

Markupdate

Oktober 2024

Oktober 2024: Geen 'Oktoberfest' op financiële markten

Het was helaas geen 'Oktoberfest' op financiële markten, veel beleggingscategorieën lieten negatieve rendementen zien. Alleen Amerikaanse aandelen en 'high yield' bedrijfsobligaties wisten zich enigszins aan de malaise te onttrekken.

Vastgoed was de slechtst presterende beleggingscategorie, met een verlies van ruim 8% in oktober. Dat komt deels omdat lange rentes zijn gestegen. Stijgende rentes hebben ook obligaties geen goed gedaan. Staatsobligaties daalden in oktober met 1% en bedrijfsobligaties met 0,3%. De wat risicovollere bedrijfsobligaties deden het beter met een rendement van 0,6%.

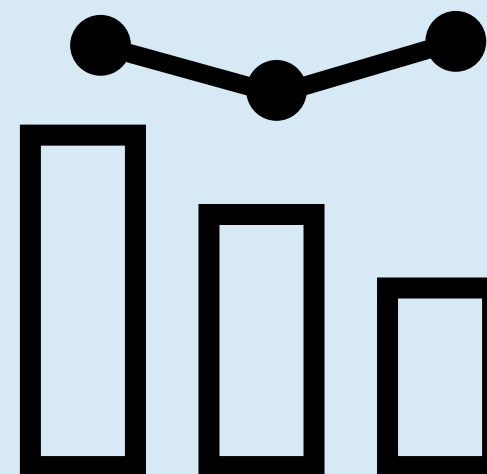
Wereldwijd beleefden aandelenbeurzen in oktober een matige maand. Europese aandelen daalden ruim 3% in waarde, Aziatische aandelen bijna 2,5% en ook aandelen van opkomende markten bleven achter met een rendement van ruim -2%. Dit laatste is deels toe te schrijven aan China, waar markten teleurgesteld hebben gereageerd op eerder aangekondigde stimuleringsmaatregelen. Van de aandelenregio's presteerden Amerikaanse aandelen nog het beste, met een rendement van 1,5% in euro's gemeten. Dit was overigens wel vooral te danken aan de waardeinstijging van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro van ruim 2% in oktober.



De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	oktober	Q4	2024	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-1.0%	-1.0%	1.0%	7.8%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-0.3%	-0.3%	3.5%	8.8%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	0.6%	0.6%	6.9%	13.1%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	-8.3%	-8.3%	-2.7%	22.1%
MSCI Europe Aandelen	-3.3%	-3.3%	8.0%	19.2%
MSCI North America Aandelen	1.5%	1.5%	21.7%	33.6%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-2.4%	-2.4%	13.6%	22.7%
MSCI World Developed Markets Aandelen	0.2%	0.2%	16.7%	28.0%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-2.2%	-2.2%	13.3%	21.8%
EUR/USD	-2.3%	-2.3%	-1.4%	2.9%

Bron: Bloomberg



Economische groei versnelt in de eurozone en blijft sterk in de VS

De economie van de eurozone is in het derde kwartaal met 0,9% jaar-op-jaar gegroeid. Dat lijkt vrij positief, aangezien het een versnelling is ten opzichte van het tweede kwartaal, toen de economie met 0,6% groeide. Ook is dit het hoogste groeicijfer voor de eurozone sinds het tweede kwartaal van 2023. Echter, het onderliggende plaatje laat zien dat het niet overal binnen de eurozone goed gaat. Zo is de grootste economie van de eurozone, die van Duitsland, juist gekrompen met 0,2% jaar-op-jaar. Zuidelijke landen zoals Spanje en Portugal doen het een stuk beter met een jaar-op-jaar groei van 3,4% en 1,9%. Ook de Franse economie is redelijk gegroeid met 1,3%, maar dat is wel beïnvloed door het eenmalige effect van de Olympische Spelen in Frankrijk. Verder laten ook vooruitkijkende indicatoren zoals inkoopmanager indices zien dat de groei van de eurozone niet breed gedragen is. Diensten groeien weliswaar, maar de industrie krimpt. De index voor inkoopmanagers in de dienstensector (de 'Services PMI') staat op 51,2, maar de index voor inkoopmanagers in de productiesector (de 'Manufacturing PMI') staat op 45,9 (een cijfer onder de 50 geeft krimp aan). Dus hoewel het inderdaad wat beter lijkt te gaan met de economie van de eurozone, moet de recente groeiversnelling met voorzichtigheid worden geïnterpreteerd.

