



Terugblik

Maart 2022

Hogere rentes en aandelen

Met hogere rentes en overwegend hogere aandelenkoersen in maart zijn financiële markten opvallend snel weer hersteld van de rente- en koersdalingen van direct na de Russische inval in Oekraïne. Aandelen opkomende markten bleven achter en vastgoed ook, mede door de hogere rentes.

In de tweede helft van februari en de eerste week van maart zorgde de oorlog in Oekraïne voor scherpe koersdalingen op aandelenbeurzen. Daarna hebben de meeste beurzen zich echter snel weer hersteld. Over heel maart gemeten behaalde de MSCI Europe-index een rendement van +0,8% en de MSCI North America-index een rendement van zelfs +4,8%. Vooral Aziatische aandelenbeurzen bleven wel achter, met een maandrendement van +0,6% voor de MSCI Asia Pacific-index en een negatief rendement van 1,1% voor de MSCI Emerging Markets-index. Aandelenbeurzen in zowel ontwikkelde als opkomende Aziatische markten hadden last van het 'zero Covid'-beleid van de Chinese overheid en vooral van de herintroductie van 'lockdowns' in diverse grote Chinese (haven-) steden zoals Shanghai en Shenzhen.

Ondanks het koersherstel in maart is 2022 tot nu toe wel een slecht jaar voor aandelenbeleggers, met koersverliezen van 2,5% tot 5% voor de meeste aandelenbeurzen over het eerste kwartaal gemeten. Niet alleen de oorlog in Oekraïne en de 'lockdowns' in China speelden aandelenbeurzen parten, ook inflatie-angst, hogere rentes en de dreiging van nog hogere rentes waren belangrijke redenen voor het slechte beurs sentiment.



In onzekere tijden vormen obligatiemarkten vaak een ‘vluchthaven’ voor beleggers, maar daar was na het begin van de oorlog in Oekraïne maar heel kort sprake van. Begin maart vielen rentes op Europese staatsobligaties even iets terug, maar al snel werd de opwaartse trend van de weken en maanden ervoor weer opgepakt. Zo steeg de rente op een 10-jaars Nederlandse staatsobligatie in de eerste acht weken van 2022 van 0% naar 0,4%, om begin maart even terug te vallen naar 0,2% en vervolgens tot eind maart weer te stijgen naar 0,9%, het hoogste niveau in 6,5 jaar.

Per saldo leverden Europese staatsobligaties in maart een rendement op van -2,4% en over het hele eerste kwartaal van 2022 een rendement van -5,3%, wat voor staatsobligaties uitzonderlijk slecht is. ‘Investment grade’ bedrijfsobligaties presteerden iets minder slecht met een rendement van -1,2%. De meer risicovolle ‘high yield’-bedrijfsobligaties deden het nog iets beter met een rendement van +0,2%. Tenslotte was Europees beursgenoteerd vastgoed de slechtst presterende beleggingscategorie, zowel in maart als in het hele eerste kwartaal, met rendementen van respectievelijk -3,4% en -5,7%.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	03-2022	Q1	2022	12 mnd.
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-2.4%	-5.3%	-5.3%	-6.4%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-1.2%	-5.0%	-5.0%	-5.2%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	0.2%	-4.2%	-4.2%	-2.5%
MSCI Europe Onroerend Goed	-3.4%	-5.7%	-5.7%	2.4%
MSCI Europe Aandelen	0.8%	-5.3%	-5.3%	9.3%
MSCI North America Aandelen	4.8%	-2.5%	-2.5%	20.5%
MSCI Asia Pacific Aandelen	0.6%	-3.6%	-3.6%	-4.2%
MSCI World Developed Mar- kets Aandelen	3.8%	-3.2%	-3.2%	14.9%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-1.1%	-4.7%	-4.7%	-6.2%
EUR/USD	-1.2%	-2.4%	-2.4%	-5.5%

Bron: Bloomberg

Oorlog in Oekraïne: humanitair drama, maar ook economisch rampzalig voor Oekraïne (en Rusland)

Terwijl de wereldeconomie zich aan het begin van 2022 opmaakte voor een jaar van verder groeiherstel, leek de belangrijkste vraag hoe lang de coronapandemie nog een belemmering zou vormen voor dit herstel. Met de verraderlijke inval van Rusland in Oekraïne op 24 februari 2022 is deze vraag volledig naar de achtergrond gedrongen. Inmiddels is wel duidelijk dat de aanvankelijke opzet van het Russische regime om Oekraïne in een 'blitzkrieg' te veroveren is mislukt. Dankzij de taaie weerstand van de Oekraïners, mede geholpen door westerse wapenleveranties, is Rusland er in de eerste weken van de oorlog niet in geslaagd ook maar één stad van belang te veroveren. Het Russische 'plan B' lijkt nu te zijn om met ongerichte bombardementen en beschietingen de Oekraïense bevolking te terroriseren en zo alsnog op de knieën te dwingen, met inmiddels duizenden (burger-) slachtoffers, miljoenen vluchtelingen en verwoeste steden en dorpen als triest gevolg.

