

Marktupdate

Juli 2024

Juli 2024: alles behalve komkommertijd

Het is alles behalve komkommertijd geweest op financiële markten de afgelopen maand. Er waren geopolitieke gebeurtenissen, verrassende macro cijfers, tegenvallende bedrijfscijfers uit de VS, en zelfs een beleidsrenteverhoging van de Japanse centrale bank. Toch eindigde de maand uiteindelijk met positieve rendementen voor zowel aandelen als obligaties.

Amerikaanse aandelen presteerden relatief matig met een rendement van 0,3% in juli, onder andere door tegenvallende cijfers van een aantal grote technologiebedrijven. Aziatische aandelen deden het wat beter, met een rendement van bijna 1%. Opkomende markten waren de verliezers van deze maand, met een negatief rendement van bijna 1%, deels door de tegenvallende groei in China. Staatsobligaties deden het beter dan aandelen met een rendement van ruim 2%, geholpen door de dalende rentes in juli. Bedrijfsobligaties deden het iets minder goed dan staatsobligaties, met een rendement van bijna 2% voor relatief veilige bedrijfsobligaties en een rendement van ruim 1% voor de wat riskantere bedrijfsobligaties. Beursgenoteerd vastgoed presteerde deze maand het beste met een rendement van ruim 3%, al staat deze beleggingscategorie als enige in de min over het hele jaar bekeken. Over die periode staan overigens Amerikaanse aandelen met een rendement van bijna 18% nog steeds aan top.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	juli	Q3	2024	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	2,3%	2,3%	0,3%	4,9%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	1,7%	1,7%	2,3%	7,1%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	1,2%	1,2%	4,1%	10,5%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	3,4%	3,4%	-1,9%	13,1%
MSCI Europe Aandelen	1,2%	1,2%	10,3%	12,8%
MSCI North America Aandelen	0,3%	0,3%	17,9%	22,9%
MSCI Asia Pacific Aandelen	0,9%	0,9%	12,1%	11,8%
MSCI World Developed Markets Aandelen	0,6%	0,6%	14,9%	18,4%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-0,7%	-0,7%	9,9%	7,9%
EUR/USD	1,1%	1,1%	-1,9%	-1,6%

Bron: Bloomberg

Economische groei neemt toe

De economie van de eurozone is in het tweede kwartaal van dit jaar met 0,6% gegroeid jaar-op-jaar, op basis van de initiële schatting van Eurostat. Dat is iets hoger dan het vorige kwartaal (0,5%) en iets hoger dan de verwachtingen van economen gepolst door Bloomberg (0,5%). De groei wordt echter niet breed gedragen. Spanje en Portugal zijn relatief hard gegroeid met respectievelijk 2,9% en 1,5% jaar-op-jaar. Echter, de grootste economie van de eurozone, Duitsland, is juist gekrompen met 0,1% jaar-op-jaar. Positief is wel dat het consumentenvertrouwen toeneemt in de eurozone. Die is dit jaar sinds februari telkens gestegen en kwam voor juli uit op -13, iets onder het lange termijn gemiddelde van -12. Dit is in lijn met andere sentimentsindicatoren, zoals de 'services PMI'. Dat is een index die het sentiment meet van inkoopmanagers in de dienstensector, waarbij een waarde boven de 50 economische groei aangeeft en een waarde onder de 50 een krimp. De juli 'services PMI' kwam uit op 51,9. Dat is weliswaar lager dan vorige maand (52,8), maar geeft nog wel groei aan in de dienstensector.

Al met al lijkt het er nog steeds op dat de economische groei van de eurozone onder gemiddeld gaat zijn dit jaar (volgens de Bloomberg economenconsensus 0,7% voor 2024), maar wel met wat voorzichtige tekenen dat de groei iets hoger zou kunnen uitvallen.

De Amerikaanse economie is in het tweede kwartaal sterk gegroeid (2,8% geannualiseerd), en ook een stuk sterker dan in het eerste kwartaal (1,4%). Wat ook opvalt is dat de groei voornamelijk gedreven is door consumptie. Van de 2,8% BBP groei komt namelijk 1,6% door groei van consumptie. Huishoudens geven dus nog steeds geld uit in de VS. Toch zijn er kanttekeningen bij te plaatsen dat de Amerikaanse economie zo sterk gaat blijven groeien. Een hiervan is dat het effect van hogere rentes begint door te werken in uitgaven van huishoudens. Een recente analyse van [Oxford Economics](#) laat zien dat de rentelasten van, met name armere, huishoudens in de VS sterk zijn gestegen sinds 2022.

