



# Terugblik

April 2022

## April 2022:

### Niet bepaald grappig

Om financiële markten hebben beleggers niet kunnen lachen, noch op 1 april noch tijdens de rest van de maand. Vrijwel alle beleggingscategorieën deden het slecht in april. Obligaties hadden last van stijgende rentes en inflatie en daalden met 3,8%, bedrijfsobligaties met 2,7%. Aandelen hadden last van een combinatie van slechtere economische vooruitzichten, stijgende inflatie en een verkapping van monetair beleid. Dat laatste speelt vooral Amerikaanse aandelen parten, waar er voor de komende maanden meerdere renteverhogingen van de centrale bank (de Fed) worden verwacht. Europees vastgoed heeft het ook slecht gedaan (-5,7%), met name door stijgende lange rentes.

Wat ook opvalt is dat de euro sterk is gedeprecieerd ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Dat heeft onder andere te maken met de verwachting dat de Fed haar beleidsrente sneller en meer gaat verhogen de komende maanden dan de ECB. Maar ook omdat grondstofprijzen zijn gestegen. Veel grondstoffen worden namelijk in Amerikaanse dollars verhandeld en een hogere prijs betekent dat er meer dollars nodig zijn om een eenheid van die grondstoffen te kopen.



Ter voorbeeld, de prijs van een vat ruwe (Brent) olie was 79 Amerikaanse dollar begin dit jaar, dat is gestegen naar 109 dollar per vat eind april. Voor elk vat ruwe olie die gekocht wordt zijn er dus 30 meer dollars nodig. Het gevolg hiervan is dat de vraag naar dollars stijgt en de dollar dus meer waard wordt ten opzichte van andere munten. Dat geldt het meest voor munten van landen en regio's die netto grondstofimporteurs zijn, zoals de eurozone. De depreciatie van de euro is relevant omdat het betekent dat import inflatie in de eurozone kan stijgen (met name producentenprijsinflatie).

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	04-2022	Q2	2022	12 mnd.
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-3.8%	-3.8%	-8.9%	-9.0%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-2.7%	-2.7%	-7.6%	-7.8%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-2.9%	-2.9%	-7.0%	-5.9%
MSCI Europe Onroerend Goed	-5.7%	-5.7%	-11.1%	-6.8%
MSCI Europe Aandelen	-0.6%	-0.6%	-5.9%	6.5%
MSCI North America Aandelen	-4.5%	-4.5%	-6.6%	12.2%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-1.8%	-1.8%	-5.1%	-4.8%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-3.9%	-3.9%	-6.7%	8.4%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-0.9%	-0.9%	-5.3%	-6.9%
EUR/USD	-4.7%	-4.7%	-7.3%	-12.3%

Bron: Bloomberg

## Ook het IMF voorziet ook lagere groei en hogere inflatie

Het somberdere beeld dat financiële markten schetsen wordt ook gedeeld door het IMF. Onlangs heeft het IMF haar [World Economic Outlook \(WEO\)](#) rapport uitgebracht. Ten opzichte van het vorige WEO rapport (van januari) heeft het IMF haar ramingen voor de groei van de wereldeconomie voor 2022 en 2023 neerwaarts bijgesteld en die van inflatie omhoog.

Voor de wereldeconomie verwacht het IMF nu een groei van 3,6% voor dit en volgend jaar, terwijl dat in de vorige WEO 4,4% respectievelijk 3,8% was. Als belangrijkste redenen voor het somberdere beeld noemt het IMF het Rusland Oekraïne conflict, zowel monetaire als budgettaire verkapping en lagere economische groei in China. Het IMF betoogt dat deze factoren het herstel van de wereldeconomie na de coronacrisis tegenhouden.

Inflatieramingen zijn fors naar boven bijgesteld. Waar het IMF in de WEO van januari een inflatie voor ontwikkelde landen raamde van respectievelijk 3,9% en 2,1% voor 2022 en 2023, is dat in de WEO van april verhoogd naar 5,7% en 2,5%. Voor opkomende landen zijn de ramingen nog verder verhoogd, namelijk van 5,9% en 4,7% voor 2022 en 2023 respectievelijk in de januari WEO naar 8,7% en 6,5% in de april WEO. Dat komt deels omdat opkomende markten relatief gevoelig voor het voor stijgingen in voedsel en energieprijzen. Die vormen namelijk een groter deel van de consumptie dan bij ontwikkelde landen. Een ander deel komt omdat het IMF verwacht dat de munten van opkomende landen zullen depreciëren waardoor geïmporteerde producten duurder worden.

Het IMF verwacht dat inflatie langer hoog blijft omdat het Rusland Oekraïne conflict op korte termijn zorgt voor hogere grondstofprijzen en op de middellange termijn zorgt voor hogere voedselprijzen (o.a. omdat er minder voedsel wordt geplant nu).

