



Kwartaalvisie

Jackson Hole

Nieuwsbrief. Nummer 49, oktober 2022.



**Stroeve
Lemberger**

Staan voor uw vermogen



Geachte relatie,

Het derde kwartaal was een onrustig kwartaal op de financiële markten. Tussen medio juni en medio augustus stegen de aandelenkoersen en daalden de kapitaalmarktrentes. Even leken de zorgen van beleggers over de hoge inflatiecijfers, de renteverhogingen en de impact daarvan op de economie te zijn verdwenen. In de tweede helft van augustus draaide het beeld op de financiële markten. De speech van Fed president Powell in Jackson Hole, Wyoming, waar de foto op de voorpagina naar verwijst, was een belangrijk moment. Tijdens de jaarlijkse meeting van de Fed in dit Amerikaanse wintersport- en recreatieoord maakte Powell duidelijk dat de Fed voorlopig door zou gaan met het verhogen van de rente om de inflatie te beteugelen. De verwachtingen dat de Fed in 2023 renteverlagingen zou doorvoeren, bleken te optimistisch. Zowel in de aandelen- als obligatiemarkten was de reactie stevig: aandelenkoersen daalden en rentes liepen verder op. Naast de Fed verhoogden ook verschillende andere centrale banken, waaronder de ECB, de rente in het derde kwartaal.

Niet alleen rente- en recessievrees houdt de markten bezig. Ook de oorlog in Oekraïne, de hoge energieprijzen en sterke afkoeling van de Chinese economische groei zijn factoren die impact hebben op de financiële markten. De vrees dat de renteverhogingen leiden tot een afkoeling van de groei van de economie is inmiddels voor een belangrijk deel in de aandelenkoersen verwerkt. De vraag is hoe sterk de groei afzwakt en wat dit met de winsten doet van het bedrijfsleven. De komende kwartalen zal dit duidelijk worden, waarbij we er rekening mee houden dat de kans op een recessie in Europa groter is dan voor de VS. En mocht er sprake zijn van een recessie, dan zal dit waarschijnlijk een milde recessie zijn omdat we nog steeds te maken hebben met een krappe arbeidsmarkt.

Hoewel het nog steeds onrustig is in de markten en de komende kwartalen uitdagend zullen zijn, is het goed om te realiseren dat aandelen- en obligatiebeleggers vooruit kijken naar wat gaat komen. Tijdens een recessie kijken beleggers vooruit en wordt er veelal geanticipeerd op een herstel. In de komende kwartalen hopen we tekenen te gaan zien dat de inflatie afzwakt, mede door lagere grondstoffenprijzen en de doorgevoerde renteverhogingen. En als daarmee ook meer duidelijkheid komt over het te volgen rentepad van de centrale banken, zal dit de markten ook helpen. Het perfect timen van de markten is weinigen gegeven. Wij houden daarom vast aan het aloude adagium: "it's not about timing the market, but about time in the market".

Wij nemen u graag mee in onze visie op de ontwikkelingen op de financiële markten.

David van der Zande
Directeur

Stroeve Lemberger Kwartaalvisie, oktober 2022



Een hoopvolle opleving in de zomer zette de aandelenmarkten fors hoger. De MSCI World steeg met meer dan 10% en de kapitaalmarktrentes daalden. In augustus kantele het beeld en vielen de financiële markten opnieuw terug. Centrale banken verhoogden in navolging van de Fed opnieuw de rentetarieven om de hoge inflatie aan te pakken. Meevallende bedrijfsresultaten konden de vrees voor een recessie niet keren.

