



# Markupdate

9 maart 2023

## Februari 2023: stijgende rentes, kwakkelende aandelenbeurzen

Met hogere rentes in februari is het positieve rendement op staatsobligaties van januari weer als sneeuw voor de zon verdwenen. Ook de meeste aandelenbeurzen leverden in februari wat in, na een bijzonder goede start van het jaar in januari. Europese aandelenbeurzen eindigden de maand wel in de plus.

Na rentestijgingen in (het grootste deel van) 2022, begon 2023 met lagere kapitaalmarktrentes. Dit vertaalde zich in januari in positieve rendementen op (staats-) obligaties. In februari draaide het beeld weer naar hogere kapitaalmarktrentes, en daarmee negatieve rendementen op obligaties. Voor Europese staatsobligaties komt het rendement sinds begin dit jaar daarmee weer precies op 0,0% uit. Europese bedrijfsobligaties hadden ook last van de hogere rentes, maar het verlies in februari bleef beperkt tot 1,4%. Daarmee bleven bedrijfsobligaties ook sinds begin dit jaar staatsobligaties voor, met een positief rendement van 0,7% over de afgelopen twee maanden. De meer risicovolle 'high yield'-bedrijfsobligaties presteerden relatief nog beter, met een rendement van 3,0% sinds begin 2023.



De combinatie van beter dan verwachte macro-economische cijfers en hogere rentes had een gemengd effect op aandelenbeurzen. Per saldo behaalden Europese aandelen in februari een positief rendement van 1,8%, maar de meeste andere aandelenbeurzen eindigden afgelopen maand in de min. Voor Amerikaanse aandelen bleef het verlies (in euro's gemeten) beperkt tot 0,6%, maar Aziatische aandelen en opkomende markten werden respectievelijk 4,0% en 4,7% minder waard. Dankzij de bijzonder sterke start van het jaar staan vrijwel alle aandelenmarkten over de eerste twee maanden van 2023 wel in de plus, al zijn de rendementsverschillen tussen verschillende regio's aanzienlijk, variërend van +8,7% voor Europese aandelen tot slechts +1,7% voor opkomende markten.

Ondanks een negatief maandrendement van 2% in februari, is Europees beursgenoteerd vastgoed tot nu toe in 2023 de best presterende beleggingscategorie, met een positief rendement van ruim 10%. Over de afgelopen 12 maanden gemeten blijft vastgoed wel nog altijd de grootste achterblijver, met een negatief rendement van bijna 33%.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	feb.	Q1	2023	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-2,3%	0,0%	0,0%	-15,9%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-1,4%	0,7%	0,7%	-9,6%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-0,1%	3,0%	3,0%	-3,8%
MSCI Europe Onroerend Goed	-2,0%	10,3%	10,3%	-32,7%
MSCI Europe Aandelen	1,8%	8,7%	8,7%	4,8%
MSCI North America Aandelen	-0,6%	4,8%	4,8%	-3,7%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-4,0%	2,4%	2,4%	-6,0%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-0,6%	5,2%	5,2%	-3,6%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-4,7%	1,7%	1,7%	-10,4%
EUR/USD	-1,9%	-0,8%	-0,8%	-5,5%

Bron: Bloomberg

### **'Onderschat nooit de Amerikaanse consument'...**

In de eerste weken van 2023 heeft het pessimisme over de stand van de wereldeconomie, dat eind 2022 nog overheerste, geleidelijk plaats gemaakt voor licht optimisme over de vooruitzichten voor dit jaar. Daarbij waren het in januari vooral meevallende economische cijfers uit de eurozone en China die de toon zetten, aangewakkerd door respectievelijk het meevallende winterweer in Europa (waardoor de prijzen op de termijnmarkten voor olie en gas inmiddels weer gedaald zijn tot 'pre-Oekraïne' niveaus) en de opheffing van het 'zero Covid'-beleid in China. In februari waren het juist macro-economische cijfers uit de VS die meevielen, terwijl die in januari nog achterbleven bij die uit Europa en China.

