6% | 3.3% | 11.1% | 15.2% |
| MSCI World Developed Markets Aandelen | 3.2% | 2.9% | 14.2% | 20.5% |
| MSCI Emerging Markets Aandelen | 5.3% | 5.8% | 10.8% | 14.6% |
| EUR/USD | -1.2% | -0.7% | -3.0% | -1.8% |

Source: Bloomberg



Trend naar convergentie van economische groei in de VS en de eurozone

Nadat de wereldeconomie tegen de verwachting in sterk aan 2024 is begonnen, is deze positieve trend inmiddels enigszins afgezwakt. Vooral de Amerikaanse economie groeit sinds het eerste kwartaal een stuk minder hard, maar blijft ondanks deze afkoeling nog wel ver weg van een mogelijke recessie. De eurozone, die in de twee kwartalen voor de jaarwisseling nog dicht tegen een recessie aan zat, lijkt voorzichtig een periode van economische stagnatie achter zich te gaan laten. In China waren de verwachtingen laaggespannen, waardoor er ruimte was om positief te verrassen. In het eerste kwartaal wist de Chinese economie harder te groeien dan de doelstelling van 5%, mede dankzij expansief fiscaal overheidsbeleid.

Voor de komende tijd lijkt het meest aannemelijke scenario dat de Amerikaanse economie in absolute zin beter blijft presteren dan de Europese economie. Zo verwacht het IMF voor heel 2024 een economische groei van ca. 0,9% voor de eurozone en van 2,1% voor de VS. Voor 2025 verwacht het IMF wel een verdere convergentie van beide regio's richting een economische groei van 1,7%. Ten opzichte van 2023 betekent dit een groeivertraging voor de VS. De Amerikaanse economie is tot nu toe robuuster gebleken dan gedacht, maar de verwachting blijft dat de vertraagde effecten van het verkrappende monetaire beleid, de geleidelijke afzwakking van het fiscale beleid, en een verzwakking van de arbeidsmarkt de totale vraag uiteindelijk zullen gaan drukken. Deze normalisatie is ook zichtbaar in de zogenoemde sentimentsindicatoren, die ondertussen allemaal rond een gemiddeld niveau liggen. Een risicofactor voor de Amerikaanse economie zijn de presidentsverkiezingen in november. Zonder vooruit te lopen op de uit-

komst hiervan, kunnen deze wel leiden tot kortzichtige en inefficiënte overheidsinvesteringen om kiezers te binden, en heeft de aanloop naar de verkiezingen daarmee mogelijk invloed op het vertrouwen van Amerikaanse consumenten en bedrijven.

Inhaalslag Europese economie, of gooit kamikaze-actie van Macron roet in het eten?

De economische groei van de eurozone komt van een lager niveau dan die van de VS, wat deels te wijten is aan het feit dat Europeanen een kleiner gedeelte van hun spaartegoeden hebben uitgegeven, en daarnaast ook nog een groter gedeelte van hun besteedbaar inkomen zijn blijven sparen. Daarnaast kampt de eurozone nog steeds met de gevolgen van de oorlog in Oekraïne. Hierdoor heeft de eurozone nu wel relatief meer herstelpotentieel. Investeringen in de energietransitie en de defensie-industrie door zowel overheden als bedrijven kunnen deze groei stimuleren. De arbeidsmarkt in de eurozone blijft verder verkrappen, met een werkloosheid die nu op 6,5% staat, het laagste punt sinds 1999. Hierdoor hebben werknemers in de eurozone een sterke onderhandelingspositie, wat resulteert in meer CAO-loongroei en een verbetering van de Europese koopkracht, in ieder geval op de korte termijn.

Daar staat wel tegenover dat ook hier renteniveaus aanzienlijk hoger zijn dan een paar jaar geleden en de ruimte voor extra overheidsbestedingen beperkt is. Daarbij valt op dat de economische groei in Frankrijk en Duitsland achter blijft in vergelijking met de zuidelijke landen van de eurozone. Vooral het productie-intensieve Duitsland heeft moeite met de export van kapitaalintensieve producten naar landen zoals China. Overigens is het voor de eurozone wel "gunstig" dat het de zuidelijke eurolanden zijn die bij