In tegenstelling tot de eurozone, groeit de Amerikaanse economie redelijk sterk, met 2,8%(geannualiseerde kwartaal-op-kwartaal groei) in het derde kwartaal. Dat is iets minder dan de groei van 3% in het tweede kwartaal, maar nog steeds bovengemiddeld voor de VS. Hierbij is de groei voor een belangrijk deel gedreven door een stijging van consumptie (het totaal aan



goederen en diensten die huishoudens kopen) met 3,7%. Amerikaanse consumenten zijn blijkbaar nog steeds bereid geld uit te geven. Dat is belangrijk omdat de Amerikaanse economie voor 70% uit consumptie bestaat.

Wat gaat de economische groei voor de eurozone en de VS zijn in 2025? Volgens economen gepolst door Bloomberg gaat de eurozone economie met 1,2% groeien in 2025, terwijl de verwachting voor 2024 0,7% is. Het komend jaar wordt dus beter dan dit jaar, hoewel marginaal. Voor de VS is de verwachting voor 2024 2,6% en voor 2025 1,9%. Het IMF schetst grofweg hetzelfde beeld in haar recente '[World Economic Outlook](#)'. Zowel het IMF als de economen gepolst op Bloomberg denken dus dat in 2025 de Amerikaanse economie nog steeds harder gaat groeien dan die van de eurozone. Maar het verschil zal minder groot zijn omdat de groei van de eurozone toeneemt terwijl die van de VS afneemt.

De Chinese economie kwakkelt, komt de overheid te hulp?

Helaas kwakkelt de Chinese economie nog steeds. In het derde kwartaal van dit jaar is de Chinese economie met slechts 4,6% jaar-op-jaar gegroeid. Hiermee is de kans gestegen dat China haar groei doelstelling van 5% dit jaar niet gaat halen. Want in het eerste en tweede kwartaal van dit jaar bedroeg de groei 5,3% en 4,7% respectievelijk. Om voor het hele jaar op 5% uit te komen zou de jaar-op-jaar groei in het laatste kwartaal 5,4% moeten zijn. Dat is niet onoverkomelijk, maar wel een uitdaging. Recente indicatoren over de gezondheid van de Chinese economie laten niet bepaald zien dat het derde kwartaal geweldig is tot nu toe. Het lijkt wel iets beter te gaan maar er zijn geen aanwijzingen voor een groeispurt in het vierde kwartaal. Detailhandelsverkopen zijn gegroeid met 3,2% jaar-op-jaar in september. Het 10-jaars gemiddelde van de groei van detailhandelsverkopen is 7%, die 3,2% groei is niet sterk dus. De 'Manufacturing PMI' is wat gestegen in oktober, van 49,8 naar 50,1. Daarmee lijkt de productiesector voor het eerst in een half jaar te groeien, al is het maar net (een PMI van 50 geeft aan dat er groei noch krimp is). Ook de 'Services PMI' kwam maar net boven de 50 uit voor oktober (50,2). Een lichtpunt is wel de industriële productie. Die steeg 5,4% jaar-op-jaar in september, de hoogste groei sinds april dit jaar. Ten slotte gaat het met een van de belangrijkste sectoren in China, namelijk vastgoed, nog steeds slecht. De prijzen van nieuw gebouwde huizen zijn in september gezakt met 5,7%. Dat is verontrustend omdat nieuw gebouwde huizenprijzen al het hele jaar elke maand zakken, waarbij de daling elke maand toeneemt.

Al deze signalen zijn de Chinese overheid niet in de koude kleren gaan zitten. De Chinese overheid heeft eerder al aangegeven de economie te

gaan stimuleren met een pakket aan maatregelen. Daar reageerden Chinese beurzen eerst sterk positief op, al is dat ondertussen wat bedaard omdat er onduidelijkheden zijn over de grootte van de stimulus. Het zou kunnen dat de Chinese overheid en de centrale bank (de PBoC) de komende maanden nog meer maatregelen gaan nemen om groei te stimuleren. Een indicatie hiervoor is dat de PBoC in oktober twee van haar beleidsrentes heeft verlaagd met 0,15% namelijk de '1 year loan prime rate' en de '5 year loan prime rate'. Echter, of de stimulus voldoende gaat zijn om de Chinese economie uit het slop te halen, valt te bezien.

