

Visie op Asset Allocatie

oktober 2023

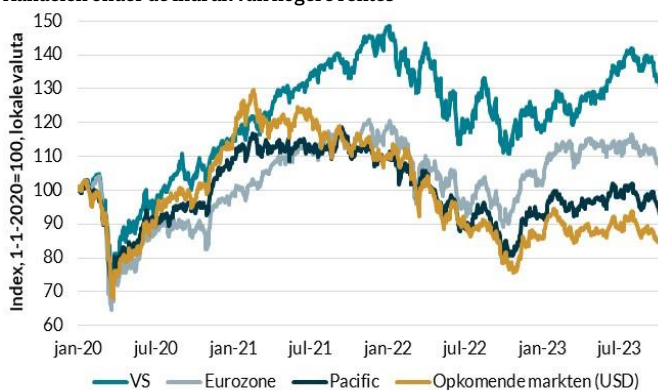
- Is “hoger voor langer” houdbaar?
- Hogere rentes, dalende aandelen geeft krappere financiële condities
- Beleggingsbeleid: aankoop Japanse aandelen ten laste van Europese aandelen en cash

September was wederom een lastige maand voor beleggers. “Hoger voor langer”, het mantra waarmee wordt aangeduid dat de piek in rentes van centrale banken nabij is (of wellicht al is bereikt), maar dat ze nog lang niet van plan zijn rentes te verlagen, beheerste financiële markten. Rentes liepen verder op, waardoor staatsobligaties met lange looptijden negatieve rendementen noteerden. Ook bedrijfsobligaties hadden het moeilijk. Niet zozeer door hogere risico-opslagen, maar door de oplopende rentes op staatsobligaties. Aandelen noteerden voor de tweede maand op rij verliezen.¹

In september gingen aandelen uit geïndustrialiseerde landen harder achteruit dan uit opkomende landen, in augustus was dat nog omgekeerd. Binnen de categorie geïndustrialiseerde landen verloren de VS meer dan Europa en Pacific. Beursgenoteerd vastgoed had meer last van de rentestijgingen dan aandelen, waar vooral vastgoed in de VS flink onderuit ging. Tot nu toe dit jaar noteert vastgoed verliezen, terwijl aandelen nog op winst staan.

Met de onrust op financiële markten handhaven we ons voorzichtige beleggingsbeleid. We zijn wel positiever op Japan en hebben daarom onze allocatie naar Japanse aandelen verhoogd. We financieren dit deels ten koste van de allocatie naar Europese aandelen en deels vanuit cash. Daarmee verkleinen we onze onderweging in aandelen iets na de dalingen op aandelenmarkten en realistischere marktverwachtingen omtrent het monetaire beleid.

Aandelen onder de indruk van hogere rentes



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

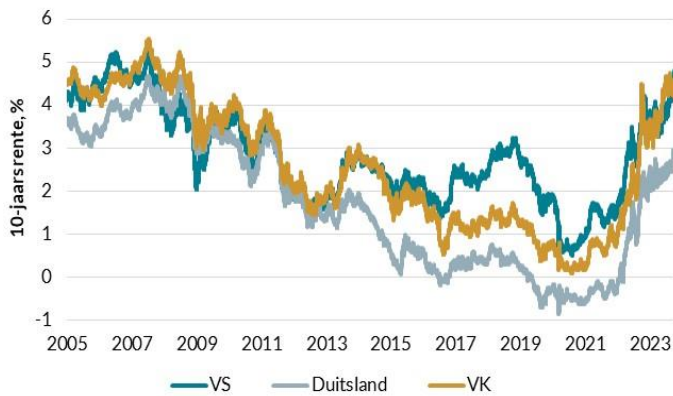
Hoger voor langer

Centrale bankiers van de Amerikaanse Federal Reserve en van de ECB hebben de boodschap “hoger voor langer” de afgelopen weken herhaaldelijk naar buiten gebracht. En dat is doorgedrongen tot financiële markten. De Amerikaanse tweejaarsrente steeg in september met 18 basispunten, maar het was vooral de stijging van de

¹ Prijsbewegingen in lokale valuta.