Naast het Rusland Oekraïne conflict verwacht het IMF dat inflatie op korte en middellange termijn hoog blijft door (i) een aanhoudende onbalans tussen vraag en aanbod, (ii) ophopingen in internationale waardeketens (bijv. vastzittende vrachtschepen en een tekort aan computerchips), (iii) tekorten aan arbeid, (iv) de lockdowns in China en (v) aanhoudende loon-druk.

Interessant is ook dat het IMF een scenario heeft doorerekend waarin er meer sancties op Rusland worden geheven (zoals een verbod op gas en olie uit Rusland). In dat scenario zal inflatie wereldwijd in 2022 en 2023 beide 1 procentpunt hoger zijn dan de huidige ramingen, al zal dat omslaan naar deflatie in 2024 omdat de effecten van een zwakkere vraag dan zullen overheersen.

Al met schetst het IMF dus een somberder beeld van de wereldeconomie met lagere groei, hogere inflatie en toegenomen onzekerheid.

## China houdt vast aan 'zero-covid' beleid

In China blijft ondertussen de regering haar 'zero-covid' beleid hanteren om de stijging van het aantal coronavirus gevallen daar in te dammen. Het aantal dagelijkse nieuwe gevallen van besmetting stond in de eerste week van mei gemiddeld op bijna 19.000. Grote havensteden als Shanghai en Shenzhen zijn al wekenlang in lockdown en ook Beijing loopt een verhoogd risico om in een lockdown terecht te komen. Het gevolg van de lockdowns is tweeledig.

Eerzijds verergert het de bestaande verstoring van internationale waardeketens. Om de mate waarin waardeketens verstopt zijn te kwantificeren kunnen we bijvoorbeeld kijken naar de kosten voor het vervoeren van een containership vanuit China naar Europa. Hoewel deze kosten sinds het begin dit jaar zijn gedaald, kost het momenteel nog steeds bijna zes keer zoveel om een container te verschepen vanuit China naar Europa (ruim 11.000 Amerikaanse dollar eind april 2022, vergeleken met bijna 2000 dollar begin januari 2020, volgens data van Freightos). Een andere maatstaf is het aantal dagen dat het duurt om een container te verschepen van China naar Europa. Dat was gemiddeld 60 dagen in januari 2020 en is meer dan 100 dagen eind april, volgens data van Flexport. Omdat het nog steeds duur is (in zowel geld als tijd) om internationaal containers te verschepen blijft er dus druk op inflatie vanuit tekorten van geïmporteerde producten.

Anderzijds kunnen de lockdowns in China een flinke knauw geven aan economische groei. Het doel van de Chinese regering is om dit jaar met 5,5% te groeien. Dat wordt lastiger omdat de groei in het eerste kwartaal



van dit jaar al minder was dan die 5,5% (namelijk 4,8%). Daardoor zal de economie harder moeten groeien dan 5,5% in de komende kwartalen om het doel te halen en dat zal moeilijker gaan door de nieuwe lockdowns. Zo vertegenwoordigen de grofweg 40 steden die momenteel deels of geheel in lockdown zitten (en waar er dus minder economische activiteit is) ongeveer de helft van de Chinese economie. Dat is ook belangrijk voor de wereldeconomie en de eurozone. Ongeveer een derde van de groei van de wereldeconomie de afgelopen 20 jaar is toe te schrijven aan China. Binnen de eurozone is bijvoorbeeld Duitsland relatief sterk afhankelijk van China, 8% van de totale export van Duitsland gaat ernaartoe.



## De Amerikaanse economie: sterker dan het lijkt

De Amerikaanse economie is onverwachts gekrompen in het eerste kwartaal van dit jaar, namelijk met 1,4%. Maar dat cijfer is minder slecht dan het op het eerste gezicht lijkt. Ten eerste is dat een seizoengecorrigeerd en geannualiseerd kwartaalcijfer. Vergeleken met het eerste kwartaal van 2021 is de Amerikaanse economie alsnog met 3,6% gegroeid.

Ten tweede is het kwartaalcijfer voor een groot gedeelte gedreven door fors minder defensie-uitgaven (die daalden 8,5%) en een scherpe stijging van het handelstekort (die steeg 18%). Voor defensie-uitgaven valt te verwachten dat deze eerder zullen stijgen dan dalen met de huidige situatie van stijgende geopolitieke risico's (zoals het Rusland Oekraïne conflict). En het hogere handelstekort (dat overigens niet alleen gedreven is door hogere importprijzen maar ook hogere volumes) geeft aan dat er meer geïmporteerd wordt dan er wordt geëxporteerd. Het blijkt eerder van economische kracht dan zwakte (hogere importen wijzen immers op stijgende interne vraag). Verder lijkt de banenmarkt in de VS nog steeds goed te draaien. Het aantal nieuwe banen buiten de landbouwsector was 428.000 in april (boven de consensus verwachting van 391.000), de werkloosheid staat momenteel historisch laag (3,6%) en uurlonen stijgen nog steeds relatief hard (5,5% jaar-op-jaar in april).