Het goede nieuws uit de VS begon met de bekendmaking van arbeidsmarkt cijfers begin februari. De Amerikaanse economie heeft in januari meer dan 500.000 nieuwe banen gecreëerd, ruim 2,5 keer zoveel als was verwacht. Mede daardoor is de werkloosheid in de VS verder afgenomen tot 3,4%, het laagste werkloosheidsniveau sinds het voorjaar van 1969. De gunstige situatie op de arbeidsmarkt vertaalt zich onder andere weer in hogere consumentenbestedingen: de Amerikaanse detailhandelsverkoop waren in januari aanzienlijk beter dan verwacht.

### **...of is het positieve beeld toch 'too good to be true'?**

Bij de positieve cijfers uit de VS passen wel een paar kanttekeningen. In de eerste plaats zijn cijfers over januari vaak verstoord door 'seizoensinvloeden'. Dat kan dit jaar extra het geval zijn geweest, omdat een groot deel van de VS vlak voor kerst 2022 nog werd geteisterd door een 'arctisch front', terwijl het weer in januari juist bovengemiddeld warm was. Dat kan tot extra 'inhaalbestedingen' in januari hebben geleid. Daarnaast is er ook nog altijd sprake van 'inhaalbestedingen' vanuit de coronapandemie. Veel Amerikanen hebben in de coronajaren 2020-2021 een aanzienlijk spaarsaldo opgebouwd, dat in de afgelopen tijd geleidelijk weer is afgebouwd. Op het hoogtepunt van de coronapandemie waren de gemiddelde besparingen in de VS opgelopen tot ruim 25% van het besteedbare inkomen. Inmiddels is dat alweer gedaald tot minder dan 5%, en daarmee ook lager dan het historische gemiddelde van ca. 10%. Naar verwachting zal de bestedingsimpuls vanuit de 'corona-besparingen' de komende maanden dan ook langzamerhand uitgewerkt raken. Een andere indicatie dat de bestedingsbereidheid van Amerikaanse consumenten de komende tijd kan afnemen, is dat het consumentenvertrouwen in februari tegen de verwachting is gedaald. Amerikaanse consumenten zijn nog wel redelijk positief gestemd over de huidige situatie, maar de deelindicator die het vertrouwen in de toekomst meet is scherp gedaald.

### **Keerzijde van de gunstige economische cijfers: aanhoudend hoge inflatie en hogere rentes**

Een keerzijde van de krappe arbeidsmarkt en de relatief hoge consumentenbestedingen in de VS is dat de inflatiedruk ook hoger blijft dan verwacht. De stijging van de consumentenprijzen in de VS is in januari weliswaar licht verder afgenomen naar 6,4% jaar-op-jaar, maar dit was wel hoger dan verwacht en natuurlijk ook nog altijd ruim boven de 2%-inflatiedoelstelling van de Amerikaanse centrale bank, de Fed. Ook alle andere inflatie-indicatoren kwamen in januari hoger uit dan verwacht. Dit vergroot de druk op de Fed om de basisrente verder te verhogen en/of langer hoog te houden dan eerder gedacht. Na de laatste renteverhoging van de Fed begin februari (van 4,5% naar 4,75%) ging de rentemarkt er nog vanuit dat het einde van de renteverhogingen in zicht was, en dat vanaf het tweede halfjaar van 2023 zelfs alweer renteverlagingen zouden volgen tot 4-4,25%. Inmiddels is die verwachting bijgesteld naar een 'piekrente' van 5,25% of 5,5% in de zomer, met in de maanden daarna hooguit een lichte renteverlaging richting 5%.

Naar verwachting zullen de gevolgen van eerdere renteverhogingen (een jaar geleden was de basisrente in de VS nog maar net boven 0%) de komende tijd in toenemende mate merkbaar worden. De eerste effecten zijn, via de sterk gestegen hypotheekrentes, al merkbaar op de huizenmarkt. Het aantal nieuw in aanbouw genomen woningen in de VS lag in januari 4,5% lager dan in december, en inmiddels zijn ook de huizenprijzen aan het dalen. Bij eerdere omslagen in het sentiment op de huizenmarkt (zoals tijdens de kredietcrisis) waren de gevolgen hiervan na verloop van tijd ook terug te zien in onder andere afnemende consumentenbestedingen.