tienjaarsrente met 46 basispunten die opviel. Dat was al de vijfde maand op rij waarin de tienjaarsrente steeg en begin oktober werd met 4,8% het hoogste punt bereikt sinds augustus 2007. In Duitsland en het VK daalden de tweejaarsrentes, wat aangeeft dat markten verwachten dat de piek in beleidsrentes van de ECB en de Bank of England wel zijn bereikt. Maar tienjaarsrentes gingen daar ook omhoog. In het VK met 8 basispunten en in Duitsland met 37 basispunten. En ook in het VK en in Duitsland zijn opmerkelijke niveaus bereikt. Met 4,6% is de tienjaarsrente in het VK hoger dan tijdens de financiële onrust rond de overheidsbegroting in oktober 2022. In Duitsland moeten we terug naar de eurozone crisis in 2011 om een tienjaarsrente van 3,0% te zien.

“Hoger voor langer” jaagt rentes omhoog



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

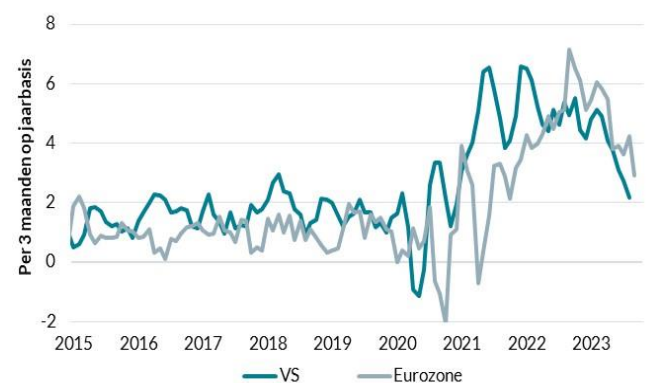
Zoals gezegd, centrale banken zijn een belangrijke aanjager van de hogere rentes. Enkele beleidsmakers van de Fed hebben zelfs te kennen gegeven de rente nog wel een keer te willen verhogen. Maar dat is een minderheid. Na de rentevergadering van de Fed in september werden nieuwe ramingen van de centrale bank gepubliceerd. De Fed verwacht dit jaar en volgend jaar hogere groei en daarmee niet langer een recessie. De bank voorziet lagere werkloosheid dan eerder gedacht en inflatie die pas in 2026 op het doel van 2% uitkomt. Dat pleit allemaal voor het langer hoog houden van de Fed funds rate, de Amerikaanse beleidsrente. En dat bleek ook uit de verwachtingen van individuele beleidsmakers. In juni lag de middelste raming voor het niveau van de beleidsrente eind 2024 nog op 4,625%, oftewel een range van 4,5% tot 4,75%. Dat zou 75 basispunten aan renteverlagingen betekenen vanaf het huidige niveau. In september was de middelste voorspelling opgelopen naar 5,125%, wat nog maar één renteverlaging met 25 basispunten zou betekenen. Nou moeten we dit niet al te letterlijk nemen. Eind 2021 voorzag de middelste beleidsmaker voor eind 2022 een rente die ruim 3% lager lag dan het uiteindelijk werd. Kortom, ramingen kunnen worden aangepast en soms met grote stappen.

De ECB en de Bank of England verhoogden de rente nog wel in september. Beide met 25 basispunten. In beide gevallen was dit enigszins verrassend. De ECB had zich weliswaar redelijk op de vlakke gehouden wat betreft haar voornemens, maar gezien de zwakke economische groei zou de centrale bank hebben kunnen pauzeren. Er werd toch gekozen voor een verhoging. Wel een verhoging met de duidelijke boodschap dat dit de laatste verhoging zou kunnen zijn. In het VK daalde vooral de kerninflatie in augustus fors, wat leidde tot speculaties over een pauze voor de Bank of England. Maar die kerninflatie was nog wel 6,2%, dus zette de Bank of England toch nog maar een stapje omhoog. Ook deze centrale banken zeggen nog lang niet toe te zijn aan renteverlagingen. Er bestaat nog best een kans dat ze eerst verder verhogen, bijvoorbeeld vanwege krappe arbeidsmarkten en sterke loongroei.

