

# Markupdate

9 januari 2023

## December 2022: slecht beleggingsjaar eindigt in stijl

Na een goed begin van het vierde kwartaal van 2022, stonden alle beleggingscategorieën in december toch weer in de min. Daarmee kreeg het uitzonderlijk slechte beleggingsjaar 2022 een passend einde.

Voor beleggers zal 2022 vooral in herinnering blijven als het jaar van hoge inflatie en stijgende rentes. Deze zorgden voor negatieve rendementen op niet alleen staatsobligaties, maar ook op alle andere beleggingscategorieën. Daarmee is 2022 een uitzonderlijk beleggingsjaar geworden. Jaren met negatieve rendementen op aandelen komen wel vaker voor (alleen deze eeuw tot 2022 al zes keer eerder), maar meestal staan daar positieve rendementen op (staats-) obligaties tegenover. Jaren met negatieve rendementen op obligaties zijn aanzienlijk schaarser, en een jaarrendement op Europese staatsobligaties van -18,5%, zoals in 2022, is helemaal uitzonderlijk. De combinatie van negatieve jaarrendementen op aandelen én obligaties is in de afgelopen 100 jaar maar twee keer eerder voorgekomen, in 1931 en 1969.

Tot eind november verliep het vierde kwartaal relatief gunstig, met dalende rentes en stijgende aandelenkoersen, zodat de schade over heel 2022 gemeten nog enigszins beperkt leek te blijven. In de loop van december keerde het sentiment echter weer.



Lange rentes liepen weer op, waarmee Europese staatsobligaties een negatief rendement over december van 4,6% opleverden. Bedrijfsobligaties hadden ook last van de hogere rentes, maar per saldo bleven de verliezen beperkt tot 1,8% voor 'investment grade' bedrijfsobligaties en 0,7% voor de meer risicovolle 'high yield' bedrijfsobligaties. Ook over heel 2022 presteerden bedrijfsobligaties minder slecht dan staatsobligaties, met rendementen op jaarbasis van -13,6% voor 'investment grade' en -10,6% voor 'high yield' bedrijfsobligaties.

Bij aandelen was het koersbeeld in december ook negatief, maar wel in verschillende mate voor de verschillende aandelenregio's. Europese en Aziatische aandelenbeurzen leverden een negatief maandrendement op van 3,5%, maar Amerikaanse aandelen bleven daar met -9,0% (in euro's gemeten) sterk bij achter. Dit was in ieder geval gedeeltelijk toe te schrijven aan de waardedaling van de Amerikaanse dollar, die in december 3,4% inleverde ten opzichte van de euro. Opkomende markten lieten een wisselend beeld zien, maar leverden in december per saldo 4,6% in. Over heel 2022 zijn opkomende markten wel de slechtst presterende aandelenregio met een jaarrendement van -15,1%, op de voet gevolgd door Amerikaanse aandelen met -14,5%. In dollars gemeten is het verlies voor Amerikaanse aandelenbeurzen nog groter, ruim -20%. Dat is vooral toe te schrijven aan het verlies op tech-aandelen: de Nasdaq-index is in 2022 ongeveer eenderde in waarde gedaald. Europese aandelenbeurzen, waar tech-bedrijven relatief minder zwaar vertegenwoordigd zijn, zijn in 2022 gemiddeld 'slechts' 9,5% in waarde gedaald, en Aziatische aandelen 12,1%.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	dec.	Q 4	2022	12 mnd.
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-4,6%	-2,1%	-18,5%	-18,5%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-1,8%	1,1%	-13,6%	-13,6%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-0,7%	4,7%	-10,6%	-10,6%
MSCI Europe Onroerend Goed	-2,2%	6,3%	-40,5%	-40,5%
MSCI Europe Aandelen	-3,5%	9,5%	-9,5%	-9,5%
MSCI North America Aandelen	-9,0%	-2,0%	-14,5%	-14,5%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-3,5%	3,0%	-12,1%	-12,1%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-7,5%	0,2%	-14,5%	-14,5%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-4,6%	0,4%	-15,1%	-15,1%
EUR/USD	3,4%	9,2%	-5,8%	-5,8%

Bron: Bloomberg

**2022 was al een matig jaar voor de wereldeconomie, maar 2023 lijkt eerder slechter dan beter te worden**

Met een groei van ca. 3% is 2022 voor de wereldeconomie een matig jaar gebleken. Vooral de naweeën van de coronapandemie en de oorlog in Oekraïne hebben ervoor gezorgd dat het sterke groeiherstel van 2021 niet verder doorzette. Er waren wel aanzienlijke verschillen op regio-niveau. De Amerikaanse economie beleefde een moeilijk eerste halfjaar, maar herstelde daarna weer. De Europese economie begon het jaar juist goed, maar zakte in naarmate de gevolgen van de oorlog in Oekraïne duidelijker voelbaar werden. De Chinese economie bleef het hele jaar hinder ondervinden van het coronavirus. Eerst maakte het 'zero Covid'-beleid normaal economisch verkeer bijna onmogelijk, en toen dit beleid uiteindelijk na grootschalige protesten werd losgelaten, nam onmiddellijk het aantal besmettingen weer sterk toe.