Afgezien van het humanitaire drama, heeft de Russische agressie natuurlijk ook een verwoestende invloed op de Oekraïense economie, die net als de meeste andere Europese landen tot de Russische inval juist een sterk herstel doormaakte na de inzinking in 2020 als gevolg van de coronacrisis. Mede dankzij steeds sterker aangezette sancties van westerse landen, staat ook de Russische economie, die tot de oorlog goed was voor ca. 2% van de wereldeconomie, inmiddels onder grote druk. Het valt niet uit te sluiten dat de Russische economie dit jaar met 10-20% krimpt, wat de sterkste neergang zou betekenen sinds het uiteenvallen van de Sovjet-Unie begin jaren '90 van de vorige eeuw. Met een inflatie van nu al 10%, maar die naar verwachting nog veel verder zal oplopen, en een basisrente van inmiddels 20%, dreigt voor de Russische economie een extreme vorm van 'stagflatie'.



‘Stagflatie’ is een risico voor Europa, maar opkomende markten zijn het meest kwetsbaar

Voor de Europese economie als geheel dreigt ook een ‘stagflatie’-scenario als gevolg van de oorlog in Oekraïne, maar vooralsnog is dit eerder een risicoscenario dan het basisscenario. De invloed van de oorlog in Oekraïne op de economie van de eurozone is in eerste instantie het meest merkbaar geweest in sterk gestegen gas- en olieprijsen, die een bedreiging vormen voor de koopkracht van huishoudens en de winstgevendheid van bedrijven. Dit heeft ongetwijfeld negatieve gevolgen voor het vertrouwen van ondernemers en consumenten, maar die zijn tot nu toe nog slechts beperkt zichtbaar in de cijfers. Het Europese consumentenvertrouwen is in maart weliswaar gedaald naar het laagste niveau sinds het dieptepunt van de coronacrisis in het voorjaar van 2020, maar indicatoren voor producentenvertrouwen zijn in maart redelijk stabiel gebleven op nog altijd bovengemiddeld hoge niveaus. Economen hebben de groeiverwachtingen voor de eurozone voor 2022 de afgelopen tijd naar beneden bijgesteld, van ruim 4% een paar maanden geleden naar ca. 3% nu, maar een recessie lijkt voorlopig buiten beeld te blijven. Als de oorlog in Oekraïne zich niet uitbreidt, is op wat langere termijn zelfs een relatief gunstig scenario denkbaar, waarin versnelde overheidsinvesteringen in de energietransitie en hogere defensie-uitgaven juist bijdragen aan een hoger groeitempo dan eerder gedacht.

Afgezien van de Europese economie lijken verschillende opkomende markten het meest kwetsbaar voor een lang aanhoudende oorlog in Oekraïne. Dit geldt dan vooral voor landen die afhankelijk zijn van graaninvoer uit Rusland en Oekraïne, m.n. in Noord-Afrika en het Midden-Oosten. Diverse andere opkomende markten, zoals Latijns Amerika, profiteren juist van de sterk gestegen grondstoffenprijzen. Voor de wereldeconomie als geheel, en zeker voor de Amerikaanse economie en die van de meeste Aziatische landen, lijken de gevolgen van de Oekraïne-crisis per saldo relatief beperkt. Voor de wereldeconomie wordt voor 2022 nog altijd een groei van 4% verwacht, weliswaar minder dan de 5% waar eerder op werd gerekend, maar nog altijd ver verwijderd van bijvoorbeeld de economische krimp van ruim 3% in 2020.

Oorlog in Oekraïne niet de enige bedreiging voor de wereldeconomie: Covid is er ook nog, zeker in China

Door de oorlog in Oekraïne is de coronapandemie als risicofactor voor de wereldeconomie naar de achtergrond gedrongen, maar dat wil niet zeggen dat deze volledig is verdwenen. Het 'zero Covid'-beleid van de Chinese overheid leidt nog altijd tot nieuwe 'lockdowns', zoals recent nog in diverse grote havensteden als Shanghai en Shenzhen. Daarmee blijven ook de verstoringen in 'supply chains', die de wereldeconomie al sinds het begin van de coronacrisis parten spelen, een bedreiging voor het economische groeiherstel vormen. Het is de vraag hoe lang het 'zero Covid'-beleid nog houdbaar is, mede gezien de hoge besmettelijkheid van de 'omikron'-variant van het 'Covid 19'-virus, maar voorlopig lijken de autoriteiten de negatieve economische gevolgen ervan vooral tegen te willen gaan met ruimer begrotings- en monetair beleid, en vast te houden aan de, voor Chinese begrippen overigens relatief bescheiden, economische groei-doelstelling van 5,5% voor 2022.