Maar inflatie daalt

Dat markten juist centrale banken zo op hun woorden lijken te geloven is opmerkelijk. De inflatie in de VS is onmiskenbaar aan het dalen. Volgens de favoriete maatstaf van de Fed daalde de totale inflatie in augustus naar 3,5% en de kerninflatie naar 3,9%. Dat lijkt nog hoog, maar zoals we al eerder gezegd hebben, deze cijfers slepen twaalf maanden aan data mee, waaronder de nog sterke inflatie eind 2022 en begin dit jaar. De afgelopen maanden is duidelijk lagere inflatie te zien. De kerninflatie over de afgelopen drie maanden was, omgerekend naar jaarbasis, 2,2%. En dat is al heel dicht bij het doel van de Fed.

Kerninflatie daalt snel



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

In de eurozone daalde de totale inflatie in september naar 4,3% en de kerninflatie naar 4,5%. Dus ook hier is de daling ingezet. Een alternatieve inflatiemaatstaf van de ECB waar de cijfers wel gecorrigeerd worden voor seizoenseffecten toonde dat de inflatie op driemaands basis is gedaald naar 2,9%. En in de eurozone en in het VK laten enquêtes onder bedrijven ook zien dat de opwaartse druk op prijzen afneemt. Krappe arbeidsmarkten en loonstijgingen staan

verdere snelle dalingen op korte termijn wellicht wel in de weg.

Ten aanzien van economische groei, lijken markten meer uit te gaan van een zachte landing, of zelfs geen landing. Daarmee geldt in het huidige klimaat goed nieuws over de economie als slecht nieuws voor aandelenmarkten, omdat dat het beeld van langer hogere rentes versterkt. Zo reageerden aandelenmarkten negatief op de meevallende ISM-index voor de Amerikaanse industrie van september (die overigens nog wel op zwakte wijst) en op een groter aantal openstaande vacatures in de VS in augustus. Met de voortdurende weerbaarheid van de Amerikaanse economie is de kans op een zachte landing toegenomen, maar het risico op een groeivertraging is nog hoog. En met de sterke recente rentestijging is deze kans juist wat toegenomen. Maar in de eurozone groeit de economie al enkele kwartalen nauwelijks en voorlopende indicatoren wijzen niet op verbetering. De ECB verlaagde haar groeiramingen voor dit jaar en volgend jaar, maar wij zien die nog steeds als te optimistisch. Lagere groei en lagere inflatie zouden juist moeten leiden tot lagere rentes.

Olie, begrotingstekorten en technische factoren

Wat kan er nog meer aan de hand zijn? Ten eerste olieprijs. Die zijn gestegen van 75 dollar per vat eind juni tot 95 dollar per vat. Een stijging van 27%. Dit zal wat opwaartse druk op de inflatie zetten op korte termijn. Maar de effecten moeten we ook niet overschatten. Olieprijzen hebben maar korte tijd rond 75 dollar per vat genoteerd. Daarvoor was de range 75 tot 85 dollar en dan is de stijging al kleiner. Normaal gesproken zouden centrale banken niet direct moeten reageren op hogere olieprijs. Hogere olieprijs remmen immers de economie, vanwege hogere kosten en minder koopkracht, wat de prijsdruk vanzelf doet afnemen. Maar met de hoge inflatie en de onderschatting van centrale banken van de hardnekkigheid daarvan is het nu wellicht lastiger voor centrale bankiers om hogere olieprijs terzijde te schuiven. Het draagt bij aan het beeld van hoger voor langer.

Een ander aspect is de fiscale situatie in de VS. Het begrotingstekort in de VS is hoog, zeker voor een periode waarin de Amerikaanse economie niet in een recessie verkeert en niet in een directe oorlog is verwickeld. Vorig jaar was het begrotingstekort 5,5%, dit jaar tot nu toe 7,0%. Dat betekent dat er een groot aanbod van Amerikaanse staatsobligaties is om dit tekort te financieren. Daarbovenop komt nog dat de Fed haar obligatieportefeuille afbouwt. Voor de obligaties die de Fed aanhield, moeten dus andere beleggers worden

gevonden. Het netto aanbod aan staatsobligaties kan dit jaar op 10% van het BBP van de VS uitkomen. Beduidend hoger dan tijdens de coronapandemie of de financiële crisis in 2009. Amerikaanse gezinnen hebben de afgelopen tijd meer obligaties gekocht, maar het enorme aanbod heeft wel een opwaartse druk op de rente.