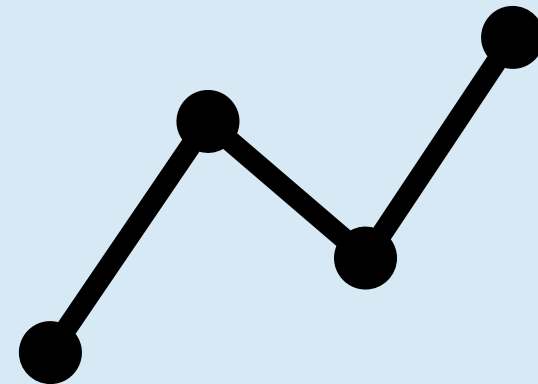
Voor 2023 zijn de verwachtingen voor de wereldeconomie niet hooggespannen. Wereldwijd zal de groei met 2-2,5% naar verwachting eerder nog lager dan hoger uitvallen ten opzichte van 2022. Naar het zich nu laat aanzien, zal vooral Europa het moeilijk krijgen. De gevolgen van de hoge energieprijzen en de mede daardoor sterk gedaalde koopkracht van Europese consumenten maken een recessie in de eerste maanden van 2023 vrijwel onafwendbaar. Marktprijzen voor energie zijn de laatste tijd wel weer gedaald, mede dankzij het tot nu toe relatief zachte winterweer, maar hoe deze zich in 2023 ontwikkelen, blijft de vraag. Dit is mede afhankelijk van hoe de winter van 2023 en natuurlijk de oorlog in Oekraïne verlopen.



## **VS minder kwetsbaar voor energiecrisis dan Europa, maar er zijn wel (politieke) risico's**

De Amerikaanse economie is weliswaar minder kwetsbaar voor hoge energieprijzen dan de Europese economie, maar daar zullen naar verwachting in de loop van 2023 de sterk gestegen rentes bedrijven en consumenten steeds meer parten gaan spelen, terwijl de dure dollar de exportpositie van de VS onder druk zet. Met de (weliswaar krappe) Republikeinse meerderheid in het Huis van Afgevaardigden, kan ook het 'schuldenplafond' van de Amerikaanse overheid op enig moment gaan opspelen, met een mogelijke 'government shutdown' tot gevolg. Voor de derde grote economie, die van China, lijkt het toch nog tamelijk onverwachte loslaten van het 'zero Covid'-beleid in principe gunstig, maar veel zal daarbij wel afhangen van hoe de Chinese autoriteiten zullen omgaan met het sterk oplopende aantal coronabesmettingen, gegeven de lage vaccinatiegraad en de matig ontwikkelde Chinese gezondheidszorg (met name de beperkte beschikbaarheid van IC-bedden in ziekenhuizen). Vooral op korte termijn zal de onzekerheid hierover de Chinese economie nog parten spelen.

Per saldo gaan consensusschattingen er nu vanuit dat vooral westerse economieën in 2023 niet (eurozone, VK) of nauwelijks (VS, Japan) zullen groeien. Bij deze lage verwachtingen is er ook wel enige ruimte voor mogelijke meevallers. Een lagere groeibijdrage uit consumentenbestedingen en bedrijfsinvesteringen kan gedeeltelijk worden gecompenseerd door hogere overheidsuitgaven, bijvoorbeeld in het kader van de energietransitie en defensie. Daarnaast legt de nog altijd lage werkloosheid, zowel in de VS als de eurozone, een bodem onder het vertrouwen van consumenten.



## **Opkomende markten kunnen (op termijn) profiteren van openstelling China en lagere prijzen**

Voor opkomende markten hangt vooral veel af van hoe voedsel- en energieprijzen, de Chinese economie en de Amerikaanse dollar zich zullen ontwikkelen. De recente daling van voedsel- en energieprijzen is in principe gunstig voor de ontwikkeling van de koopkracht in opkomende markten, maar voor sommige landen (met name in het Midden Oosten, Afrika en Rusland) wordt een deel van dit voordeel tenietgedaan vanwege lagere exporten. Wat voedsel betreft, zullen netto-exporteurs van voedsel zoals Brazilië en Argentinië hier last van hebben.

