

Marktupdate

Juli 2023

Zomer op de beurs?

Juli is redelijk goed geweest voor financiële markten. Europese en Amerikaanse aandelen zijn afgelopen maand gestegen met ruim 2%, voor een deel gedreven door aandelen die naar verwachting gaan profiteren van de 'buzz' rondom kunstmatige intelligentie en voor een deel door beter dan verwachte macro-economische cijfers. Aandelen van opkomende markten deden het beter (5%) dan die van ontwikkelde markten (2%), al is dat deels een inhaalslag van zwakke rendementen in eerdere maanden. Die inhaalslag speelde nog meer bij beursgenoteerd vastgoed, de duidelijke 'winnaar' van juli qua rendement. Beursgenoteerd vastgoed heeft geprofiteerd van dalende inflatie in ontwikkelde landen, beter dan verwachte macro-economische cijfers (met name uit de VS) en een positief sentiment op financiële markten. Datzelfde positieve sentiment speelde staatsobligaties parten, die daalden met 0,2%, terwijl de wat riskantere bedrijfsobligaties profiteerden met een rendement van 1%.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

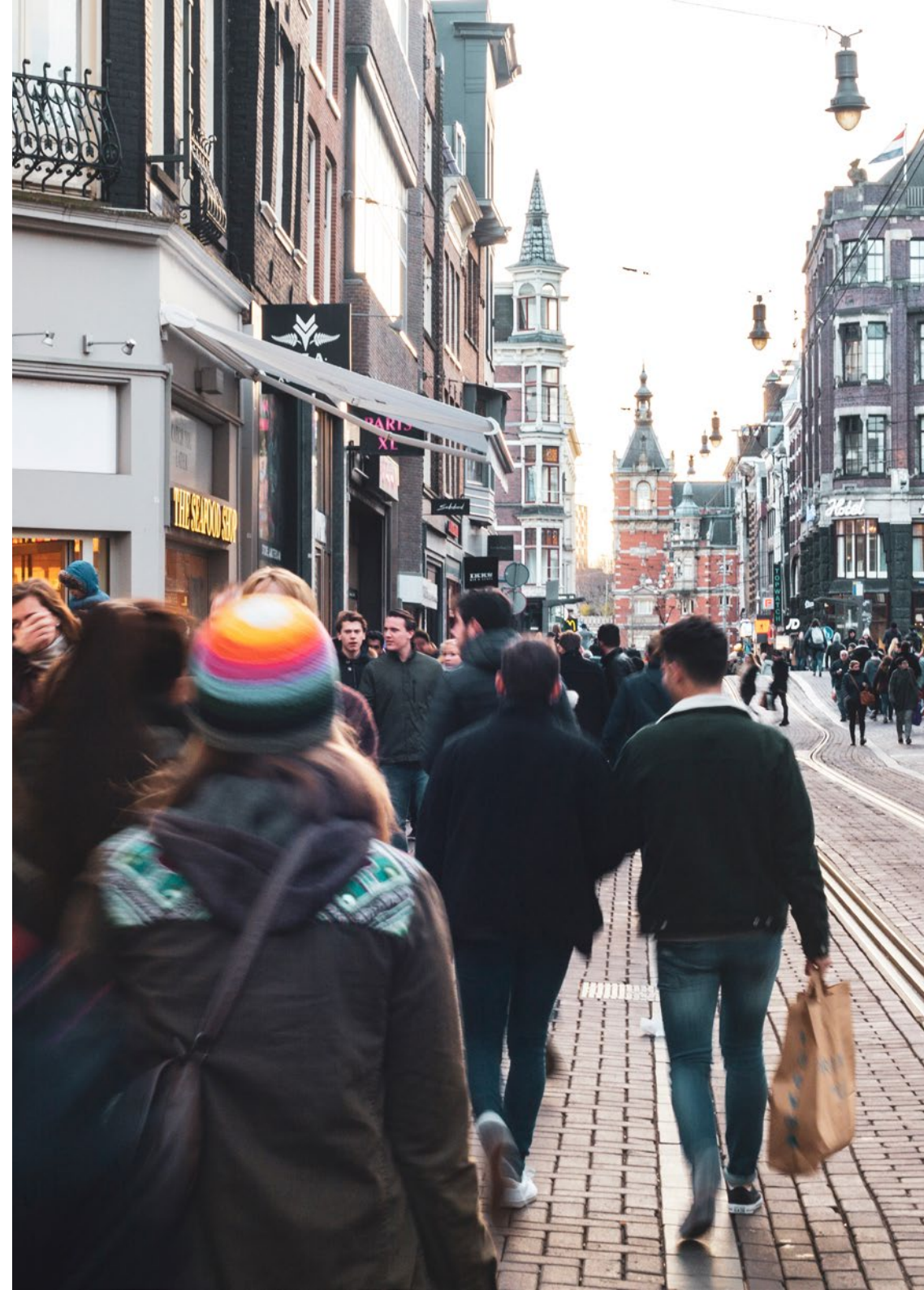
Rendementen (total return, in euro's)	juli	Q3	2023	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-0.2%	-0.2%	2.4%	-8.7%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	1.1%	1.1%	3.3%	-3.4%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	1.1%	1.1%	5.6%	5.0%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	8.8%	8.8%	-2.4%	-24.7%
MSCI Europe Aandelen	2.0%	2.0%	13.3%	10.6%
MSCI North America Aandelen	2.2%	2.2%	16.8%	3.9%
MSCI Asia Pacific Aandelen	3.6%	3.6%	8.0%	1.2%
MSCI World Developed Markets Aandelen	2.1%	2.1%	14.2%	3.3%
MSCI Emerging Markets Aandelen	5.0%	5.0%	8.1%	0.3%
EUR/USD	1.2%	1.2%	3.1%	8.0%