Renteverhogingen

Het derde kwartaal van 2022 werd gekenmerkt door een sterk wisselend sentiment op de financiële markten. Aanvankelijk reageerden de aandelenmarkten positief op het rentebesluit van de ECB in augustus om de geldmarktrente met driekwart procentpunt te verhogen. Op deze initiële positieve reactie volgde na verloop van tijd een nieuwe correctie. De aandelenmarkten reageerden met waardedalingen op de reeks van renteverhogingen door de centrale banken om de inflatie te beteugelen en de economische groei te laten afkoelen. De ECB had in juli de beleidsrentes al met 50 basispunten verhoogd. Terwijl de Federal Reserve eerder startte met het verhogen van de beleidsrente als reactie op de fors oplopende inflatiecijfers, wachtte de ECB tot eind juli met het doorvoeren van de eerste renteverhoging. De ECB startte de reeks renteverhogingen vanaf een depositotarief van -0,50%, terwijl deze na de renteverhoging in september inmiddels op 0,75% staat. In de termijnmarkt voor het geldmarkt-tarief is de verwachting terug te zien dat de ECB tot medio 2023 in een aantal stappen de rente naar 3,0% zal verhogen. Beleidsmakers van de ECB hielden lange tijd vol dat ze verwachtten dat de inflatie tijdelijk van aard was en ook weer zou afzwakken. Vanwege de oplopende energie- en voedselprijzen en prijsstijgingen die zich breder in de economie nestelden, moest de ECB haar visie bijstellen. De extreem lage rente van de afgelopen jaren was bedoeld om de inflatie aan te jagen. Met enig cynisme zou je kunnen stellen dat dit inmiddels beter gelukt is dan men had gehoopt. De oorzaken van de inflatie zijn vooral gelegen in ontwikkelingen aan de aanbodzijde van de economie, onder andere de hoge olie-, gas- en elektriciteitsprijzen. De monetaire autoriteiten hebben naar verwachting niet direct heel veel invloed op deze prijsontwikkelingen. De hoge inflatie is echter wel een goede reden om snel weer richting normale renteniveaus te gaan.

Zoals wij in onze vorige Kwartaalvisie in juli uiteen hebben gezet, hebben ook wij de ontwikkeling van de inflatie in 2022 onderschat. Dat Rusland daadwerkelijk een oorlog in Oekraïne zou beginnen, had vrijwel niemand onderkend. Daarmee hebben wij ook onderschat hoe snel rentes opliepen en centrale banken overstapten op een verkrappend monetair beleid met alle gevolgen van dien voor de obligatie- en aandelenmarkten.

Bear-market rally

De rally van de aandelenmarkten van de afgelopen zomer bleek een bear-market rally. De voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, Jerome Powell, liet tijdens de jaarlijkse conferentie van centrale bankiers in het Amerikaanse Jackson Hole weten dat de hardnekkige en torenhoge inflatie hard bestreden moest worden met renteverhogingen. Powell waarschuwde dat de uitvoering van dit monetaire beleid niet pijnloos zou gaan en dat een recessie voor lief zou worden genomen. Bovendien zou de centrale bank voorlopig nog niet klaar zijn met het verkrappende beleid. Veel beleggers hadden erop gerekend dat de Fed, vanwege de dreigende recessie in de VS en Europa, niet te hard en te lang op het monetaire rempedaal zou trappen. Na één stap van 50 basispunten en twee van 75, bevond de beleidsrente van de Fed in juli zich in een bandbreedte tussen 2,25% en 2,50%. In die maand trokken de markten zich maar weinig aan van de hogere beleidsrente. De gedachte had post gevat dat de Fed door een economische teruggang uiteindelijk weer het monetaire beleid zou versoepelen. Veel beleggers gingen er nog steeds vanuit dat de inflatie niet hardnekkig zou zijn omdat de geldontwaarding voornamelijk werd veroorzaakt door de naweeën van de coronapandemie. Als eenmaal de ernstige verstoring van de aanvoerketens achter de rug zou zijn, zouden de prijsniveaus ook wel weer gaan dalen.

Economische Groei en Inflatie (in procenten)

		Euro-zone	VK	VS	Japan	Latijns-Am.	Oost-Europa	China	Azië ex Japan
Reële BBP	2019	1,6	1,7	2,3	-0,4	1,3	2,7	6,0	5,4
	2020	-6,1	-9,3	-3,4	-4,7	-6,1	-2,6	2,2	1,3
	2021	5,2	8,3	5,7	1,8	6,3	5,2	8,1	5,6
	2022	2,9	3,5	1,6	1,6	2,8	3,7	3,4	3,5
	2023	0,3	-0,2	0,9	1,5	2,8	3,7	5,1	5,0
CPI (Inflatie)	2019	1,2	1,8	1,8	0,5	9,5	5,9	2,9	2,6
	2020	0,3	0,9	1,2	0,0	2,8	4,9	2,5	2,6
	2021	2,6	2,6	4,7	-0,3	11,2	7,3	0,9	1,7
	2022	8,2	9,1	8,0	2,1	8,8	5,7	2,3	2,8
	2023	5,0	6,5	3,8	1,4	8,8	5,7	2,3	2,9