Recordaanbod van Amerikaanse staatsobligaties



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Ook op de markt voor Italiaanse staatsobligaties is het onrustig. Dat heeft vooral te maken met de kwetsbare overheidsfinanciën. De Italiaanse regering schroefde haar ambities om het begrotingstekort te verlagen onlangs terug. Waar eerst werd uitgegaan van een tekort van 4,5% dit jaar en 3,7% volgend jaar, is dit nu 5,3% en 4,3%. Een tekort van minder dan 3% zoals de (uitgestelde) Europese begrotingsregels voorschrijven, wordt nu pas voorzien in 2026. Waarbij wij de aannames voor de economische groei te optimistisch achten. Het feit dat de ECB kan ingrijpen in de markt voor Italiaanse staatsobligaties voorkomt paniek, maar de risico-opslag op Italiaanse tienjaars staatsobligaties ten opzichte van de Duitse is opgelopen tot bijna 2%.

Ten slotte spelen waarschijnlijk technische factoren een rol. Niet dat we technische analisten zijn, maar dat tienjaarsrentes door verschillende historische voortschrijdende gemiddelden zijn gebroken, duidt op een sterke opwaartse trend. Dat kan betekenen dat beleggers, die speculeerden op een rentedaling, nu posities wijzigen. Wat de opwaartse trend op korte termijn versterkt.

Ondertussen in China

Ondertussen lijkt de Chinese economie weer wat aan te trekken. Het gemiddelde van de twee inkoopmanagersindices voor de industrie, die het land rijk is, steeg in september voor de tweede maand op rij en ook verder boven de 50, de grens tussen versnelling en vertraging. Dat heeft overigens nog geen effect op de industrie wereldwijd, waar het over het algemeen nog kwakkelen is. Met uitzondering van Rusland, waar de

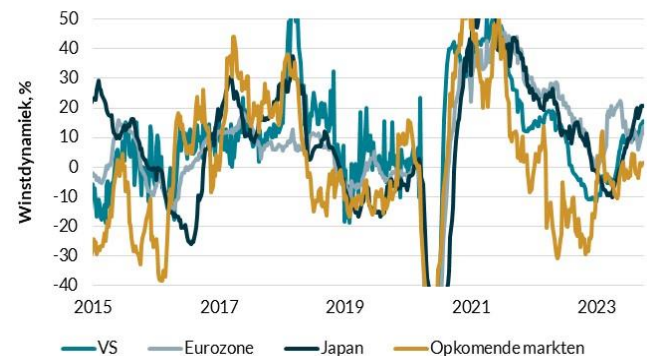
omschakeling naar een oorlogseconomie leidt tot optimisme in de industrie. Maar terug naar China, het gemiddelde van de inkoopmanagersindices voor de dienstensector daalde voor de zesde achtereenvolgende maand. Waarbij het nog wel op 51,0 uitkwam. De economie is nog niet uit de problemen. Er blijft slecht nieuws komen over de vastgoedsector, waar ook de grote projectontwikkelaars het zeer moeilijk hebben. Dat tast het vertrouwen onder huizenkopers aan vooral doordat er, zoals in China gebruikelijk, grote aanbestedingen voor nieuwe woningen moeten worden gedaan. De problemen op de huizenmarkt hebben hun weerslag op lokale overheden, die minder land verkopen en daardoor een grote inkomstenstroom hebben zien opdrogen. Dat kan weer effect hebben op investeringen in infrastructuur. Kortom, de Chinese economie kan op korte termijn wat opleven, de structurele problemen zijn nog niet opgelost.