Europese inflatie naar hoogste niveau in 40 jaar;
Nederlandse inflatie was sinds 1945 niet meer zo hoog
Vooral als gevolg van de coronapandemie is de inflatiedruk sinds begin 2021 wereldwijd sterk opgelopen. De afname van het aantal 'lockdowns' in vooral westerse economieën zorgde voor een sterk vraagherstel, en daarmee hogere prijzen. Tegelijkertijd blijft de aanbodzijde van de wereld-economie, die toch al onder druk stond van de eerder ingezette trend naar 'deglobalisering', in de ban van aanhoudende 'lockdowns' in China. Deze blijven zorgen voor schaarste aan o.a. computerchips en andere essentiële 'inputs'. De verwachting was dat de inflatiedruk in de loop van 2022 geleidelijk zou afnemen, alleen al vanwege basiseffecten, maar door de oorlog in Oekraïne moet deze verwachting steeds meer worden bijgesteld. Zo waren in de aanloop naar de oorlog vooral voedsel- en energieprijzen al flink opgelopen, maar met het begin van de feitelijke vijandelijkheden op 24 februari 2022 zette deze stijging in versterkt tempo verder door. Ter indicatie, de prijs van een vat ruwe Brent-olie steeg in de periode van begin december 2021 tot eind februari 2022 van USD 70 naar USD 100, en vervolgens tot USD 140 in de eerste week van maart 2022. Per ultimo maart was de olieprijs wel weer gedaald richting USD 100 per vat.

Door de genoemde combinatie van factoren is de inflatie in de eurozone inmiddels opgelopen tot 7,5% jaar-op-jaar, het hoogste inflatiepercentage in ruim 40 jaar. De Nederlandse inflatie (volgens EU-maatstaven) bedraagt zelfs bijna 12% jaar-op-jaar. Zo hoog is de inflatiedruk in Nederland sinds 1945 niet meer geweest. Verreweg de belangrijkste bijdrage aan de inflatie wordt geleverd door de stijging van voedings- en energieprijzen. Dit blijkt ook uit de zogenaamde 'kerninflatie', de inflatie excl. de volatiele voedings- en energieprijzen. Die is in de eurozone in maart opgelopen naar 3% jaar-op-jaar, weliswaar nog altijd boven de 2%-inflatiedoelstelling van de ECB, maar wel ruimschoots lager dan de 'headline' inflatie.

Oorzaken van hoge inflatie in Europa anders dan in de VS
Het relatief grote verschil tussen 'headline' en 'kern'-inflatie zien we niet overal terug. Zo is in de VS niet alleen de 'headline' inflatie sterk opgelopen (tot 7,9% jaar-op-jaar in februari), maar is vooral de 'kern'-inflatie (6,4% jaar-op-jaar) aanzienlijk hoger dan in de eurozone. Eén belangrijk verschil tussen de Amerikaanse en de Europese economie is dat de VS meer zelf-voorzienend is op energiegebied, dus minder wordt geraakt door de hoge energieprijzen. Een ander verschil is dat de Amerikaanse arbeidsmarkt krappere is dan de Europese, met een werkloosheid van slechts 3,6%, tegenover 6,9% in de eurozone. De gemiddelde uurlonen stijgen in de VS inmiddels met 5,6% jaar-op-jaar. Dit is nog steeds minder dan de prijsstijgingen, maar niet veel minder. In de eurozone is de opwaartse loondruk beperkter, waardoor het risico van een 'loon-prijsspiraal' hier ook lager is dan in de VS.

De verwachting van economen, en ook van bijvoorbeeld de ECB, is nog altijd dat de inflatiedruk de komende tijd zal afnemen. Zo gaat de ECB voor 2022 uit van een gemiddelde inflatie van 5%. In 2023 zou de inflatiedruk verder moeten afnemen richting de inflatiedoelstelling van de ECB van 2%. Dit veronderstelt dan wel dat de oorlog in Oekraïne niet lang aanhoudt, dat voedings- en energieprijzen snel zullen dalen vanaf de huidige niveaus en dat niet alsnog een loon-prijsspiraal optreedt.

Renteverhogingen in de VS zijn een zekerheid, maar wat gaat de ECB doen?