Bron: Bloomberg, Consensus, eind september 2022

Renteverwachtingen bijgesteld

In juli leken de inflatiecijfers in de VS het kantelpunt te hebben bereikt. Hoewel de inflatie in juli wel enigszins daalde, van 8,5% naar 8,3%, kwam het inflatiecijfer opnieuw boven de verwachtingen uit. In reactie op de uitspraken van de Fed-president en de gerapporteerde inflatiecijfers, daalden aandelenmarkten opnieuw en liepen de rentes fors op. In september verhoogde de Fed de geldmarktrente voor de derde achtereenvolgende keer met 75 basispunten. Belangrijker nog, de beleidsmakers van de Fed stelden de renteverwachtingen fors omhoog bij. Dat was te zien in de zogenaamde 'dot plot', de puntenwolk van de individuele verwachtingen van de leden van de beleidsbepalende commissie van de Fed. Deze renteverwachtingen waren hoger dan veel analisten hadden voorzien en de niveaus die de markten hadden ingeprijsd. Wederom reageerden de aandelen- en obligatiemarkten met koersdalingen. Op de aandelenbeurzen werd vrijwel geen enkele sector gespaard.

Dollar als vluchthaven

Terwijl kapitaalmarktrentes in juni en juli waren gedaald, zijn deze sinds begin augustus weer sterk opgelopen. Het tekent enerzijds de twijfel in de markt over de invloed van inflatie, het rentebeleid van centrale banken en de afnemende economische activiteit op de renteniveaus. Anderzijds toont het ook aan dat beweeglijkheid in de obligatiemarkten hoog is. Wij houden er rekening mee dat kapitaalmarktrentes de komende tijd verder kunnen oplopen. De rente op 10-jarige Nederlandse staatsleningen steeg dit jaar van een negatieve effectieve rente van 0,04% naar meer dan 2,3% positief in september. De rente op 10 jarige Amerikaanse Treasuries steeg van 1,5% naar meer dan 3,7%, het hoogste niveau sinds 2010. Wat mede van invloed is, is het beëindigen van de aankoopprogramma's van obligaties door de centrale banken door aflossingen niet automatisch te herbeleggen in nieuwe obligatieleningen. Diversificatie bleek het afgelopen kwartaal geen soelaas te bieden. Met de sterk stijgende rentes daalden de obligatiekoersen en ook de premies op bedrijfsleningen, de 'spreads', liepen op vanwege de dreigende recessie. Desalniettemin is het aantal faillissementen nog steeds heel laag. De beursgenoteerde multinationals hebben veel minder last van de stijgende rente en de inflatie dan het midden- en kleinbedrijf. De Amerikaanse dollar is dit jaar opnieuw een vluchthaven gebleken op de internationale valutamarkt, maar ook de relatief hoge rente op de Amerikaanse geld- en kapitaalrente stuwt de dollar op.

Grondstoffenprijzen dalen

Grondstoffenprijzen daalden als gevolg van de wereldwijde vrees voor een recessie en de vraaguitval door de aanhoudende lockdowns in China. De vastgoedcrisis en de stilgevallen bouwactiviteit in China is eveneens een factor die de grondstoffenprijzen onder druk zetten. Met uitzondering van gas- en elektriciteitstarieven in Europa en de prijs van nikkel, daalden de grondstoffenprijzen. Ook die van olie. Eind september stond zelfs de goudprijs op het laagste niveau in meer dan twee jaar. De prijs daalde naar ca. 1.650 dollar per troy ounce. Ook andere edelmetalen als zilver, platina en palladium daalden in prijs. De goudprijs schoot eerder dit jaar, door de oorlog in Oekraïne en de onrust op de financiële markten, nog omhoog en leek in maart af te koersen op meer dan 2.000 dollar.

Vorraden nemen toe

Het is dit jaar bijzonder moeilijk gebleken het verloop van economische variabelen goed in te schatten. Het tekort aan onderdelen, zoals chips voor de auto-industrie, is pijlsnel omgeslagen naar te hoge voorraden. Veel bedrijven hebben teveel besteld bij toeleveranciers om maar te kunnen leveren aan hun afnemers. Zij blijven nu met te hoge voorraden zitten. Om van die voorraden af te komen, zullen zij de prijzen moeten verlagen en dat zal ook de inflatie wat gaan dempen. In veel sectoren lopen de prijzen echter toch op vanwege de zeer krappe arbeidsmarkt en de doorberekening van de hogere loonkosten. Dat zien we onder meer in de dienstensector. De hoge inflatie zet potentieel de marges van bedrijven onder druk. Desalniettemin bleef het aantal winstwaarschuwingen aan het einde van het derde kwartaal nog beperkt. Dit aantal was hoger dan het voorafgaande jaar, maar lager dan aan het einde van het tweede kwartaal. Met het afgeven van prognoses houden wel veel ondernemingen slagen om de arm.

