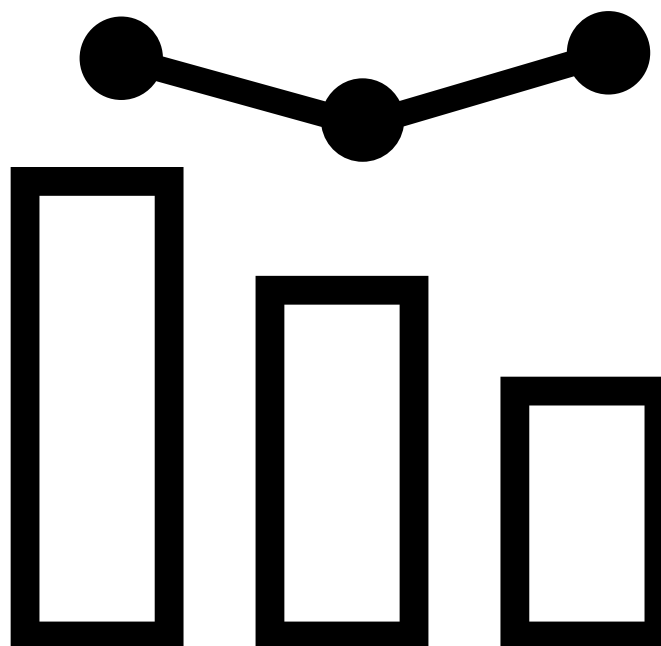




Marktupdate

7 februari 2023

Januari 2023: nieuwe ronde, nieuwe kansen

Na een rampzalig verlopen 2022, is het nieuwe jaar hoopvol begonnen voor beleggers. Alle beleggingscategorieën leverden in januari positieve rendementen op, met aandelen voorop.

Overwegend beter dan verwachte economische cijfers en lagere rentes zetten in januari de toon op financiële markten. Lagere kapitaalmarktrentes vertaalden zich in positieve rendementen op Europese staats- en 'investment grade' bedrijfsobligaties. Deze leverden in januari rendementen op van ruim 2%, terwijl de meer risicovolle 'high yield'-bedrijfsobligaties nog beter presteerden, met een maandrendement van ruim 3%.

Indirect droegen de lagere rentes ook bij aan het positieve sentiment op aandelenbeurzen, naast beter dan verwachte economische cijfers, vooral uit Europa en China. Europese en Aziatische aandelen leverden in januari rendementen op van bijna 7%, en dat gold ook voor aandelen opkomende markten. In de VS waren de meeste economische cijfers juist minder goed dan verwacht, en dat was ook terug te zien op de beurs: met een maandrendement van 5,5% bleven Amerikaanse aandelen achter bij andere aandelenmarkten. Overigens was het rendementsverschil met Europa wel vooral toe te schrijven aan de waardedaling van de Amerikaanse dollar: deze daalde in januari ruim een 1% ten opzichte van de euro.



De beleggingscategorie die in januari het meest profiteerde van het verbeterde sentiment op financiële markten was Europees beursgenoteerd vastgoed, met een maandrendement van maar liefst 12,6%. Overigens blijft beursgenoteerd vastgoed zelfs na deze bijzonder goed verlopen start van 2023 over de afgelopen 12 maanden nog altijd verreweg de slechtst presterende beleggingscategorie, met een negatief rendement op jaarbasis van bijna 33%. Opvallend is verder dat obligaties ten opzichte van een jaar geleden duidelijk zijn achter gebleven bij aandelen. Met het positieve rendement in januari zijn Europese aandelen bij benadering weer terug bij de niveaus van een jaar geleden, maar zijn Europese staatsobligaties nog altijd 15% in waarde gedaald ten opzichte van januari 2022.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	jan.	Q1	2023	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	2.4%	2.4%	2.4%	-15.6%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	2.2%	2.2%	2.2%	-10.5%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	3.1%	3.1%	3.1%	-6.5%
MSCI Europe Onroerend Goed	12.6%	12.6%	12.6%	-32.9%
MSCI Europe Aandelen	6.8%	6.8%	6.8%	-0.2%
MSCI North America Aandelen	5.5%	5.5%	5.5%	-6.3%
MSCI Asia Pacific Aandelen	6.7%	6.7%	6.7%	-3.7%
MSCI World Developed Markets Aandelen	5.8%	5.8%	5.8%	-6.1%
MSCI Emerging Markets Aandelen	6.7%	6.7%	6.7%	-9.3%
EUR/USD	1.1%	1.1%	1.1%	-3.1%