Ook lopen ondertussen [wanbetalingen](#) van creditcardschulden op. Tel daarbij op dat de banenmarkt (hoewel nog steeds krap) de eerste tekenen begint te tonen van afkoeling, en het Amerikaans groeiwonder zou zomaar nog eens tegen kunnen vallen dit jaar.

In China groeit de economie juist minder hard

In China geven de recente macro cijfers juist aan dat het terugveren van de Chinese economie lijkt te stokken. De economie van China is in het tweede kwartaal van dit jaar met slechts 4,7% jaar-op-jaar gegroeid, terwijl dat 5,3% was in het eerste kwartaal. De daling in groei werd gedreven door de dienstensector. Daar daalde de groei van 5% in het eerste kwartaal naar 4,2% in het tweede kwartaal. Dat de dienstensector het zwaar heeft, is ook terug te zien in detailhandelsdata. De groei van detailhandelsverkoop is gezakt van 3,7% in mei naar 2% in juni. Deze zwakke cijfers zijn een reflectie van de doorwerking van de kwakkelende vastgoedsector in China. De zwakte van de economie is ook terug te zien in inflatiecijfers. Al sinds 2023 is inflatie in China ruim onder de 2%, en sinds maart dit jaar schommelt het rond 0,3%.

Met de zwakke groeicijfers en lage inflatie als achtergrond, is het te begrijpen dat de Chinese centrale bank recent heeft besloten haar beleidsrentes te verlagen met 0,1% (o.a. de '7-day reverse repo rate') en met 0,2% (de '1-year medium-term lending facility', wat als referentie dient voor bedrijfsleningen). Met name de laatste verlaging lijkt een signaal te geven aan financiële markten dat de centrale bank klaarstaat om de economie te stimuleren als groei tegenvalt.



Harris vs Trump

Ook in de VS is het alles behalve komkommertijd geweest. Trump overleefde een aanslag, Biden stapte opzij als presidentskandidaat en schoof de huidige vicepresident Kamala Harris naar voren als nieuwe presidentskandidaat vanuit de Democraten. Toch hebben financiële markten niet bijzonder sterk gereageerd op deze gebeurtenissen. De eerste werkdag na de mislukte aanslag op Trump steeg de S&P500 met 0,3%. Nadat Biden uit de race stapte en Harris voordroeg, steeg de S&P500 index met 1,1%. Beide rendementen vallen binnen de lange termijn dagelijkse standaardafwijking van de S&P500 (1,2%) en zijn dus geen uitschieters. Daarnaast staat de S&P500 voor dit jaar alsnog 16% in de plus.

Een van de redenen achter de stoïcijnse houding van de markt is dat economische grootheden zoals winstverwachtingen van bedrijven, economische groei en inflatie een grotere rol spelen dan wie de president is. Ter voorbeeld, op 24 juli kwamen wat tegenvallende cijfers uit van een aantal grote technologiebedrijven die onderdeel zijn van de S&P500. De index eindigde die dag 2,3% lager, een veel grotere reactie dan op de eerder genoemde politieke gebeurtenissen.

Een ander punt is dat het voor de beleidsvorming in de VS ook belangrijk is wie de macht heeft in het Amerikaans Congres, dat bestaat uit het Huis van Afgevaardigden en de Senaat. Momenteel hebben de Democraten een meerderheid in de Senaat en de Republikeinen een meerderheid in het Huis van Afgevaardigden. Als Republikeinen noch Democraten een meerderheid hebben in het Congres, maakt het qua beleid minder uit wie de president wordt.

Dat geldt niet voor alles, zo heeft de Amerikaanse president bijvoorbeeld veel vrijheid om handelsrestricties in te voeren zoals import tarieven. Trump lijkt een redelijke kans te maken om te winnen. Een Trump presidentschap zou best eens gepaard kunnen gaan met hogere inflatie (o.a. vanwege de 10% importheffing die hij wilt instellen) en met een hogere overheidsschuld, al zullen deze twee ook onder een Harris presidentschap stijgen.