Groei van de winst per aandeel in de verschillende regio's (in procenten)

	2019	2020	2021	2022	2023
USA	0,7	-8,5	52,2	7,4	8,2
Europa	0,5	-27,2	69,4	16,5	2,6
Japan	-24,0	4,5	39,0	14,1	5,7
Azië-Pac, ex-Japan	-4,5	5,2	56,7	4,3	7,3

Bron: Citi Research, MSCI, Worldscope, FactSet estimates, bottom-up, consensus, september 2022.
Gebaseerd op bedrijven in de MSCI-indices.

Kans recessie Europa groter dan VS

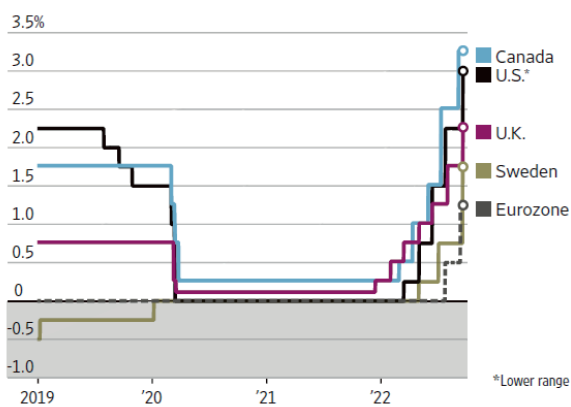
De sterk gestegen inflatie tast de koopkracht van consumenten aan. Het is dan ook niet vreemd dat het consumentenvertrouwen in de VS en Europa in de eerste negen maanden van dit jaar zeer sterk is gedaald. Toch zagen we dit jaar dat de consumptieve bestedingen op peil bleven, vooral door de inhaalslag na de coronapandemie. Veel consumenten beschikten nog over opgelopen spaarsaldi. De inflatie en de daarmee gepaard gaande onzekerheid, alsmede de renteverhogingen door centrale banken om de inflatie te beteugelen, remmen wereldwijd de economische groei. De recessiekans wordt door bankeconomen gemiddeld ingeschat op 50% voor de Amerikaanse economie en op 72,5% voor Europa. Een recessie wordt gedefinieerd als een periode van minimaal twee achtereenvolgende kwartalen met economische krimp. Een recessie gaat veelal gepaard met een sterke terugval van de consumptieve bestedingen, bedrijfsinvesteringen en een sterk oplopende werkloosheid. De werkloosheid zal nu ook wel wat kunnen oplopen, maar vanwege de krappe arbeidsmarkt zullen werkgevers terughoudend zijn om personeel te ontslaan. Met de coronapandemie is gebleken dat werkgevers hun personeel vaak moeilijk terug kunnen krijgen. Hoewel de inflatie de koopkracht van gezinshuishoudingen aantast, is de inkomenszekerheid vanwege de krappe arbeidsmarkt vrij hoog. Om die reden menen wij dan ook dat een eventuele recessie tamelijk mild zal zijn. Bij de toelichting op het rentebesluit in september verhoogde de ECB de inflatieprognoses voor 2022 en 2023 naar respectievelijk 8,1% en 5,5% en verlaagde de centrale

bank de prognoses voor de economische groei in de eurozone naar 3,1% en 0,9%. In het basisscenario van de ECB wordt een recessie toch nog steeds vermeden. Voor de Amerikaanse economie raamt de Fed de inflatie voor 2022 en 2023 op 5,4% en 2,8%. Voor de groei van het BBP wordt op 0,2% en 1,2% gerekend. Ook de Fed sluit een recessie niet uit, maar gaat er vanuit dat die kortstondig zal zijn.

Centrale banken willen inflatieverwachtingen temperen

De centrale banken doen er alles aan om te laten zien dat ze de inflatie willen beteugelen. Door renteverhogingen willen ze niet alleen de vraag afremmen, maar ook de inflatieverwachtingen voor de langere termijn temperen. Daarmee moet worden voorkomen dat werknemers steeds hogere looneisen gaan stellen. Met de huidige krappe arbeidsmarkt zien we lonen in de VS en in de eurozone toenemen, maar we zien ook dat in hogere CAO-afspraken de loonstijgingen zich over meerdere jaren uitstrekken en dat er nog geen sprake is van een loonprijnschroef. Jerome Powell is er alles aan gelegen om in de voetsporen te treden van zijn illustere voorganger Paul Volcker. Volcker was tussen 1979 en 1987 voorzitter van de Fed. Hij werd vooral bekend als de man die begin jaren tachtig de torenhoge inflatie in de VS omlaag kreeg. De Fed trapt toen hard op de rem, maar legde daarmee wel de basis voor de economische expansie die decennia lang zou aanhouden. De Fed streeft naar een inflatieniveau dat voor de langere termijn rond de 2% ligt.