De implicatie van deze cijfers is dat de Amerikaanse economie nog steeds sterk is, wat de Fed niet zal weerhouden om haar huidige pad van beleidsrente stijgingen en kwantitatieve verkrapping door te zetten.



## Geen grote verkrapping in de eurozone nog, maar de kans daarop stijgt wel

Monetaire verkrapping blijft een van de belangrijkste thema's de komende maanden. In april (en begin mei) hebben meerdere centrale banken van ontwikkelde landen hun beleidsrentes verhoogd. In de VS met 0,5%, in Australië met 0,25%, in Canada met 0,5% en in het VK met 0,25%.

Voor de ECB is een stijging van de beleidsrente op korte termijn nog geen uitgemaakte zaak. Daar is inflatie minder het gevolg van een verhitte economie (zoals in de VS) en meer van hogere energieprijzen. Bovendien lijken de economische vooruitzichten van de eurozone minder goed dan die van de VS. Hoewel de eurozone economie in het eerste kwartaal van dit jaar (seizoengecorrigeerd) 0,2% is gegroeid ten opzichte van vorig kwartaal, zal dat in de komende kwartalen wel eens minder kunnen zijn. In het eerste kwartaal zat namelijk voor de eerste helft niet het effect in van het Rusland Oekraïne conflict. Voor de komende kwartalen zal dat effect er wel volledig in zitten. De eurozone heeft meer last van het conflict dan de VS omdat het meer afhankelijk is van olie en gas importen. De VS is daar nagenoeg zelfvoorzienend in. Daarnaast is ook de arbeidsmarkt minder krap in de eurozone dan in de VS, de werkloosheid in de eurozone is bijvoorbeeld 6,8%. Daarnaast is de kerninflatie in de VS (6,5%) bijna net zo hoog als de 'headline' inflatie (8,5%). In de eurozone groter is dat verschil groter, daar is de kerninflatie 3,5% en de 'headline' inflatie 7,5%.

Dit alles impliceert dat de ECB minder snel haar beleidsrentes zal verhogen dan de VS, maar misschien wel sneller dan financiële markten momenteel inprijzen. Ten eerste loopt kerninflatie in de eurozone snel op, het was slechts 2,3% in januari dit jaar. Ten tweede zijn producentenprijzen heel hard aan het stijgen in de eurozone, in maart met bijna 37% (jaar-op-jaar). Het valt te verwachten dat deze prijzen, in ieder geval deels zullen terugkomen in consumentenprijzen, al dan niet met een vertraging. Ten derde lijkt het duidelijker te worden dat het Rusland Oekraïne niet op korte termijn zal ophouden, wat betekent dat energie en voedselprijzen niet op korte termijn zullen dalen. Wat voedselprijzen betreft helpt het niet dat er o.a. in India een hittegolf heerst. Het zorgt voor slechtere oogsten en dus hogere prijzen, van bijvoorbeeld rijst. India is de grootste rijstexporteur ter wereld, verantwoordelijk voor 31% van de wereldhandel.

Kort samengevat lijken er steeds meer signalen te komen van inflatiedruk in de eurozone, wat gecombineerd met hogere beleidsrentes in andere ontwikkelde landen, wel eens druk zou kunnen zetten op de ECB om haar beleidsrentes sneller of meer te verhogen dan sommige financiële marktpartijen momenteel verwachten.



## Implicaties voor beleggingsportefeuille

Inflatie blijft voorlopig hoog. Verstoorde waardeketens, het Rusland Oekraïne conflict, tekorten aan computerchips en voedsel, hogere grondstofprijzen en aanhoudende druk op lonen zijn allemaal drijvers van inflatie die op korte termijn niet lijken te verdwijnen. Dat betekent dat we voorlopig vastzitten in een situatie van hogere inflatie en rentes, lagere economische groei en aanhoudende onzekerheid.

De stijgende inflatie en rente zijn slecht voor obligaties, maar lagere economische groei en aanhoudende onzekerheid zijn weer slecht voor risicovolle activa zoals aandelen, bedrijfsobligaties en beursgenoteerd vastgoed. De kaspositie blijft dan als een van de weinige opties over.

We blijven dan ook relatief optimistisch over de kaspositie, relatief voorzichtig met obligaties en neutraal wat betreft aandelen, bedrijfsobligaties en beursgenoteerd vastgoed.



## 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.

---

## ASR Vermogensbeheer N.V.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

[www.asr.nl](http://www.asr.nl)