De Amerikaanse verkiezingen zijn een nek-aan-nekrace

In de VS zijn de presidentsverkiezingen volop aan de gang, en het lijkt een nek-aan-nekrace te worden tussen Donald Trump en Kamala Harris. Waar Harris eerst boven Trump scoorde in zowel peilingen (zie bijv. [YouGov](#) en [FiveThirtyEight](#)) als op gokmarkten, lijken die laatste ondertussen sterk in de richting van een Trump overwinning te wijzen (zie bijv. [RealClearPolling](#)). Op beide kan wel wat afgedongen worden. In zowel de peilingen als de gokmarkten kunnen bijvoorbeeld selectie effecten zitten. Het type persoon dat op Trump stemt bijvoorbeeld zou eerder geneigd kunnen zijn om te gokken, waardoor de kansen van Trump hoger lijken dan ze misschien zijn. Maar ook peilingen zijn niet bijzonder accuraat gebleken in het verleden. Het lijkt prudent om ervan uit te gaan dat de uitslag vrij moeilijk te voorspellen is en daarom in scenario's te denken. In een [recente analyse](#) hebben we dat gedaan door stil te staan bij de mogelijke effecten van een Trump of Harris verkiezing als president. Kort samengevat komt daar het volgende uit.

Uit verschillende berekeningen (bijvoorbeeld die van '[University of Pennsylvania](#)' en '[CRFB](#)') blijkt dat het beleid van zowel Trump als Harris ervoor zal zorgen dat het begrotingstekort en de staatsschuld van de VS zullen oplopen, maar wel met als verschil dat deze onder Trump verder zullen oplopen dan onder Harris. Hoe groot dat verschil is, hangt mede af van wie de macht krijgt in het Amerikaanse Congres, die bestaat uit het Huis van Afgevaardigden en de Senaat. Momenteel hebben de Republikeinen een meerderheid in het Huis van Afgevaardigden en Republikeinen een meerderheid in de Senaat. De kans lijkt groter dat na de presidentsverkiezing de macht in het Congres verdeeld blijft, al zou het best kunnen

dat Democraten een meerderheid halen in het Huis van Afgevaardigden en Republikeinen in de Senaat. Daarmee wordt het bijvoorbeeld moeilijker voor Trump om zijn plannen om de inkomstenbelastingverlaging die hij in 2018 heeft ingezet (de 'Tax cuts and Jobs Act') structureel te maken (die loopt af in 2025). Voor Harris wordt het dan moeilijker om bijvoorbeeld haar plannen om een verhoging van de belasting op bedrijfswinsten van 21% naar 28% door te voeren. Voor beide plannen is goedkeuring van het Congres nodig. Een Trump overwinning zou inflatie wel flink kunnen aanjagen in de VS vanwege de importheffingen die hij wil invoeren, waarvoor hij overigens geen goedkeuring van het Congres nodig heeft. Maar onder beide presidentskandidaten stijgt de kans op een 'stagflatie scenario' (met lage economische groei en hoge inflatie) in de VS. Een 'stagflatie' scenario is voor zowel Amerikaanse aandelen als obligaties niet gunstig.

Een implicatie van het bovenstaande is dat inflatie in de VS nog eens flink hoger uit zou kunnen komen dan momenteel wordt verwacht. De hogere inflatie zou de Fed misschien kunnen dwingen om haar beleidsrente in 2025 weer te verhogen in plaats van verder te verlagen. Dat zou gepaard kunnen gaan met schokken op financiële markten.



Kerninflatie blijft hardnekkig

Inflatie in de eurozone is weer wat versneld, van 1,7% in september naar 2% in oktober. Op het eerste gezicht lijkt dit cijfer positief. Het is immers precies de doelstelling van de ECB. Maar onderliggend zijn er belangrijke nuances te maken. Ten eerste is de lage inflatie voor een belangrijk deel gedreven door een daling van energieprijzen. Die zijn gezakt met 4,6% in oktober, wat het inflatiecijfer omlaag trekt. Ten tweede is diensteninflatie niet afgenomen en bedraagt het 3,9%, net als vorige maand. Diensteninflatie bepaalt voor een belangrijk deel de kerninflatie, waar de ECB met name naar kijkt voor het bepalen van monetair beleid. Diensteninflatie hangt weer af van loongroei, en ook die is nog steeds relatief hoog in de eurozone. Volgens data van de vacaturesite [Indeedy](#) bedroeg de loongroei in de eurozone 3,1% september. Dat is een stuk lager dan de 4,1% van augustus, maar wel hoger dan de inflatie van 1,7%, wat betekent dat er weer wat sprake is van koopkrachtstijging. Hierbij moet gezegd worden dat een deel van deze loongroei komt door een inhaalslag van het verlies aan koopkracht in de afgelopen twee jaar. Dus zal loongroei op termijn waarschijnlijk verder afnemen. Maar werkloosheid in de eurozone is historisch laag (6,3%, het laagste niveau sinds dit cijfer gemeten wordt) en die afname zou nog wel een paar maanden kunnen duren. Als diensteninflatie hoog blijft, is het aannemelijk dat kerninflatie ook niet snel zal zakken.