uitstek goede groeieresultaten behalen, en dus gedeeltelijk uit hun schulden kunnen groeien. Daarmee voorkomt de eurozone het risico op fiscale fragmentatie, waarbij zuidelijke landen aanzienlijk meer moeten betalen voor het aantrekken van kapitaal dan de westelijke landen. Helaas blies Frankrijk begin juni de discussie over de houdbaarheid van Europese staatsschulden juist weer nieuw leven in, nadat president Emmanuel Macron, als reactie op de uitslag van de Europese verkiezingen, besloot om nieuwe parlementsverkiezingen aan te kondigen. De politieke onzekerheid in Frankrijk en de mogelijke winst van extreme politieke partijen kunnen financiële gevolgen hebben. Na de aankondiging van Macron is de spread tussen Franse en Duitse-tienjaars rentes met ongeveer 30 basispunten gestegen, wat symbool staat voor de toegenomen onzekerheid die beleggers momenteel inprijzen.

Amerikaanse inflatie gaat nog de goede kant op, maar Europese inflatie (tijdelijk?) niet meer

De Amerikaanse inflatiecijfers kwamen sinds begin dit jaar steeds hoger uit dan verwacht, tot april toen de inflatiecijfers in lijn lagen met de marktverwachting. In mei kwam daar verandering in, toen de inflatiecijfers juist onder marktverwachting uitkwamen. De headline inflatie kwam in mei uit op 3,3% jaar-op-jaar, en kerninflatie (exclusief volatiele componenten zoals voedsel en energie) kwam uit op 3,4%. Inflatiecijfers stabiliseren daarmee rond de 3,0%-3,5%, waarmee ze nog duidelijk boven de 2,0% doelstelling van de Fed blijven liggen. Als we iets verder doorkijken, valt op dat kerninflatie ondertussen volledig door de arbeidsintensieve service inflatie wordt gedreven, en dat kerngoederen ondertussen zelfs deflatoir zijn geworden. Het is daarmee de relatief krappe arbeidsmarkt in de VS waardoor lonen al langere tijd harder kunnen stijgen dan de prijzen. Dit betekent nog niet

direct dat er sprake is van een 'loon-prijsspiraal', maar zorgt er wel voor dat de inflatiedruk langer op deze te hoge niveaus kan blijven hangen.

In de eurozone daalde de headline-inflatie in april verder richting de doelstelling, met 2,4% op jaarbasis. In mei kwam hier echter een einde aan, toen de inflatie juist versnelde tot 2,6%. Ook de kerninflatie nam weer verder toe tot 2,9%. Net als in Amerika wordt een groot deel van de opwaartse prijzendruk in de eurozone toegeschreven aan diensteninflatie. Een deel hiervan was in april te wijten aan een basiseffect; het goedkope openbaarvervoerticket in Duitsland werd vorig jaar in mei geïntroduceerd en valt nu uit de jaar-op-jaar vergelijking.

Renteverlaging ECB in juni, ondanks inflatieversnelling in mei

Ondanks de inflatieversnelling durfde de ECB het in juni wel aan om haar beleidsrente, twee jaar na de start van een reeks renteverhogingen, met 25 basispunten te verlagen. De ECB had er in aanloop naar dit besluit voor gezorgd dat de markt weinig twijfel had bij het besluit om de rente te gaan verlagen, en dus waren er geen verassingen tijdens de vergadering. Echter, door zich vooraf al vast te leggen op een renteverlaging heeft de ECB zichzelf ook de mogelijkheid ontnomen om rentes ongewijzigd te laten, wat gezien de inflatieversnelling wellicht ook een wenselijke optie had kunnen zijn.

Met de renteverlaging is het beleid weliswaar minder restrictief geworden, maar blijft het toch restrictief, zelfs in reële termen. Hiermee anticipeert de Governing Council van de ECB op een verdere normalisatie van de inflatie in de toekomst, in de wetenschap dat renteveranderingen door monetaire beleidsvertragingen tijd nodig hebben om volledig door te werken in de

economie. Dit brengt echter een risico met zich mee. Als de inflatieversneling van mei aanhoudt, komt de ECB voor een lastig dilemma te staan: het opnieuw verhogen van de rente zou de (toch al kwetsbare) reputatie van de centrale bank mogelijk schaden, terwijl niets doen ook geen optie is.