Bron: Bloomberg

Lucht klaart wat op voor de wereldeconomie, en dan vooral voor Europa en China

De opmerkelijke draai in het economische beeld van de afgelopen weken blijkt misschien nog het beste uit de meest recente World Economic Outlook van het IMF. Voor het eerst in een jaar tijd heeft het IMF deze keer de groeiverwachtingen voor de wereldeconomie naar boven aangepast in plaats van naar beneden. Het IMF rekent er nu op dat de wereldeconomie in 2023 met 2,9% zal groeien, in plaats van de eerder verwachte 2,7%. Voor 2024 rekent het IMF nu op een groei van 3,1% voor de wereldeconomie. De wijzigingen zijn weliswaar niet heel spectaculair, en voor beide jaren blijft de groeiverwachting ook nog altijd lager dan de 3,4% groei van 2022, maar het is al heel wat dat de verwachtingen niet nog somberder zijn geworden.

Als belangrijkste redenen voor het toenemende optimisme, of beter gezegd afnemende pessimisme, noemt het IMF de 'heropening' van de Chinese economie na de tamelijk onverwachte aankondiging van het einde van het 'zero Covid'-beleid daar, het tot nu toe warmer dan verwachte verloop van de winter in Europa waardoor de gasopslagen hier beter gevuld zijn gebleven dan verwacht, en de aanhoudend sterke vraag van consumenten in de VS, mede dankzij de sterk blijvende Amerikaanse arbeidsmarkt.

Tegenover deze pluspunten staan natuurlijk ook risico's. De opleving van de Chinese economie kan tegenvallen, bijvoorbeeld als het aantal Covid-besmettingen onverhoopt hard zou oplopen, waardoor China mogelijk toch weer terug zou vallen op het 'zero Covid'-beleid. De prijzen van olie en gas zijn de afgelopen maanden sterk gedaald, mede dankzij meevallend winterweer in de VS en Europa en een versnelde draai naar alternatieve energiebronnen, maar in de aanloop naar de volgende winter zou de opbouw van voorraden weer voor hogere prijzen kunnen zorgen. Dit zou nog verergerd kunnen worden door een eventuele escalatie van de oorlog in Oekraïne, die ook een bedreiging blijft vormen voor de wereldwijde voedselvoorraad en -prijzen. Tenslotte zouden de wereldwijd sterk opgelopen rentes voor problemen kunnen gaan zorgen, met name in opkomende economieën met hoge schuldenlasten.

Amerikaanse economie relatieve achterblijver, voor de verandering

Wanneer we alleen naar de macro-economische cijfers kijken die de afgelopen weken zijn uitgekomen, valt op dat de meeste meevallers uit Europa en China komen, maar dat de cijfers uit de VS op zijn best gemengd te noemen zijn. Zo vielen de Amerikaanse industriële productie en detailhandelsverkoop tegen in januari, en staan de huizenmarkt en het consumentenvertrouwen onder druk. Ook het vertrouwen van Amerikaanse producenten is de afgelopen tijd gestaag gedaald, en inmiddels onder de '50 punten'-grens uitgekomen die op een 'neutrale' ontwikkeling van de Amerikaanse economie duidt. Daarnaast blijft het uitblijven van een oplossing voor de verhoging van het 'schuldenplafond' in de VS als een zwaard van Damocles boven de Amerikaanse economie hangen. Wanneer het in meerderheid Republikeinse Huis van Afgevaardigden een verhoging blijft tegenhouden, dreigt in het somberste scenario een 'government shutdown' of zelfs een 'default' op de Amerikaanse overheidsschuld. Dit zou een zware klap voor de Amerikaanse economie betekenen en voor een schokgolf op financiële markten kunnen zorgen.