Franse verkiezingen leiden tot hogere renteverschillen met Duitsland

Europese staatsobligaties hebben een wilde zomer gehad tot nu toe. Nadat de Franse president Macron onverwachts parlementsverkiezingen aankondigde voor 30 juni en 7 juli, steeg het verschil tussen de Franse en Duitse staatsrente naar 0,8%. Hierbij gingen ook de renteverschillen met Duitsland van o.a. België, Italië en Spanje mee. Eind juli zijn deze renteverschillen gezakt, al is die van Frankrijk met 0,7% nog steeds boven het lange termijn gemiddelde van 0,3%.

Een van de redenen dat het Franse renteververschil nog steeds zo hoog is, is beleidsonzekerheid. De parlementsverkiezing heeft er namelijk toe geleid dat geen enkele politieke partij een meerderheid heeft gekregen in het Franse parlement. Er gaat dus een coalitie gevormd moeten worden om beleid te kunnen vormen, terwijl de standpunten van de drie grootste politieke partijen ver uit elkaar liggen. Hierdoor wordt beleidsvorming moeilijker, wat voor onzekerheid zorgt. Daarnaast wordt het nog moeilijker om de staatsschuld van Frankrijk terug te dringen, iets waar het land al jaren

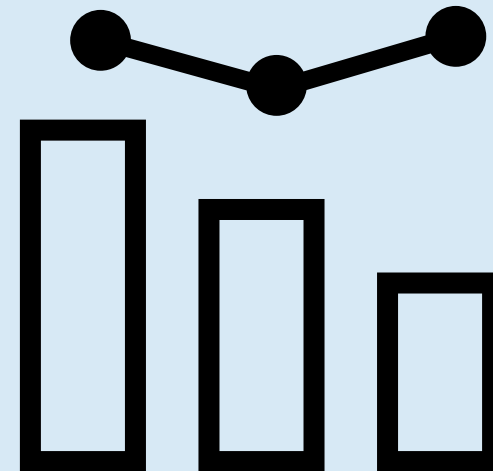
moeite mee heeft (zie onze [eerdere analyse](#)). In oktober dit jaar vinden rating reviews voor Frankrijk plaats door Moody's en Fitch. Het is niet ondenkbaar dat de kredietrating van Frankrijk bij deze reviews wordt verlaagd. Door deze onzekerheden kan het renteverskil tussen Franse en Duitse staatsobligaties verder oplopen de komende maanden, en hierbij de renteversillen van andere eurozone landen met Duitsland meetrokken.

Het laatste stukje daling van inflatie gaat nog steeds moeizaam

Het lijkt er nog steeds op dat de daling van inflatie naar het niveau van 2% die centrale banken nastreven moeizaam gaat, in zowel de eurozone als de VS.

In de eurozone is de inflatie weer wat gestegen, van 2,5% in juni naar 2,6% in juli. Inflatie in de eurozone schommelt al sinds februari dit jaar rond 2,5% zonder een duidelijke trend naar beneden. Bovendien is diensteninflatie nog steeds hoog (4%). Dat is belangrijk omdat het grootste gedeelte van de eurozone economie uit diensten bestaat, wat overigens ook voor de VS geldt. Ook lijkt kerninflatie (inflatie zonder de grillige invloed van olie en voedselprijzen) eerder te stabiliseren dan te dalen. Kerninflatie in juli was hetzelfde als in juni en mei (2,9%) en schommelt hiermee al vijf maanden rond dit niveau.

Hoewel het nog steeds aannemelijk is dat inflatie op termijn verder zal dalen in de eurozone naarmate de economie afkoelt, is er nog steeds een kans dat deze daling langer op zich laat wachten dan financiële markten verwachten.



Zo is de werkloosheid in de eurozone nog steeds historisch laag (6,4%) en is mede hierdoor loongroei relatief hoog. Volgens recente [data](#) van de vacaturesite Indeed was loongroei in de eurozone in juni 4%. Daarmee is loongroei hoger dan inflatie, wat betekent dat de koopkracht van Europese consumenten stijgt en in de komende maanden dus druk kan blijven uitoefenen op inflatie.

In de VS daalt inflatie de laatste maanden wat duidelijker. Daar is inflatie gedaald van 3,3% in mei naar 3% in juni. Kerninflatie is gedaald van 3,4% in mei naar 3,3% in juni. Echter, de inflatie waar de Fed met voorkeur naar kijkt, de zogenaamde 'core PCE inflation', is in juni hetzelfde gebleven als in mei, namelijk 2,6%. Daarnaast is diensteninflatie in de VS, net als in de eurozone, nog steeds hoog (5%). Ook draait de economie van de VS nog steeds goed, is de werkloosheid laag (4%) en is loongroei (3,9%) hoger dan inflatie. Dus hoewel de inflatie in de VS omlaag gaat, bestaat nog steeds het risico dat het wat langer hoog blijft dan markten verwachten.