Ook de Amerikaanse dollar is afgelopen paar maanden zwakker geworden, wat in principe gunstig voor de munten van opkomende markten. Dit speelt met name voor opkomende landen met relatief veel schulden in Amerikaanse dollars, zoals Turkije en Indonesië. Voor deze landen is een onverwachts sterkere dollar dan ook een belangrijk risico. Dat geldt ten dele ook voor Latijns Amerikaanse landen, omdat hun centrale banken al eerder beleidsrentes hebben verhoogd en dus minder ruimte hebben om deze verder te verhogen zonder een sterke recessie te veroorzaken.

Een lichtpunt voor, met name Aziatische, opkomende markten zou het opveren van de Chinese economie kunnen zijn, omdat een relatief groot deel van de exporten van deze landen naar China gaat. Echter, dat zal eerder gelden voor de tweede helft van dit jaar dan de eerste helft. Zoals we al aangaven, op korte termijn zouden toenemende coronabesmettingen en de onzekerheid hieromheen de Chinese economie juist parten kunnen spelen. Tenslotte voorzien we een relatief sterke krimp voor Rusland en Oekraïne vanwege het aanhouden van de oorlog.



## **Inflatie volop 'in the picture', aangewakkerd door effecten coronapandemie en oorlog in Oekraïne**

Meer nog dan economische groei, is de inflatie-ontwikkeling de bepalende factor geweest vanuit macro-economisch perspectief. In veel landen is de inflatie in 2022 opgelopen naar de hoogste niveaus in minstens 40 jaar. In juni bereikte de inflatie in de VS een piekniveau van 9,1% jaar-op-jaar. In de eurozone kwam de inflatie nog hoger uit, op 10,6% jaar-op-jaar in oktober. In Nederland werd in september zelfs een piekniveau gehaald van 17,1% jaar-op-jaar. Ook buiten Europa en de VS nam de inflatiedruk in 2022 sterk toe, met Turkije (85% inflatie jaar-op-jaar in oktober) als extreem voorbeeld. Zelfs in Japan, dat al decennia vecht tegen deflatie, is de inflatie inmiddels opgelopen richting 4%. Alleen in China kwam de inflatie, mede door de aanhoudende 'lockdowns' en matige groei, het hele jaar niet boven 3% uit.

De wereldwijd onverwacht sterk toegenomen inflatiedruk is ten dele toe te schrijven aan het prijsopdrijvende effect van 'inhaalbestedingen', gefinancierd uit de tijdens de coronapandemie opgebouwde 'spaarberg'. De andere bepalende factor is de oorlog in Oekraïne, die vooral voor sterk gestegen voedsel- en energieprijzen heeft gezorgd. Voor beide factoren geldt dat deze in 2023 nog niet zijn uitgewerkt, maar de invloed ervan naar verwachting wel snel kan afnemen.

Zo is de spaarquote (de verhouding tussen besparingen en besteedbaar inkomen) in de VS inmiddels afgenomen van een historisch hoogtepunt van 25% tijdens de coronapandemie tot minder dan 3% nu, en daarmee bijna aanbeland op het laagste punt sinds de Tweede Wereldoorlog. Ondertussen zijn ook de energieprijzen sterk gedaald vanaf de hoogtepunten in 2022. De olieprijs is met ongeveer een derde gedaald ten opzichte van het piekniveau vlak na de inval van Rusland in Oekraïne, en de gasprijs zelfs met driekwart vanaf het 'paniekniveau' van eind augustus. Ook de voedselprijzen zijn weer teruggezakt naar de niveaus van een jaar geleden, na eerder in 2022 nog met ruim 30% jaar-op-jaar te zijn gestegen.

### **Inflatiedruk zal in 2023 afnemen, maar niet genoeg om verdere rentestijgingen te voorkomen**

Mede gezien de genoemde factoren én de matige economische groei-vooruitzichten is de verwachting dat de inflatiedruk in 2023 geleidelijk zal afnemen richting 3-4%, zowel in de eurozone als de VS. Een onzekere factor daarbij is wel hoe de 'heropening' van de Chinese economie en het naar de achtergrond verdwijnen van 'supply chain'-problemen de inflatie in 2023 zullen beïnvloeden. Al met al lijkt het aannemelijk dat een Chinese 'heropening' eerder inflatoir zal zijn voor de wereldeconomie dan deflatoir, omdat het inflatoire effect van de Chinese vraag op grondstofprijzen groter zal zijn dan het deflatoire effect van afnemende druk op 'supply chain' bottlenecks. Daarnaast is de vraag hoe zogenaamde 'tweede orde'-effecten zullen doorwerken in de inflatiecijfers, bijvoorbeeld via stijgende lonen en prijsstijgingen in de dienstverlening. Naar verwachting zal ook de zogenaamde 'kerninflatie' (nu 6% in de VS en 5% in de eurozone) in 2023 wel verder afnemen, maar tot hoe ver is lastig in te schatten.

