



Markupdate

6 december 2022

November 2022: breed herstel dankzij lagere rentes

Het laatste kwartaal van 2022 is tot nu toe voor financiële markten aanzienlijk beter verlopen dan de eerste drie kwartalen. Toch staan alle beleggingscategorieën over het afgelopen jaar nog altijd op verlies, met obligaties en vastgoed voorop.

De positieve beleggingsrendementen over november (en oktober) lijken toe te schrijven aan één bepalende factor: lagere rentes. Zo is de tienjaars rente op Nederlandse staatsobligaties in de periode van januari tot oktober dit jaar gestegen van 0% naar ca. 2,75%, maar sindsdien weer gedaald richting 2%. Ook in de meeste andere Europese landen en in de VS zijn rentes dit kwartaal gedaald. Lagere rentes vertalen zich in positieve rendementen op obligaties, en dat hebben we in november ook gezien: Europese staatsobligaties leverden deze maand een gemiddeld rendement op van 2,4%.

Ook voor andere beleggingscategorieën zijn lagere rentes gunstig. Zo stegen de koersen op Europese aandelenbeurzen in november met gemiddeld bijna 7%. Aziatische aandelenbeurzen en opkomende markten deden het nog beter, met maandrendementen van ruim 10%. Met een rendement van ca. 1% bleven Amerikaanse aandelen duidelijk achter in november, maar dit was vooral toe te schrijven aan de euro/dollar-wisselkoers. De euro is in november ruim 4% gestegen ten opzichte van de Amerikaanse dollar.



In dollars gemeten waren de rendementen op Amerikaanse aandelen redelijk vergelijkbaar met die van Europese aandelen.

Andere beleggingscategorieën leverden rendementen op tussen die van staatsobligaties en aandelen in. Zo werden Europese bedrijfsobligaties in november bijna 3% meer waard, terwijl de meer risicovolle 'high yield' bedrijfsobligaties en beursgenoteerd vastgoed maandrendementen rond 3,5% noteerden.

Ondanks het herstel sinds het begin van dit kwartaal, blijft 2022 tot nu toe een slecht beleggingsjaar. Vooral de relatief 'veilig' geachte (staats-) obligaties hebben met rendementen over het afgelopen jaar van ruim -10% uitzonderlijk slecht gepresteerd. Vooral dankzij het recente koersherstel lijkt de schade bij aandelen dit jaar nog enigszins beperkt te blijven. Dat geldt dan weer niet voor beursgenoteerd vastgoed, dat met een rendement van bijna -40% sinds begin dit jaar met afstand de slechtst presterende beleggingscategorie blijft.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	nov.	Q 4	2022	12 mnd.
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	2.4%	2.6%	-14.5%	-15.9%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	2.8%	2.9%	-12.1%	-12.2%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	3.6%	5.5%	-10.0%	-9.2%
MSCI Europe Onroerend Goed	3.4%	8.7%	-39.1%	-38.5%
MSCI Europe Aandelen	6.9%	13.5%	-6.2%	-1.0%
MSCI North America Aandelen	1.1%	7.6%	-6.1%	-2.5%
MSCI Asia Pacific Aandelen	10.3%	6.7%	-8.9%	-7.2%
MSCI World Developed Mar- kets Aandelen	2.5%	8.3%	-7.5%	-3.7%
MSCI Emerging Markets Aandelen	10.2%	5.3%	-11.0%	-9.4%
EUR/USD	4.2%	5.6%	-8.9%	-8.9%

Bron: Bloomberg

Lagere lange rentes, maar hogere korte rentes

De daling van lange rentes in de afgelopen weken is opvallend, omdat centrale banken (in ieder geval in Europa en de VS) juist aangeven dat zij de komende tijd hun basisrentes nog verder zullen verhogen. In de eurozone heeft de ECB de basisrente de afgelopen maanden al met 2%-punt verhoogd, maar daarmee lijkt het einde nog niet in zicht. Rentemarkten gaan ervan uit dat er in ieder geval nog wel 3-4 renteverhogingen in het vat zitten, waarmee de Europese basisrente in het voorjaar van 2023 op 2,75% of 3% zou uitkomen. In de VS is de Fed al wat langer bezig met renteverhogingen, maar ook daar is de verwachting niet dat de centrale bank nu klaar is. De Amerikaanse basisrente is sinds het voorjaar van 2022 al verhoogd van 0% naar 4%, maar de verwachting van rentemarkten is dat de Fed uiteindelijk (d.w.z. in het voorjaar van 2023) op een basisrente van 4,75-5% zal uitkomen.