ECB verlaagt rente, maar intensiveert 'QT'; Fed gaat juist minder 'QT' doen en houdt rente gelijk

Naast het verlagen van de beleidsrente heeft de ECB ook aangekondigd dat ze door blijft gaan met het niet herbeleggen van aflopende obligaties uit het Asset Purchase Programme (APP), en dat ze vanaf de tweede helft van 2024 ook €7,5 miljard aan aflopende obligaties uit het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) niet zal gaan herinvesteren. Hiermee intensiveert de ECB het kwantitatieve verkrappingsbeleid ('quantitative tightening', of 'QT') licht, wat haaks staat op het recente besluit van de Fed om de balans juist iets minder snel af te bouwen.

Anders dan de ECB, besloot de FOMC in juni om haar beleidsrente ongewijzigd te laten op 5,25-5,5%, zoals ook werd verwacht door de markt. Begin dit jaar rekenden rentemarkten echter nog op twee tot drie rentenverlagingen per de juni-vergadering. Die zijn er duidelijk niet gekomen. Gedurende het jaar hebben rentemarkten voortdurend hun verwachtingen verder naar de toekomst verschoven. En ook nu lijken rentemarkten met twee verlagingen te rekenen op meer renteverlagingen dan de enkele renteverlaging die de centrale bankiers van de Fed per einde dit jaar zelf verwachten. Daarmee liggen de verwachtingen van de markt en die van centrale bankiers wel een stuk dichterbij elkaar dan begin dit jaar. Dat wil niet zeggen dat deze verwachtingen de komende maanden niet weer kunnen verschuiven, maar dat zal sterk afhangen van de ontwikkeling van economische cijfers en dan met name van de inflatie.



Verder afnemende inflatie pleit voor lagere rentes, maar tegenvallers liggen op de loer

Buiten de eurozone en de VS kwamen centrale banken amper in actie. De Bank of England (BoE) besloot dat het nog te vroeg is om een beleidsrenteverlaging door te voeren en ook de Japanse centrale bank liet de beleidsrente ongewijzigd, ongeacht de sterke devaluatie van de Japanse yen sinds begin dit jaar. In Zwitserland, waar de inflatie inmiddels op 1,4% staat, verlaagde de centrale bank in juni de beleidsrente voor de tweede keer met 25 basispunten tot 1,25%.

Vooralsnog lijkt het meest aannemelijke scenario dat de inflatiedruk de komende tijd gestaag verder zal afnemen richting de 2%-inflatiedoelstellingen van centrale banken. De huidige renteverwachting lijkt hiermee redelijk in lijn. Op dit moment lijkt het risico groter dat economische groei- en inflatiecijfers hoger blijven uitvallen dan andersom. Daarmee is het risico ook eerder dat centrale banken rentes langer hoog zullen houden dan dat ze renteverlagingen naar voren zullen halen. Dat laatste kan natuurlijk wel gebeuren bij een onverwachte crisissituatie, zoals de 'coronacrisis' van 2020 of de 'kredietcrisis' van 2008, maar daar valt moeilijk op voor te sorteren.

Geopolitieke onzekerheid en 'dunne markten' in de zomer pleiten voor terughoudendheid

Het tweede kwartaal van 2024 werd op financiële markten in het begin voornamelijk gekenmerkt door geopolitieke onrust in het Midden-Oosten. Nadat deze onrust deels was gaan liggen, kwam er ruimte voor een licht overwegend 'risk-on' sentiment, dat later in het kwartaal weer draaide naar een 'risk-off' sentiment, vooral in Europa. Uiteindelijk werd het tweede kwartaal vooral gekenmerkt door stijgende aandelenkoersen, stijgende rentes en inkomende spreads op bedrijfsobligaties.

Voor de komende maanden voorzien we voor financiële markten een klimaat dat gekenmerkt wordt door verhoogde onzekerheid, zowel op geopolitiek vlak (naweeën Franse parlementsverkiezingen, aanstaande Amerikaanse presidentsverkiezingen) als voor wat betreft macro-economische en monetaire vooruitzichten. Daarbij kan de traditioneel lage liquiditeit in de zomermaanden voor extra verhoogde volatiliteit op financiële markten zorgen. In dit klimaat geven wij er de voorkeur aan geen uitgesproken tactische positionering ten aanzien van de verschillende beleggingscategorieën aan te houden.

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.

A.S.R.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht

57552_0724