Gelukkig is er niet alleen slecht nieuws te melden vanuit de VS. De Amerikaanse economie is in het laatste kwartaal van 2022 met een beter dan verwachte 0,7% op kwartaalbasis (seizoensgecorrigeerd) gegroeid. Ook de Amerikaanse arbeidsmarkt blijft er onveranderd sterk voorstaan, ondanks de recente ontslaggolf in de technologie-sector. In de loop van 2023 kan de 'Inflation Reduction Act' van de regering-Biden, waarmee vooral grootschalige investeringen in infrastructuur, hernieuwbare energie en andere maatregelen tegen klimaatverandering worden gefinancierd, voor een groei-impuls zorgen.



Recessie-dreiging eurozone afgenomen, China terug naar 'normale' groei van 5%?

Ook voor Europa geldt dat de recente macro-economische cijfers niet onverdeeld gunstig zijn, maar (in tegenstelling tot de VS) wel overwegend beter dan verwacht. Tot voor kort werd de kans op een recessie in de eurozone door economen nog op 80% geschat, maar die kans is inmiddels flink gedaald. Dat is mede te danken aan het economische groeicijfer over het laatste kwartaal van 2022. Tegen de verwachting in is de economie van de eurozone toen licht gegroeid. De groei was weliswaar maar 0,1% op kwartaalbasis, maar economen hadden op een krimp gerekend van 0,1%. Voor het eerste kwartaal van 2023 wordt nog steeds wel een negatief groeipercentage verwacht, maar voor de kwartalen daarna wordt op positieve groei gerekend. Daarmee lijkt de eurozone te ontkomen aan een recessie, althans volgens de gebruikelijke definitie van 'twee opeenvolgende kwartalen negatieve economische groei'.

Niet alleen in de eurozone en de VS, ook in China is het laatste kwartaal van 2022 beter verlopen dan verwacht. Met een officieel groeipercentage van 0,0% op kwartaalbasis is de Chinese economie weliswaar niet gegroeid, maar ook voor China geldt dat op een economische krimp was gerekend. Nu ook in China de coronapandemie op zijn einde lijkt te lopen, is de verwachting dat de Chinese economie in 2023 (en 2024) weer met de inmiddels 'gebruikelijke' 5% zal groeien. Overigens is onlangs wel officieel bevestigd dat de bevolking van China voor het eerst sinds de hongersnood van de jaren '60 is gekrompen. Toen was de bevolkingskrimp het gevolg van het rampzalige 'Grote Sprong Voorwaarts'-beleid van Voorzitter Mao, maar ook de huidige krimp is in ieder geval ten dele toe te schrijven aan Mao.

Het 'één kind'-beleid, dat in de nadagen van zijn bewind werd uitgedacht door het communistische regime en pas in 2016 werd afgeschaft, zal nog jarenlang negatief doorwerken op de bevolkingsgroei in China, en daarmee ook op de toekomstige economische groei. Naar verwachting neemt rond deze tijd India de koppositie van China over als land met de grootste bevolkingsomvang.

Inflatiedruk neemt snel af, maar onderliggende inflatie blijft nog wel ongemakkelijk hoog

Waar cijfers over de economische groei de laatste tijd overwegend meevielen, geldt dat ook voor cijfers over inflatie, dat wil zeggen: de inflatiedruk neemt zowel in Europa en de VS sneller af dan verwacht. In de eurozone bedroeg de inflatie in januari nog altijd 8,5% jaar-op-jaar, maar dit was lager dan verwacht en ook duidelijk onder het piekniveau van ruim 10% een paar maanden geleden. In de VS is de inflatie afgenomen naar 6,5% jaar-op-jaar, ook ruim onder de piek van 9% van inmiddels een half jaar geleden. Naar verwachting zal de inflatiedruk de komende maanden in versneld tempo verder afnemen, vooral omdat de piek in de voedings- en energieprijzen inmiddels ruim achter ons ligt. Economen rekenen er nu op dat de inflatie, zowel in de eurozone als de VS, richting eind dit jaar rond 3% zal uitkomen, en dat in 2024 de inflatiedoelstellingen van 2% van de ECB en de Fed weer in beeld komen.