Beleggingsbeleid: aanpassing in regio- en aandelenallocatie

Japanse aandelen hebben het dit jaar tot nu toe goed gedaan. Niet zo goed als de Nasdaq, die 35% is gestegen, maar met 22% stijging wel twee keer zo goed als Amerikaanse aandelen. In Europa zijn aandelen slechts 3,5% omhoog, in opkomende markten niets. De sterke prestatie van Japanse aandelen is gesteund door de economische groei die sterker is dan in de VS en Europa, door het monetair beleid wat nog veel ruimer is, en door een gunstige winstontwikkeling. Vanwege het ruime Japanse monetair beleid en de verkrapping in de VS, is de Japanse yen verzwakt richting de grens van 150 yen per US dollar. Een grens waarbij de Bank of Japan in het verleden heeft geïntervenieerd om de yen te steunen. In ons beleggingsbeleid hebben we besloten Japanse aandelen te kopen. Met name vanwege het uiteenlopende monetair beleid. Waar we ons zorgen maken over het krappe monetair beleid in de VS en de eurozone, wat tot uitdrukking komt in dalende geldgroei en stilvallende bancaire kredietverlening, spelen deze problemen in Japan niet. Wellicht zal de Japanse centrale bank rond de jaarwisseling een einde maken aan de negatieve beleidsrente, maar van krap monetair beleid is nog lang geen sprake. Bovendien kan normalisering van inflatie en monetair beleid ook een positieve invloed hebben op het vertrouwen in de Japanse economie. Met de positievere groei is het momentum van de bedrijfswinsten in Japan positiever dan in Europa en de VS. Winsten worden ook in grotere mate naar boven bijgesteld. We vinden de winstverwachtingen in de VS en in de eurozone te hoog gezien de negatieve economische vooruitzichten. In Japan vinden we de verwachtingen realistischer. We dekken het valutarisico niet af. Als de monetair verschillen tussen Japan en de VS en Europa kleiner worden kan de yen weer

aan kracht winnen en mogelijk negatieve effecten op exporten en winsten compenseren.

Sterke winstdynamiek in Japan



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

We financieren de aankoop van Japanse aandelen voor een deel vanuit de verkoop van Europese aandelen. Daar zijn de vooruitzichten voor de economie zwak en vinden we de winstverwachtingen te optimistisch. Qua waardering zijn Europa en Japan vergelijkbaar. Met deze transactie vergroten we dus onze onderweging in Europa, houden we de onderweging in de VS onveranderd en zijn we overwogen in Japan.

Een ander deel financieren we vanuit onze cash positie. Dat betekent dat we onze totale aandelenonderweging iets verkleinen. Daar zijn twee redenen voor. De eerste is de recente sell-off. Aandelen zijn al bijna 10% gedaald vanaf pieken begin augustus. Daarmee is een minder positief scenario deels ingeprijsd. Weliswaar niet vanuit lagere groei- en winstverwachtingen, maar vanuit hogere rentes. Ten tweede zijn de verwachtingen voor het monetair beleid nu realistischer. Wij hebben lange tijd gevonden dat markten te optimistisch waren over centrale banken die snel te hulp zouden schieten met renteverlagingen als het wat tegen zou zitten. Wij vonden dat de hoge inflatie zo'n scenario in de weg stond. Maar, na de recente rentebewegingen, worden de eerste renteverlagingen in de VS, de eurozone en het VK pas over een jaar verwacht. We denken zelfs dat markten daarmee wat zijn doorgeschoten naar de andere kant: het te laat inprijzen van renteverlagingen. Gezien de dalende inflatie en zwakke groeivoorzichten zien we nu een toegenomen kans dat centrale banken rentes eerder verlagen dan verwacht. Daarmee is het monetair beleid wat ons betreft een minder directe negatieve factor voor aandelen. We zijn nog wel onderwogen en dat heeft vooral te maken met de zwakke economische groei die we verwachten. En zoals hierboven gezegd, de nu snel verkrappende financiële condities (door rentestijgingen) maken de vooruitzichten er niet beter op. We denken dan ook dat winstverwachtingen neerwaarts zullen worden bijgesteld en zien daarin nog een risico voor aandelen.

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereldwijd (MSCI AC)	939	-6.2%	-5.9%	6.5%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	2800	-6.4%	-5.8%	7.6%
Opkomende markten (MSCI EM)	939	-4.7%	-6.6%	-1.8%
Verenigde Staten (S&P500)	4229	-6.3%	-5.1%	10.2%
Eurozone (EURO STOXX 50)	4096	-4.4%	-6.9%	8.0%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7470	0.1%	-0.8%	0.2%
Japan (Topix)	2275	-3.2%	-2.0%	20.3%
Nederland (AEX)	720	-3.5%	-7.3%	4.4%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	4.80	62	94	92
Japan	0.77	13	36	35
Duitsland	2.97	42	53	40
Frankrijk	3.53	46	56	42
Italië	4.24	-13	65	-9
Nederland	3.32	43	53	41
Verenigd Koninkrijk	4.60	17	16	93