Bron: Bloomberg

Economische cijfers zijn beter dan verwacht

Macro-economische cijfers van de VS en de eurozone vielen de afgelopen tijd overwegend mee. Zo is de Amerikaanse economie in het tweede kwartaal gegroeid met 2,4% op jaarbasis, een stuk beter dan de consensus verwachting van 1,8%. De groei is met name gedreven door een stijging van investeringen (8%) en deels door diensten (2%). Ook lijkt de banenmarkt in Amerika niet snel af te koelen. Zo zijn er in juli 187 duizend banen buiten de agrarische sector bijgekomen. Dat is minder dan verwacht (200 duizend) maar niet veel minder. Andere indicatoren van de Amerikaanse banenmarkt zijn juist sterk. Uurlonen groeien nog steeds redelijk hard (4,4% jaar-op-jaar) en de werkloosheid is nog steeds historisch laag (3,5%).

Ook binnen de eurozone vielen economische cijfers mee, hoewel in minder sterke mate dan in de VS. De eurozone economie is in het tweede kwartaal gegroeid met 0,6% jaar-op-jaar, iets beter dan de consensus verwachting van 0,5%. Wel is dat voor een groot deel toe te schrijven aan Ierland (waar de economie met 2,8% is gegroeid), terwijl een veel grotere economie als Duitsland juist kromp (met 0,1%). Volgens de consensusverwachtingen van economen op Bloomberg gaat de economie van de eurozone met 0,5% groeien dit jaar, een stuk minder hard dan die van Amerika (1,6% volgens dezelfde Bloomberg consensus) maar wel positief.



China: komt de overheid met nieuwe stimulus?

Met de Chinese economie gaat het minder goed, daar blijft het economisch herstel tegenvallen. Zo is de economische groei afgenomen naar 0,8% kwartaal-op-kwartaal, vergeleken met 2,2% in het eerste kwartaal. Ook zijn exporten sterk gekrompen (12% jaar-op-jaar), groeien huizenprijzen nog steeds niet (0% in juni) en is de groei van detailhandelsverkoop gezakt naar 3% jaar-op-jaar. Verder is een vooruitkijkende maatstaf zoals de 'Caixin Manufacturing PMI' onder de 50 gezakt (49,2 in juli), hoewel voor diensten het beeld wat beter is (de 'Services PMI' kwam voor juli hoger uit op 54,1).

Als gevolg van de zwakke economische cijfers en een dalende inflatie in China (slechts 0% jaar-op-jaar in juni) zijn onlangs maatregelen aangekondigd om de economie te stimuleren. Toch lijkt de Chinese overheid minder bereid te zijn haar economie te steunen dan het voorheen heeft gedaan. De Chinese centrale bank heeft bijvoorbeeld haar beleidsrentes verlaagd, maar met een relatief kleine 0,1% en de maatregelen om de kwakkelende vastgoedsector te steunen (o.a. met soepelere leningsvoorwaarden voor vastgoedontwikkelaars) zijn relatief beperkt tot nu toe.