Met de combinatie van nog altijd bovengemiddelde economische groei, een krappe arbeidsmarkt en sterk oplopende inflatie is het wel duidelijk wat de Amerikaanse centrale bank, de Fed, te doen staat, namelijk de rente verhogen. Na de versnelde afronding van het programma van kwantitatieve verruiming ('QE') in het afgelopen kwartaal en een eerste rentestap in maart (de eerste renteverhoging in ruim 3 jaar) is nu de vraag vooral hoe snel en tot hoever de Fed de basisrente zal verhogen. De marktverwachting wat dat betreft is het afgelopen kwartaal sterk bijgedraaid. Er wordt nu rekening gehouden met nog 7-8 rentestappen van de Fed tot eind 2022, waarmee de basisrente (nu 0,5%) zou uitkomen rond 2,5%. In de loop van 2023 zou de rente dan verder worden verhoogd, tot boven 3%. De bestuursleden van de Fed zijn wat voorzichtiger, en gaan er nu zelf vanuit dat de basisrente eind 2022 rond 2% uitkomt, en daarna in de loop van 2023 (en 2024) zal stabiliseren rond 2,75%.



Vergeleken met de Fed bevindt de ECB zich in een lastiger pakket. De inflatiedruk is in de eurozone minstens zo hoog als in de VS, maar wordt veel meer dan in de VS gedreven door de 'aanbodschok' van hoge voedsel- en energieprijzen. Zolang de lonen de stijgende prijzen niet bijhouden, hebben deze een drukkend effect op de koopkracht van Europese consumenten en daarmee potentieel op de economische groei. Een lang aanhoudende of zich verder uitbreidende oorlog in Oekraïne zou de Europese economie nog verder onder druk kunnen zetten. Een aanvullend probleem is dat de inflatiedruk binnen de eurozone sterk uiteen loopt, van ca. 5% in Frankrijk en 7-8% in Duitsland en Italië tot ruim boven 10% in Nederland en een aantal Oost-Europese landen.

Net als de Fed in de VS, heeft de ECB inmiddels aangekondigd het lopende 'QE'-programma in versneld tempo af te bouwen. Dat schept ruimte om nog dit jaar één of meer renteverhogingen door te voeren. De rentemarkt rekent inmiddels op twee renteverhogingen door de ECB vóór eind 2022, en dat is ook waar bijv. Klaas Knot op lijkt aan te willen sturen. Daarmee zou de Europese basisrente voor het eerst sinds 2014 weer op 0% uitkomen. De onzekerheid over het te verwachten rentepad is hier wel groter dan in de VS, vanwege de tegenstrijdige economische signalen, de grote verschillen tussen landen binnen de eurozone en het onbekende verdere verloop van de oorlog in Oekraïne en de gevolgen daarvan voor de Europese economie.

Hogere rentes en grote onzekerheid pleiten voor terughoudende positionering beleggingsportefeuilles

Het begin van de oorlog in Oekraïne in de laatste week van februari zorgde voor een kortstondige periode van verhoogde volatiliteit op financiële markten, met dalende aandelenkoersen en dalende rentes op markten voor staatsobligaties. In de loop van maart keerde het sentiment alweer, en werden de koers- en rentedalingen van de eerste weken na de Russische invasie weer ongedaan gemaakt. De rentestijgingen van de laatste tijd zijn goed verklaarbaar uit de sterk verhoogde inflatiedruk en de verwachting van snellere monetaire verkrapping dan eerder gedacht, maar het snelle koersherstel van aandelen en andere 'risico'-beleggingscategorieën lijkt overdreven. Het risico van een langer aanhoudende of zich verder uitbreidende oorlog in Oekraïne lijkt reëel, met mogelijk ook langer hoog blijvende olie- en gasprijzen, zeker als Rusland of de EU zou besluiten om de Russische gaskraan dicht te draaien, dreigende voedseltekorten en verdere aanscherping van de sancties tegen Rusland.

Naast de oorlog in Oekraïne vormen ook de hernieuwde 'lockdowns' in China en de verwachte serie renteverhogingen door de Fed in de VS hindernissen voor de wereldeconomie, die op financiële markten aanleiding kunnen zijn voor verhoogde volatiliteit of zelfs instabiliteit. Er is op dit moment geen aanleiding om ervan uit te gaan dat de wereldeconomie in een recessie zal wegzakken, zoals in het voorjaar van 2020, maar de huidige onzekerheid biedt ook weinig aanleiding voor een al te optimistische beleggingsvisie. We handhaven daarom onze neutrale visie op aandelen, beursgenoteerd vastgoed en bedrijfsobligaties. De hoge inflatiedruk en de

toegenomen kans op snellere en meer renteverhogingen, zowel door de ECB als de Fed, bieden nog wel ruimte voor hogere rentes op staatsobligaties. Dat pleit nog altijd voor het aanhouden van een bovengemiddelde cash positie en een onderweging van staatsobligaties, maar aangezien rentes de afgelopen maanden al behoorlijk zijn opgelopen, geldt hiervoor dat een minder uitgesproken positionering passend lijkt.

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.

ASR Vermogensbeheer N.V.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asr.nl

57552_0422