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	126	7	-34	-4
Eurozone	155	-1	-6	-12

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	420	54	33	-49
Eurozone	449	-7	-1	-63
Opkomende markten (USD)	441	23	-107	-11
Opkomende markten (Lokale valuta)	205	-7	-7	-81

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereld	-6.7%	-6.8%	-6.8%
Noord-Amerika	-8.2%	-9.0%	-7.3%
Europa	-5.5%	-1.1%	-9.9%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Bloomberg index	-2.6%	3.6%	-4.7%
Basismetalen	-3.2%	-0.6%	-9.7%
Brent olie (USD per vat)	90.92	3.6%	23.0%
Goud (USD per troy ounce)	1825	-6.4%	-5.4%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 4 oktober 2023

Bron: Refinitiv

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie

Aandelen

Negatief

In september gingen aandelen voor de tweede maand op rij onderuit. In lokale valuta: wereldwijd met 4,3%, in geïndustrialiseerde landen met 4,4% en in opkomende markten met 2,8%. Verliezen in de VS waren iets groter dan in Europa en de Pacificische regio. Japanse aandelen daalden slechts 0,4%. De reden voor de verliezen is onmiskenbaar de agressieve toon van centrale banken. Niet dat ze rentes veel verder willen verhogen, maar wel de realisatie van financiële markten dat ze rentes langer hoog willen houden. Dat leidt tot hogere rentestanden en verliezen voor aandelen. Wij denken dat het monetaire beleid nu veel realistischer is ingeprijsd in markten en daarmee een minder directe negatieve invloed hebben. We maken ons nog wel zorgen over de groeivoorzichten en de bedrijfswinsten. Zeker nu financiële condities snel zijn verkraapt. We hebben onze allocatie naar Japanse aandelen verhoogd, vooral vanwege een veel ruimer monetair beleid in Japan dan in de VS of Europa. Daarmee zien we in Japan minder risico's voor de economische groei en de bedrijfswinsten., mede vanwege nog voortdurende heropeningseffecten na de coronapandemie, bijvoorbeeld in het toerisme. We vergroten onze onderweging in Europa, waar we de winstverwachtingen te optimistisch vinden en behouden de onderweging in dure Amerikaanse aandelen. We gebruiken ook een deel van onze cash positie om Japanse aandelen te kopen. Daarmee verkleinen we de aandelenonderweging iets na de recente aandelencorrectie en de realistischere verwachtingen omtrent het monetaire beleid.

Staatsobligaties

Neutraal

Rentes maakten in september grote bewegingen, vooral aan de lange kant. In de VS steeg de tweejaarsrente met 18 basispunten, maar vooral de stijging van de tienjaarsrente met 46 basispunten viel op. Het was al de vijfde maand op rij dat de tienjaarsrente steeg en met 4,8% begin oktober komt de grens van 5% in zicht. In Duitsland en het VK daalden de tweejaarsrentes, wat aangeeft dat markten denken dat de piek in de beleidsrentes van centrale banken is bereikt. Maar met stijgingen tot 4,6% begin oktober in het VK en 3% in Duitsland zijn niveaus bereikt die we in jaren niet hebben gezien. Tegen de achtergrond van de afzwakende groei die wij verwachten en de inflatie die onmiskenbaar daalt, vinden wij de rentestijgingen opvallend. Markten zijn duidelijk onder de indruk van de boodschap van centrale banken. Andere mogelijke factoren voor de rentestijgingen zijn de gestegen olieprijs, die het niveau van inflatie ondersteunen en daarmee langer hoog houden, het grote begrotingstekort in de VS gecombineerd met de afbouw van de obligatieportefeuille van de Fed en technische marktfactoren, zoals positioneringen onder beleggers speculerend op rentedalingen. Wij hebben onlangs onze rentegevoeligheid voor Europese staatsobligaties verhoogd, omdat we denken dat de piek in rentes nabij is. Een volgende stap zou zijn het afbouwen van de onderweging in Europese staatsobligaties, maar gezien de sterke opwaartse trend in rentes op dit moment, vinden we dat op dit moment nog te vroeg. We handhaven onze overweging naar Amerikaanse staatsobligaties.