Het is duidelijk dat de initiële groeispurt van China na haar heropening voorbij is. Volgens de verwachtingen van economen zal de Chinese economie dit jaar nog steeds met ruim 5% zal groeien. Toch is dat een domper voor de wereldeconomie. Want de economie van China is dusdanig groot dat voor elke procentpunt groei die China mist de wereldeconomie met ongeveer 0,3% minder groeit. Dat betekent ook wat voor landen in de eurozone, Duitsland bijvoorbeeld is relatief afhankelijk van China als afzetmarkt.



Inflatie daalt maar kerninflatie daalt amper

In de eurozone is de 'headline' inflatie in juli gedaald naar 5,3% jaar-op-jaar, voor een belangrijk deel omdat energieprijzen zijn gedaald met 6%.

De kerninflatie (de minder volatiele inflatie, waar de ECB vooral naar kijkt) is echter gelijk gebleven op 5,5% en is nu boven de 'headline' inflatie, zoals we eerder hebben gezien in de VS. Er is dus nog steeds opwaartse druk op prijzen, met name de prijzen van diensten stijgen nog steeds hard (5,6% jaar-op-jaar in juli). Ook de werkloosheid blijft op een historisch laag niveau (6,4% in juni), wat geen reden geeft om aan te nemen dat de kerninflatie in de eurozone op korte termijn zal dalen.

Samengenomen geeft dit aan dat de ECB voorlopig door zal gaan met het verhogen van haar beleidsrentes, maar mogelijk dus ook meer dan financiële markten momenteel inschatten. Als financiële markten het nieuwe (hogere) pad van beleidsrentes van de ECB 'beprijzen', lijkt een correctie op financiële markten dan ook aannemelijk. Voor de VS geldt iets vergelijkbaars. Daar is de headline inflatie ondertussen gedaald naar 3% jaar-op-jaar in juni, maar ligt de kerninflatie een stuk hoger (4,8%). Wel moet gezegd worden dat het gat tussen wat financiële markten verwachten aan renteverhogingen en wat centrale banken communiceren is verkleind de afgelopen maanden.



Amerika verliest haar AAA status

Naast het macro-economische nieuws viel op dat kredietbeoordelaar Fitch de kredietwaardigheid van Amerikaanse staatsobligaties een trede heeft verlaagd, van AAA naar AA+, deels omdat Fitch verwacht dat de Amerikaanse overheidsschuld verder gaat stijgen, van het al hoge niveau van 118% van BBP, en deels omdat spanningen tussen Democraten en Republikenen voor onzekerheid zorgen wat betreft de lopende begrotingsonderhandelingen. Echter, dit zijn overwegingen die al door obligatiebeleggers zijn meegenomen. Amerikaanse (10-jaars) staatsobligaties reageerden dan ook niet sterk op het nieuws, het rendement daarop steeg met 0,1% op de dag na de bekendmaking. Dat is in historisch perspectief niet bijzonder. Lange termijn beleggers zullen Amerikaanse staatsobligaties, in ieder geval wat betreft de kans van wanbetaling, dan ook blijven zien als een van de veiligste beleggingen. Het IMF verhoogt groeiraming maar ziet veel beren op de weg

De beter dan verwachte economische groeicijfers komen ook terug in de recent uitgekomen World Economic Outlook (WEO) van het IMF. Daarin heeft het IMF haar vooruitzichten voor de groei van de wereldeconomie voor 2023 met 0,2% naar boven bijgesteld (naar 3%). Let wel, dat is in historisch perspectief alsnog laag. Bovendien waarschuwt het IMF ervoor dat haar ramingen de komende maanden eerder naar beneden bijgesteld kunnen worden dan naar boven.

Zo waarschuwt het IMF ervoor dat monetair beleid in veel landen nog steeds verkrappend is en het effect van de eerdere renteverhogingen deels nog doorwerken in de reële economie. Gegeven de hardnekkig hoge



kerninflatie in veel westerse landen valt te verwachten dat daar op korte termijn geen einde aan komt. Op termijn kunnen de hogere rentes die horen bij dit verkrappende monetaire beleid weer tot instabiliteit bij financiële instellingen zorgen, met een herhaling van gevallen als Silicon Valley Bank tot gevolg. Ook bestaat er een kans op verdere inflatieschokken. Onder andere vanuit de geopolitieke hoek zoals de oorlog in Oekraïne (als bijvoorbeeld de graanproductie in Oekraïne sterk wordt geraakt) en de spanningen tussen China en Taiwan (die de productie van computerchips kan raken), maar ook door natuurlijke oorzaken zoals 'El Nino'. Verder zou inflatie naar boven kunnen verassen als lonen blijven stijgen en een loon-prijs spiraal uitlokken, hoewel dat tot nu beperkt is gebleven.