Vooruitkijkend is het voor inflatie ook van belang wat de olieprijs gaat doen. Momenteel kost een vat olie 73 Amerikaanse dollar. Dat is 16% lager dan de prijs van een jaar geleden toen olie nog 87 dollar per vat kostte. Dit soort 'basis effecten' kunnen de komende maanden ervoor zorgen dat de 'headline' inflatie laag blijft of zelfs verder gaat zakken. Maar olieprijsen zijn bewegelijk en gevoelig voor geopolitieke spanningen. Als bijvoorbeeld spanningen tussen Israël en Iran verder oplopen, zou de olieprijs abrupt kunnen stijgen, wat op termijn weer effect kan hebben op inflatie.

In de VS zijn er parallellen te trekken met de eurozone wat inflatie betreft. Ook in de VS is inflatie ondertussen in de buurt van de centrale bank doelstelling. In september bedroeg inflatie namelijk 2,4%, maar ook hier wordt het inflatiecijfer omlaag getrokken door dalende energieprijzen. Die zijn in de VS met 6,8% gedaald in september. En ook hier is diensteninflatie hoog (4,7% in september) en daalt kerninflatie (3,3% in september) maar langzaam. Verder is met een werkloosheid van 4,1% en loongroei van 4% de arbeidsmarkt in de VS nog steeds krap te noemen. Hierbij moet gezegd worden dat de Amerikaanse banenmarkt tekenen laat zien van afkoeling. Het aantal banen (buiten de agrarische sector) dat in oktober erbij is gekomen in de VS is 12 duizend, een stuk minder dan vorige maand (223 duizend). Al met al lijkt met name kerninflatie in zowel de eurozone als de VS nog maar langzaam te dalen.

Er liggen verdere renteverlagingen in het verschiet, maar hoeveel is onzeker

De ECB heeft op 17 oktober haar depositorente verlaagd met 0,25% naar 3,25%. Dit is de derde verlaging van de ECB dit jaar. Het lijkt aannemelijk dat de ECB het komend jaar haar beleidsrentes verder gaat verlagen. Met hoeveel is nog onduidelijk. Financiële markten verwachten (op basis van de beprijzing van 'Overnight Index swaps') dat de deposito rente van de ECB in juni 2025 2% gaat zijn. Dat impliceert vijf renteverlagingen van 0,25%, wat een redelijke aanname lijkt. Echter, als de Europese economie niet inzakt in 2025 en loongroei blijft hoog, zou het best kunnen dat de ECB haar beleidsrente minder snel gaat verlagen dan financiële markten momenteel verwachten. Voor de VS geldt grofweg hetzelfde wat verwachtingen van renteverlagingen betreft. Voor de VS verwachten financiële markten momenteel vier renteverlagingen van 0,25% tussen nu en juni 2025. Hierbij geldt als risico dat een verkiezing van Trump dit pad aanzienlijk kan wijzigen.

Bij grote onzekerheid past geen uitgesproken mening

Ook voor de komende maand hebben we geen uitgesproken mening over een specifieke beleggingscategorie. Het gaat redelijk met de economische groei, wat aandelen zou kunnen helpen. Inflatie neemt af, wat goed kan zijn voor obligaties. En beleidsrentes nemen af, wat vastgoed zou kunnen helpen. Lagere korte rentes lijken niet al te best voor veilige korte termijn beleggingen ('cash'). Echter, op al deze visies is wat af te dingen. De onzekerheid rond inflatie (en daarmee rond beleidsrentes) is groot, deels door geopolitieke spanningen, krappe arbeidsmarkten en in de VS ook door de uitslag van de Amerikaanse verkiezingen. Ook is er veel geopolitieke onzekerheid (zoals in het Midden-Oosten) en beleidsonzekerheid (zoals in Frankrijk). Aandelen gedijen niet bij onzekerheid, obligaties niet bij stijgende inflatie en rentes. 'Cash' lijkt momenteel niet aantrekkelijk met beleidsrenteverlagingen in het vooruitzicht, maar als die renteverlagingen tegenvallen en zowel aandelen, vastgoed als obligaties slecht renderen, is 'cash' vaak de enige veilige haven.

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