Hoe dan ook is niet de verwachting dat de inflatie in 2023 in de eurozone en/of in de VS alweer in de buurt zal komen van de 2%-doelstellingen van de ECB en de Fed. Daarmee is het ook niet aannemelijk dat beide centrale banken nu al klaar zouden zijn met het verhogen van hun basisrentes. Deze zijn in 2022 weliswaar al scherp verhoogd (in de eurozone van -0,5% naar 2% en in de VS van ca. 0% naar 4,5%), maar de verwachting is dat in ieder geval in het eerste kwartaal nog een of meer rentestappen zullen volgen. Daarbij zijn er wel verschillen tussen de inschattingen van financiële markten en wat centrale bankiers zelf zeggen nog te verwachten qua renteverhogingen. Rentemarkten gaan er nu vanuit dat de Fed bij een basisrente van 5% per einde eerste kwartaal 2023 wel klaar is, en de ECB bij 3,5% in de zomer van 2023. Zowel Fed-voorzitter Jerome Powell als ECB-leden zoals Klaas Knot hebben aangegeven dat rentemarkten met hun inschattingen eerder te laag dan te hoog zitten.



### **Focus centrale banken kan verschuiven van hogere rentes naar 'kwantitatieve verkrapping'**

De vraag is wel of centrale banken bereid zullen zijn de toch al matige economische vooruitzichten verder onder druk te zetten door rentes (te) veel te verhogen, zeker bij een (in lijn met de verwachting) snel afnemende inflatiedruk. Een alternatief voor renteverhogingen zou kunnen zijn dat de Fed en de ECB op enig moment in 2023 meer nadruk gaan leggen op versnelde afbouw van hun balansen, met andere woorden 'kwantitatieve verkrapping' in plaats van de 'kwantitatieve verruiming' van de afgelopen jaren. Centrale banken zouden in dat scenario hun opgebouwde voorraden staatsobligaties in versneld tempo kunnen afbouwen, wat kan leiden tot opwaartse druk op niet alleen korte maar ook lange rentes en daarmee een mogelijk einde aan de huidige vlakke tot zelfs inverse rentecurves.

In feite heeft de centrale bank van Japan, de BoJ, hiervoor al een voorbeeld gesteld, met de recente aanpassing van hun beleid van 'yield curve control'. Onderdeel van dat beleid was om met actief aankoopbeleid de tienjaars rente op Japanse staatsobligaties stabiel rond 0% te houden, maar in december kondigde de BoJ onverwacht aan het 'renteplafond' te verhogen van 0,25% naar 0,5%. Rentemarkten hebben dit opgevat als een eerste stap naar het verder loslaten van het Japanse beleid van 'kwantitatieve verruiming'.



## Financiële markten: voorlopig lijkt nog geen sterke draai in sentiment in zicht

In het laatste kwartaal van 2022 hebben financiële markten zich enigszins hersteld van de opgelopen klappen in de drie kwartalen daarvoor, maar richting jaareinde draaide het sentiment toch weer richting lagere aandelenkoersen en hogere rentes. De belangrijkste aanleiding daarvoor waren uitspraken van centrale bankiers, die aangaven dat het einde aan de renteverhogingen nog niet in zicht is. Het lijkt aannemelijk dat centrale banken, met de Fed en de ECB voorop, in ieder geval in het eerste kwartaal van 2023 nog een of meer renteverhogingen zullen doorvoeren. Voor financiële markten lijkt daarmee een voortzetting van het beeld dat we ook het grootste deel van 2022 hebben gezien het meest waarschijnlijk. Op enig moment in 2023 kunnen snel afnemende inflatiedruk en/of verslechterende economische groeicijfers er wel toe leiden dat er een einde komt aan de steeds maar hogere rentes, maar op korte termijn lijkt dit nog niet aan de orde.

Vooralsnog gaan wij dan ook uit van een basisscenario van (licht) hogere kapitaalmarktrentes, ook al zijn deze in de loop van 2022 al flink opgelopen. Voor aandelen en andere meer risicovolle beleggingscategorieën is een dergelijk scenario niet zonder meer gunstig, zoals ook in 2022 is gebleken. Dat blijft in ieder geval op korte termijn pleiten voor terughoudendheid ten aanzien van bijvoorbeeld aandelen en beursgenoteerd vastgoed. Bedrijfsobligaties zijn relatief dan wellicht een wat 'veiliger' keuze, maar bij verder oplopende rentes rekenen we ook voor deze beleggingscategorie niet op hoge rendementen in de komende tijd.



## 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](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\_0123