Bedrijfsobligaties investment grade

Negatief

Tegen de achtergrond van de onrust op aandelenmarkten en bij staatsobligaties, is de ontwikkeling van de risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties opvallend. Bewegingen in risico-opslagen waren minimaal: 3 basispunten omhoog in de VS en 2 basispunten omlaag in de eurozone. Met de stijging van de onderliggende rentes op staatsobligaties betekende dit wel dat de totale rentes op investment grade bedrijfsobligaties stegen. Wij vinden dat lage risico-opslagen contrasteren met economische indicatoren die in veel gevallen wijzen op een groeivertraging. De ratingtrend, ten aanzien van de mate van kredietwaardigheid, verslechtert door druk op winsten en credit fundamentals. Oplopende wanbetalingen raken in eerste instantie high yield obligaties, maar dit kan doorsijpelen naar zorgen om risico-opslagen bij investment grade. De risico-opslag ligt ongeveer op het gemiddelde van de afgelopen tien jaar, wat we te laag achten voor een recessiescenario. Door de stijging van de onderliggende rente op staatsobligaties en de laag blijvende risico-opslagen, maakt de risico-opslag een steeds kleiner deel uit van de rentevergoeding op bedrijfsobligaties. Dat maakt bedrijfsobligaties minder aantrekkelijk ten opzichte van staatsobligaties. Binnen investment grade bedrijfsobligaties hebben we nu een relatieve voorkeur voor de eurozone ten opzichte van de VS. De risico-opslag is in de eurozone hoger en de rentegevoeligheid lager.

Bedrijfsobligaties high yield

Negatief

Ook risico-opslagen op high yield bedrijfsobligaties bewogen in september maar weinig. De risico-opslag steeg in de VS met 22 basispunten, terwijl in de eurozone een daling met 9 basispunten werd genoteerd. Begin oktober liep de risico-opslag in de VS verder op, maar deze ligt nog steeds onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar. In de eurozone ligt de opslag daar maar 11 basispunten boven. In de VS stond de rente op high yield bedrijfsobligaties eind-september op 8,7%, in de eurozone op 7,2%. Het renteniveau klinkt aantrekkelijk, maar recessies zijn ook in deze markt nog niet verdisconteerd. In een recessie lopen risico-opslagen in deze categorie gemakkelijk op tot 1000 basispunten. In de VS stonden ze eind september op 395 basispunten, in de eurozone op 445 basispunten. Een negatief scenario met afnemende groei en hoge inflatie is daarmee slechts nauwelijks ingeprijsd. We zien ook neerwaartse risico's, zoals lagere winstgroei en oplopende wanbetalingen. Herfinanciering van leningen, die gemiddeld genomen kortere looptijden hebben dan bij investment grade obligaties, wordt voor bedrijven ook aanmerkelijk duurder, vooral nu rentes sterk zijn opgelopen. We houden vast aan onze negatieve opinie.

Vermogenscategorie

Staatsobligaties opkomende markten

Neutraal

Obligaties van opkomende landen uitgegeven in dollars hadden in september een negatief rendement. De rentevergoeding steeg met 53 basispunten (risico-opslag +9 basispunten, onderliggende Amerikaanse rente +44 basispunten). Obligaties in lokale valuta hadden ook een negatief rendement door een stijgende rente. Hogere rentes in ontwikkelde landen en een sterkere US dollar zetten deze categorieën onder druk, al is de mate van herprijsing in opkomende markten nog beperkt. Onze neutrale visie is een afweging tussen de aantrekkelijke rentevergoeding en dalende inflatie in de VS enerzijds en tegenvallende groei in China, risico's op verdere groeivertraging wereldwijd en nog hoge rentes en een krap monetair beleid in ontwikkelde landen anderzijds. Er is nog geen zicht op renteverlagingen van de Fed vanwege de sterke dienstensector en nog solide arbeidsmarkt. Obligaties genoteerd in lokale valuta kunnen profiteren van afnemende inflatie en renteverlagingen in opkomende landen. Maar deze zijn al voor een deel ingeprijsd en de rentevergoeding is relatief laag ten opzichte van ontwikkelde landen. Hierdoor neemt de relatieve aantrekkelijkheid af en zijn rentedalingen in opkomende landen minder waarschijnlijk zolang rentes elders hoog blijven.

Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

Beursgenoteerd vastgoed staat bekend als een defensieve sector binnen aandelen. Bovendien hebben de kasstromen voor een deel een koppeling met inflatie. Oplopende rentes vormen echter wel een risico voor deze beleggingscategorie, ook relatief ten opzichte van algemene aandelen. Daarbij is de beleggingscategorie, vanwege de relatief hoge mate van schuldfinanciering (met name in Europa), gevoelig voor de kredietvoorwaarden van banken. Commerciële banken hebben in 2023 hun kredietvoorwaarden flink aangescherpt. Dit compliceert de toegang tot herfinanciering en leidt tot opwaartse druk op rentelasten. Na de bankenonrust in maart is beursgenoteerd vastgoed nog niet hersteld. In september waren de rendementen negatief voor wereldwijd ontwikkeld, de VS en Europees beursgenoteerd vastgoed door hogere rentes in ontwikkelde landen. Beursgenoteerd vastgoed bleef achter ten opzichte van algemene aandelen. Ondanks de goedkope waardering van beursgenoteerd vastgoed houden wij een neutrale visie. Gegeven de nog sterke arbeidsmarkten en diensteninflatie is het nog te vroeg voor een draai van centrale banken naar renteverlagingen, waardoor de rentedruk hooguit beperkt afneemt. De strengere kredietvoorwaarden van banken leiden tot hogere rentelasten voor beursgenoteerd vastgoed. Daarbij hebben de afwaarderingen van vastgoedobjecten pas gedeeltelijk plaatsgevonden, wat ook langs deze weg impact heeft op de balansen van beursgenoteerd vastgoed bedrijven.

Grondstoffen

Neutraal

In september noteerde de brede grondstoffenindex van Bloomberg wederom een klein verlies van 1,1%. Dat lag niet aan olieprijsen. Een vat Brent werd 10% duurder en stond aan het einde van de maand op 96 dollar per vat. Basismetalen stegen 1,1% in prijs, waarmee de daling van augustus niet werd goedge maakt. Goud had last van oplopende rentes en ging 4,7% onderuit. Wij zien vanuit cyclisch oogpunt nog geen moment om in te stappen in grondstoffen, ondanks het feit dat grondstoffen voor het jaar tot nu toe in de min staan, vooral vanwege prijsdalingen van basismetalen. De kwakkelende groei in de industrie wereldwijd en in China bieden geen positieve vooruitzichten voor deze grondstoffen. Over het algemeen voor grondstoffen geldt dat vanwege de sancties tegen Rusland en de daardoor lagere leveringen er snel krapte op markten kan ontstaan. Bovendien kijken de OPEC-landen en Rusland met argusogen naar de balans tussen vraag en aanbod op de oliemarkt. Onlangs kondigden Saudi-Arabië en Rusland aan hun vrijwillige productiebeperkingen te handhaven tot het einde van het jaar. Dat is de voornaamste oorzaak voor de stijging van de olieprijsen, niet verbeterde economische groeivoorzichten. In het laatste geval zouden ook prijzen van basismetalen hebben moeten stijgen. Olieproducerende landen hebben geen baat bij een te hoge olieprijs, aangezien dat de zoektocht naar nieuwe olie- of andere energiebronnen zou versterken. Dit beperkt het opwaarts potentieel vanuit de aanbodkant. Goud is interessant in tijden van onzekerheid, maar goud staat relatief heel hoog ten opzichte van de reële rente in de VS. Er is dus al veel onzekerheid en/of rentedaling in de goudprijs verdisconteerd.



Joost van Leenders
Senior beleggingsstrateeg
Joost.vanleenders@kempen.nl
M 06 82 83 11 89

VAN LANSCHOT KEMPEN INVESTMENT
RESEARCH

Yaela van Raalte – Hoofd Investment Research
Luc Aben – Hoofdeconoom
Pieter Heijboer – Hoofd investment strategy
Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg
Jorn Veeneman – Beleggingsstrateeg
Mees Vlasveld – Beleggingsstrateeg

Disclaimer

Van Lanschot Kempen Investment Management NV heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. Dit document dient slechts ter informatie. De inhoud is niet bedoeld als beleggingsadvies, biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen en dient ook niet te worden beschouwd als een aanbod of als een uitnodiging om enige van de hierin genoemde financiële instrumenten te kopen of te verkopen.



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00
vanlanschotkempen.com/investment-management