Terwijl centrale banken bezig blijven rentes te verhogen zijn lange rentes op staatsobligaties de afgelopen weken juist gedaald. De Europese 'benchmark'-rente, de tienjaars euroswap rente is vanaf een piekniveau van ruim 3,25% halverwege oktober gedaald richting 2,5% per eind november. De Amerikaanse tienjaars rente heeft een vergelijkbaar beeld laten zien, maar wel vanaf een hoger niveau: 4,25% half oktober tegenover rond 3,5% nu. Daarmee is het verschil tussen lange en korte rentes, die vooral meebewegen met de basisrentes van centrale banken, sterk afgenomen, met andere woorden: de 'yield curve' is sterk vervlakt. In de VS ligt de korte rente nu zelfs boven de lange rentes, en is daarmee sprake van een 'inverse yield curve'.



Rentemarkten (en economen) rekenen op een aanstaande winter-recessie

In het verleden is een inverse 'yield curve' vaak een voorbode gebleken van een naderende recessie. De logica daarachter is dat centrale banken geneigd zijn in goede tijden rentes te verhogen om de economische groei en/of de inflatie af te remmen. Wanneer centrale banken de rente te veel verhogen, bijvoorbeeld omdat de inflatiedruk niet snel of hard genoeg afneemt, duwen ze de economie richting een recessie. Wanneer beleggers in staatsobligaties een dergelijk scenario zien aankomen, stijgen lange rentes vaak minder hard dan korte rentes, of dalen ze zelfs zoals nu het geval is. Een andere indicatie dat rentemarkten een recessie zien aankomen, in ieder geval in de VS, is dat nu verwacht wordt dat de Fed in de tweede helft van 2023 alweer genoodzaakt zal zijn om rentes te verlagen. Daarmee gaan rentemarkten er eigenlijk vanuit dat de Amerikaanse economie dan in een recessie zit en/of dat de inflatiedruk in de VS tegen die tijd aanzienlijk is afgenomen.

Overigens gaan niet alleen rentemarkten er vanuit dat er een grote kans is op een recessie in de komende maanden. Volgens een 'recessie-indicator' op Bloomberg schatten economen de kans op een recessie nu in op 80% voor de eurozone en 62,5% voor de VS. Voor de eurozone gaan economen er vanuit dat de recessie dit kwartaal nog begint (of al begonnen is) en aanhoudt in de eerste maanden van 2023. Voor de Amerikaanse economie is de inschatting dat deze in de eerste helft van 2023 in een recessie wegzakt. Overigens wordt zowel voor de eurozone als de VS niet verwacht dat de recessie heel diep zal zijn. Voor de eurozone wordt voor zowel dit kwartaal als het eerste kwartaal van 2023 een economische krimp verwacht van ca. 0,5% op kwartaalbasis, terwijl voor de VS een nog beperktere krimp wordt verwacht in het eerste halfjaar van 2023.



Vertrouwensindicatoren wijzen ook op dreigende recessie, maar arbeidsmarkt (nog) niet

De verslechterende economische groeivoorzichten zien we ook terug in de ontwikkeling van vertrouwensindicatoren. Indicatoren voor producentenvertrouwen zijn nu zowel in de eurozone als de VS en China tot beneden gemiddelde niveaus gedaald. Hoewel ze (nog) niet zijn gedaald tot niveaus die wijzen op een diepe recessie (zoals in het voorjaar van 2020), is dit wel zorgwekkend. Ondertussen is het vertrouwen van Europese consumenten in oktober en november weer wat opgekrabbeld, maar wel vanaf de laagste niveaus in 40 jaar. Ook in de VS lijkt het consumentenvertrouwen de laatste tijd wat te stabiliseren, na scherpe dalingen in de maanden daarvoor.