Daarbij moet wel worden opgemerkt dat de onderliggende inflatie, waarbij de effecten van voedings- en energieprijzen niet worden meegenomen, nog geen duidelijk dalende trend laat zien. Deze blijft zowel in de eurozone als de VS vooralsnog ongemakkelijk hoog, tussen 5 en 6% jaar-op-jaar. Dit is in ieder geval gedeeltelijk toe te schrijven aan de sterke arbeidsmarkt, en de daaruit volgende opwaartse loondruk. In de VS is de werkloosheid over het afgelopen jaar stabiel laag gebleven rond 3,5-4%, en voor de eurozone geldt hetzelfde met een (naar Europese begrippen lage) werkloosheid van 6,5-7%. Mede daardoor stijgen de gemiddelde uurlonen in de VS nog altijd met ruim 4% jaar-op-jaar, hoewel dat een jaar geleden met 5,5% nog hoger was. Ook in Europa stijgen de lonen, al houden deze tot nu toe de prijsstijgingen niet bij. Met de snel afnemende inflatiedruk en een sterk blijvende arbeidsmarkt kan daar in de loop van dit jaar wel verandering in komen, zodat in ieder geval de koopkracht van consumenten niet verder uitgehold wordt.



Einde van renteverhogingen door centrale banken in zicht?

Voor centrale banken is de afnemende inflatiedruk tot nu toe geen aanleiding geweest om af te stappen van het pad van renteverhogingen. Ook na de meest recente rentestappen van de Fed, de ECB en de Bank of England liggen verdere renteverhogingen voor alle drie de centrale banken in de lijn der verwachting. Wel houden financiële markten er rekening mee dat het einde aan de renteverhogingen in zicht komt, in het geval van de ECB en de Bank of England rond het begin van de zomer en in het geval van de Fed wellicht al voor het eind van het eerste kwartaal. Voor zover het de bedoeling was van zowel Fed-voorzitter Powell als ECB-voorzitter Lagarde om rentemarkten ervan te overtuigen dat zij rentes langer zullen blijven verhogen dan gedacht, kunnen we constateren dat zij daarin niet zijn geslaagd. Rentemarkten gaan er nog altijd vanuit dat de ECB de rente niet verder zal verhogen dan 3-3,5%, en de Fed niet verder dan 5%. In het geval van de Amerikaanse basisrente wordt zelfs verwacht dat de Fed deze in de tweede helft van 2023 alweer zal verlagen, blijkbaar onder de aanname dat de inflatiedruk tegen die tijd fors zal zijn afgenomen en/of de dreiging van een recessie dan juist is toegenomen.

De relatief 'dovish' verwachtingen van rentemarkten over de basisrentes van centrale banken zien we ook terug in kapitaalmarktrentes. Lange rentes zijn sinds begin dit jaar gedaald, in het geval van 10-jaars rentes met zo'n 50 basispunten, zowel in Europa als de VS. Dit lijkt ons aan de optimistische kant. Bij de huidige renteniveaus lijkt het risico ons eerder dat rentes weer zullen stijgen dan dat ze (veel) verder zullen dalen. Dit risico kan zich manifesteren als de inflatiedruk de komende tijd minder hard afneemt dan nu verwacht, bijvoorbeeld door aanhoudende opwaartse loondruk, een escalatie van de

oorlog in Oekraïne (met mogelijk hogere voedings- en energieprijzen tot gevolg) of opwaartse druk op grondstofprijzen door vraag vanuit China.

Een ander kanaal waarlangs de inflatiedruk kan toenemen is juist via de gedaalde kapitaalmarktrentes. Deze dragen bij aan een positief sentiment op andere financiële markten, zoals markten voor aandelen en bedrijfsleningen. Ruimere 'financiële condities' voor bedrijven en consumenten kunnen inflatoir werken, en daarmee de noodzaak vergroten voor centrale banken om rentes verder te verhogen. Een ander, gunstiger scenario is dat economische groeivoorzichten de komende tijd verder verbeteren. Ook in dat scenario liggen hogere rentes eerder in de lijn der verwachting dan verdere rentedalingen.

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.

a.s.r.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht

α.σ.ι.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht

57552_0223