Dalende korte rentes

Ondanks de wat hoger dan verwachte inflatiecijfers gaan financiële markten nog steeds uit van een aantal beleidsrenteverlagingen dit jaar. Uit de beprijzing van 'overnight index swaps' valt af te leiden dat markten uitgaan van twee beleidsrenteverlagingen van de ECB dit jaar van 0,25% in september en december. Voor de VS lijkt de markt te rekenen op drie renteverlagingen van 0,25% in september, november en december.

Voor de komende maanden lijkt het aannemelijk dat korte rentes in de eurozone verder zullen dalen in de aanloop naar renteverlagingen door de ECB. Omdat de lange rente meer afhangt van de lange termijn verwachting van economische groei en inflatie, zal die naar verwachting minder bewegen. Het gevolg zou kunnen zijn dat de Europese rentecurve wat steiler gaat worden (het verschil tussen de korte en lange rente wordt groter).



Japanse centrale bank verhoogt weer beleidsrente

Een andere opvallende monetaire gebeurtenis afgelopen maand was dat de Japanse centrale bank (BoJ) haar beleidsrente heeft verhoogd met 0,15% naar 0,25%. Hiermee staat de Japanse beleidsrente op het hoogste niveau sinds 2008. Daarnaast heeft de BoJ aangekondigd dat het minder Japanse staatsobligaties gaat opkopen. In Japan wordt monetair beleid dus krapper, terwijl in de meeste ontwikkelde economieën monetair beleid op het punt staat ruimer te worden. Die verkrapping lijkt al te zijn verwacht door financiële markten. Dat is mogelijk de reden dat de Japanse yen met 6% is geapprecieerd deze maand ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Wisselkoersen zijn namelijk gevoelig voor renteversillen tussen landen.

Als het renteverskil tussen Japan en de VS groter wordt de komende maanden, zou de yen verder aan kunnen sterken. Normaliter is dat slecht nieuws voor Japan, dat een export georiënteerde economie heeft, want de producten die Japan exporteert worden duurder in buitenlandse valuta als de yen sterker wordt ten opzichte van die buitenlandse valuta. Echter, in dit geval is het ook belangrijk dat de reden van de renteverhoging in Japan is dat de economie weer groeit en inflatie normaliseert. De verwachting van die verbeterende economische omstandigheden is onder andere de reden dat de Japanse Nikkei index dit jaar met 17% is gestegen (in lokale valuta gemeten). Hierbij moet wel gezegd worden dat de hogere rente ook betekent dat de Japanse staatsschuld (ruim 250% van het BBP) een stuk duurder wordt. Daarnaast zijn lonen in Japan recent relatief sterk gegroeid. Samen met de sterkere yen heeft dat ondertussen de concurrentiepositie van Japan zwakker gemaakt. Dus hoewel het beter gaat met Japan, is het misschien nog te vroeg om uit te gaan van een 'cherry blossom' periode voor haar economie.

Geen uitgesproken mening over een specifieke beleggingscategorie

De macro-economische omgeving en rente- en inflatiebeeld geven geen duidelijke voorkeur voor een specifieke beleggingscategorie. Economische groei lijkt nog goed overeind te staan in de VS, wat aandelenprijzen zou kunnen helpen, al heeft de laatste week van juli laten zien dat het sentiment met een paar tegenvallende cijfers snel om kan slaan. Beursgenoteerd vastgoed heeft het relatief goed gedaan de afgelopen maand, maar is gevoelig voor veranderingen in de verwachte beleidsrenteverlagingen van de ECB. Als inflatie langer hoog blijft dan gedacht (en daardoor beleidsrentes hoger), zou beursgenoteerd vastgoed hier wel eens negatief door geraakt kunnen worden. Lange rentes zouden volatiel kunnen blijven, o.a. door geopolitieke onzekerheid. Dat pleit niet voor obligaties. Ten slotte gaan beleidsrentes eerder omlaag dan omhoog, dus hoewel 'cash' een redelijke vergoeding geeft, is het vooruitzicht van deze vergoeding niet bijzonder aantrekkelijk.

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