Opvallend genoeg is van het lage vertrouwen van ondernemers en consumenten op de arbeidsmarkt nog weinig terug te zien. De werkloosheid blijft zowel in de VS als de eurozone met respectievelijk 3,7% en 6,5% historisch laag. Helaas zegt dat niet veel over de kans op een naderende recessie, omdat arbeidsmarkt cijfers een 'lagging indicator' zijn, dat wil zeggen: de arbeidsmarkt verslechtert meestal pas als een recessie al (bijna) voorbij is.

Een lichtpunt bij de matige macro-economische cijfers is wel dat de inflatiegolf van 2022 inmiddels over zijn hoogtepunt heen lijkt. Dit geldt vooral voor de VS, waar de inflatie inmiddels is afgenomen van 9,1% jaar-op-jaar in juni naar 7,7% in oktober. Dit is mede te danken aan lagere prijzen voor voeding en energie, maar ook de 'kerninflatie' (waar de volatiele voedings- en energieprijzen uit gehaald zijn) heeft in oktober een sterker dan verwachte daling liet zien, naar 6,3% jaar-op-jaar. Ook in de eurozone lijkt 'peak inflation' nu mogelijk achter de rug: de 'headline' inflatie liet in november een onverwacht sterke daling zien van 10,6% naar 10,0% jaar-op-jaar, terwijl de 'kerninflatie' hier voor de tweede maand op rij bleef steken op 5,0% jaar-op-jaar. Overigens is de inflatie in Nederland in november relatief sterk afgenomen van een historische 16,8% naar 11,2% jaar-op-jaar, wat natuurlijk nog wel altijd ruimschoots bovengemiddeld hoog is.

Matige economische vooruitzichten pleiten voor lagere 'piekrentes', maar nog niet voor renteverlagingen

Voor de komende tijd lijkt een verslechtering van het macro-economische beeld, in combinatie met verder afnemende inflatiedruk, niet onaannemelijk. Daarmee neemt de kans toe dat het einde van de renteverhogingen door centrale banken in zicht komt. Dat is ook het scenario waar rentemarkten nu vanuit gaan. Ook recente uitspraken van centrale bankiers wijzen in de richting van minder scherpe renteverhogingen in de komende maanden. De vraag is wat ons betreft wel hoe reëel de huidige marktverwachting is dat de Fed in de tweede helft van 2023 de rente alweer scherp gaat verlagen. Renteverlagingen tegen die tijd komen te laat om de al op korte termijn verwachte recessie te dempen.

Wat ons betreft lijkt een scenario aannemelijker waarin de renteverwachtingen de komende tijd nog wat verschuiven richting iets lagere 'piekrentes' in het voorjaar van 2023, zeker als de macro-economische cijfers de komende tijd richting een diepe (in plaats van de nu verwachte milde) recessie zouden gaan wijzen. Wel kan de inflatiedruk in de tweede helft van 2023 mogelijk snel afnemen (vooral vanwege basiseffecten), maar de vraag is of dat voor de Fed aanleiding zal zijn om de basisrente dan al snel en veel te verlagen. Economen gaan er nu vanuit dat het inflatieniveau zowel in de VS als de eurozone eind 2023 is afgenomen richting 3%, maar dit is nog altijd ruim boven de 2%-inflatiedoelstelling van de Fed en de ECB.



In huidig beleggingsklimaat liever bedrijfs- dan staatsobligaties

Wij gaan ervan uit dat rentemarkten de komende tijd gaan anticiperen op de periode na de (eventuele) komende winter-recessie. Dit pleit eerder voor hogere dan voor lagere langere rentes vanaf de huidige niveaus, oftewel voor een 'versteiling' van de rentecurve. De huidige vlakke, en in de VS zelfs inverse, curve is wellicht passend bij het scenario van een recessie op korte termijn, maar niet bij een scenario van economisch groeiherstel na de winterperiode, waar de meeste economen nu wel vanuit gaan. In een dergelijk klimaat blijven de vooruitzichten voor staatsobligaties voorlopig nog ondermaats, en geven wij de voorkeur aan beleggingen in bedrijfsobligaties, die in een omgeving van gematigde economische groei en afnemende inflatiedruk vaak relatief goed presteren.



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