Een andere interessante waarschuwing van het IMF komt uit een andere hoek. Er is namelijk een duidelijk verschil in zowel Europa, de VS en China tussen diensten en goederen. De dienstensector draagt de economische groei terwijl de productie van goederen juist tegenvalt. Dat is onder andere goed te zien in de Purchasing Manager Indices (PMIs). De zogenaamde 'manufacturing PMIs' staan al maanden onder de 50 (wat economische krimp aangeeft) terwijl de 'services PMIs' boven de 50 staan (wat economische groei aangeeft).

Voor een belangrijk deel is dit een na-ijl effect van de corona crisis. Toen gingen mensen noodgedwongen minder diensten consumeren (diensten zoals uit eten gaan konden niet geconsumeerd worden omdat er lockdowns waren). De goederen sector profiteerde daarvan, en daardoor ook China (dat veel goederen exporteert). Dat proces is de laatste maanden weer

omgekeerd, met als gevolg een sterkere stijging in de vraag naar diensten dan naar goederen. Echter, nu dat de correctie heeft plaatsgevonden en de vraag naar diensten terugkeert naar pre-corona niveaus, lijkt een sterke verdere verschuiving naar diensten minder waarschijnlijk. Dat betekent dat in de komende maanden de groei van diensten (en daarmee economische groei) nog wel eens tegen kan vallen. Daarnaast lijkt het aannemelijk dat de spaaroverschotten van consumenten uit de coronatijd deels opraken en deels zijn uitgehold door inflatie, wat betekent dat consumenten de komende maanden minder te besteden hebben.

Het IMF stelt wel dat er natuurlijk ook positieve verrassingen zouden kunnen zijn. Zo zou inflatie harder kunnen dalen dan verwacht, zou de overheidsstimulus in China groter kunnen zijn dan verwacht en zou er een de-escalatie van de oorlog in Oekraïne kunnen zijn. Maar vooralsnog zijn er meer dingen die mis kunnen gaan dan goed. Dan lijkt voorzichtigheid gepast.

Eén zwaluw maakt geen zomer

Economische groei lijkt tot nu toe positief te verrassen en inflatie daalt in zowel de VS als in Europa. Maar het is verre van zeker dat nu de tijd is om weer risico te nemen in de portefeuille. Het monetaire beleid van de meeste centrale banken is nog steeds verkrappend, kerninflatie blijft hoog, de oorlog in Oekraïne duurt helaas voort, en o.a. aandelen lijken veel van het goede nieuws al te hebben ingeprijsd. Met dat laatste in het achterhoofd lijkt de kans op tegenvallers groter dan de kans op meevallers.

Waar ook rekening mee gehouden moet worden is dat de meevallende economische cijfers slecht nieuws zijn voor inflatie, met name kerninflatie zal langer hoog kunnen blijven als de economie niet hard genoeg afkoelt. Het gevolg is dat centrale banken hun rente meer zouden kunnen verhogen en/of langer hoog kunnen houden dan financiële markten momenteel verwachten. En dat is weer slecht voor riskante beleggingscategorieën.

Al met al zijn de korte termijn vooruitzichten voor riskante categorieën niet bijzonder positief, en met een grote kans op stijgende korte rentes geldt dat (in mindere mate) ook voor bedrijfs- en staatsobligaties. De combinatie van zwakke economische vooruitzichten en redelijk sterk opgelopen aandelenkoersen pleiten voor een onderweging van aandelen. Staatsobligaties zouden een alternatief kunnen zijn, maar omdat er nog steeds een redelijke kans is dat inflatie (en daarmee lange nominale rentes) langer hoog blijft is de aantrekkelijkheid van staatsobligaties als alternatief niet bijzonder hoog. Dezelfde zwakke economische vooruitzichten en het vooruitzicht van hogere korte rentes pleiten voor een overweging van cash.



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, 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