## Ook in Europa blijft inflatie een probleem, zeker ook voor de ECB

Terwijl de economische cijfers uit de VS in februari overwegend beter waren dan in januari, gold voor Europa eerder het omgekeerde. De meest recente cijfers zijn weliswaar niet slecht, maar niet meer beter dan verwacht.

Dat geldt zeker ook voor wat betreft de inflatie-ontwikkeling. In februari is de 'headline' inflatie in de eurozone weliswaar iets afgenomen, van 8,6% naar 8,5% jaar-op-jaar, maar dit is natuurlijk nog altijd veel te hoog en ook hoger dan verwacht. Bovendien is de 'kerninflatie' (exclusief de volatiele voedings- en energieprijzen) niet gestabiliseerd, zoals was verwacht, maar juist toegenomen, van 5,3% naar 5,6% jaar-op-jaar. Voor de kerninflatie is dit het hoogste niveau sinds de invoering van de euro, bijna 25 jaar geleden.

Met de (te) hoog blijvende inflatie geldt ook voor de eurozone dat de renteverwachtingen over de afgelopen maand naar boven zijn bijgesteld. Begin februari dacht de rentemarkt nog dat de ECB na de laatste renteverhoging (naar 2,5%) de rente nog 1-2 keer zou verhogen, tot maximaal 3% of 3,25%. Inmiddels rekent de markt erop dat de ECB de rente richting eind dit jaar eerder tot 3,75% of 4% zal verhogen, om zo de inflatie onder controle te krijgen.

## Lange rentes ook gestegen, maar minder hard dan korte rentes: voorbode van een recessie?

Met de opwaarts bijgestelde verwachtingen voor korte rentes, zijn ook kapitaalmarktrentes afgelopen maand gestegen, na in januari juist nog gedaald te zijn. Zo was de 10-jaars euroswap rente van 3,25% eind 2022 in de loop van januari gedaald richting 2,5-2,75%, maar was deze eind februari weer terug op 3,25%. Opvallend is wel dat lange rentes, zoals 10- en 30-jaars rentes, minder hard zijn gestegen dan korte rentes, zoals 3-maands en 2-jaars rentes. Datzelfde beeld van 'vervlakking' (en 'inversie') van de 'yield curve' geldt ook voor de VS, en wordt vaak beschouwd als een voorbode van een recessie. De gedachte daarachter is dat centrale banken op een gegeven moment rentes zover hebben verhoogd, dat niet alleen de inflatie afneemt (wat ook de bedoeling is), maar ook de economie tot stilstand komt. Kapitaalmarkten kijken (als het goed is) over de cyclus heen, en daarom stijgen langere rentes in de huidige fase van de cyclus minder hard dan korte rentes.

De vraag is of met een nu verwachte 'piekrente' van meer dan 5% voor de Fed en rond 4% voor de ECB het 'kritieke' punt bereikt is, waarbij centrale banken de economie in een recessie duwen, of dat zij de basisrentes misschien zelfs juist nog verder moeten verhogen om de inflatie onder controle te krijgen. Mede gezien de recente tegenvallende inflatiecijfers valt moeilijk in te schatten wanneer het 'optimale' renteniveau bereikt is, waarbij de inflatedruk wel afneemt maar de economie niet in een recessie terecht komt, en hoe lang de rente vervolgens op dat niveau moet blijven. Wel is duidelijk dat bij nog verder oplopende rentes in ieder geval de kans op problemen in de economie en/of het financiële systeem eerder toe- dan afneemt. Wij gaan er vooralsnog niet vanuit dat kapitaalmarktrentes veel verder zullen oplopen vanaf de huidige niveaus, maar ook bij de huidige renteverwachtingen zien we bijvoorbeeld voor aandelen en vastgoed de komende tijd weinig opwaarts potentieel.

## 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](http://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](http://www.asrvermogensbeheer.nl)

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht

57552\_0323