Beleidsrentes van centrale banken



Bron: Wall Street Journal, FactSet

Vooruitzichten en waarderingen

Over het tweede kwartaal van 2022 waren de omzet- en winstcijfers van veel bedrijven opnieuw hoger dan de verwachtingen van analisten. Vanwege de dreiging van een recessie in de VS en Europa en de aanhoudende lockdowns in China, hebben analisten wereldwijd hun taxaties voor de rest van 2022 en 2023 naar beneden bijgesteld. Na de verkoopgolven op de aandelen- en obligatiemarkten zijn de waarderingniveaus van aandelen tamelijk aantrekkelijk geworden. Koersen zijn harder gedaald dan de verwachte groei van de bedrijfswinsten. De internationale beursgenoteerde bedrijven uit de eurozone profiteren momenteel van de koersdaling van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Aan de ene kant versterkt het hun concurrentiekracht.

Aan de andere kant profiteren ze van de positieve 'translatie-effecten' van de buiten de eurozone behaalde winsten. Maar zelfs als we rekening houden met meer neerwaartse bijstellingen van verwachte bedrijfsresultaten en een verder oplopende rente, waarmee toekomstige bedrijfswinsten minder waard worden in de waarderingmodellen, vinden we de waarderingen van aandelenmarkten tamelijk aantrekkelijk. De onzekerheid is weliswaar groot, maar voor 2023 wordt een aanhoudende winstgroei verwacht. Er is heel veel pessimisme verdisconteerd in de koersen. Als we kijken naar een aantal sentimentsindicatoren dan nemen veel beleggers een eventueel komende recessie al aan als een vaststaand feit. Wij verwachten dat er sprake van een milde recessie zal zijn. Het is niet waarschijnlijk dat de energieprijzen op deze torenhoge niveaus blijven. De benzineprijzen zijn zowel in de VS als in Europa al gedaald naar niveaus van voor de Russische invasie in Oekraïne.

Beleggingsbeleid

In ons beleggingsbeleid hebben wij de afgelopen maanden, ondanks het sterk wisselende sentiment op de financiële markten, geen grote wijzigingen doorgevoerd. Wij geven nog steeds de voorkeur aan Amerikaanse aandelenbeleggingen vanwege het grotere recessierisico in Europa. In de selectie van aandelen letten we op bedrijven met prijszettingmacht, zodat ze de hogere loonkosten en grondstoffenprijzen kunnen doorberekenen aan hun afnemers. Uiteraard houden wij rekening met de vooruitzichten voor de verschillende beleggingscategorieën en deelsegmenten en kijken we naar de winstontwikkeling en waarderingen. Binnen de portefeuilles hebben we een neutrale wegging voor aandelen en zijn we onderwogen in obligaties. Daarbij kiezen we nog steeds voor korte looptijden en vanwege de dreigende recessie hebben we ook het kredietrisico in onze obligatiebeleggingen wat beperkt.

Het afgelopen kwartaal bleek opnieuw dat timing van markten vrijwel onmogelijk is. Aandelenrendementen zijn op korte termijn vaak onzeker en de prijzen van veel 'risky assets' worden momenteel gedrukt door de monetaire verkrappingscyclus, de oorlog in Oekraïne, de energiecrisis in Europa en een Chinese economie die het hoofd nauwelijks boven water houdt. Desondanks houden wij toch vast aan de overtuiging dat op de langere termijn goede rendementen zijn te behalen met aandelenbeleggingen. Beleggers kijken tijdens een recessie vaak over het dal heen en lopen vooruit op herstel en een verdere groei van de bedrijfswinsten.

Wim Zwanenburg publiceert met een zekere regelmaat artikelen voor diverse websites. Deze commentaren zijn ook terug te vinden op www.stroevelemlerger.nl, onder 'Nieuws'. Wim is ook regelmatig te beluisteren op BNR Nieuwsradio, o.a. in het BNR Beleggerspanel.



Stroeve Lemberger
Vermogensbeheer NV
Nesland 1-V, 1382 MZ Weesp
Posthoornstraat 69, 6219 NV Maastricht
www.stroevelembarger.nl