

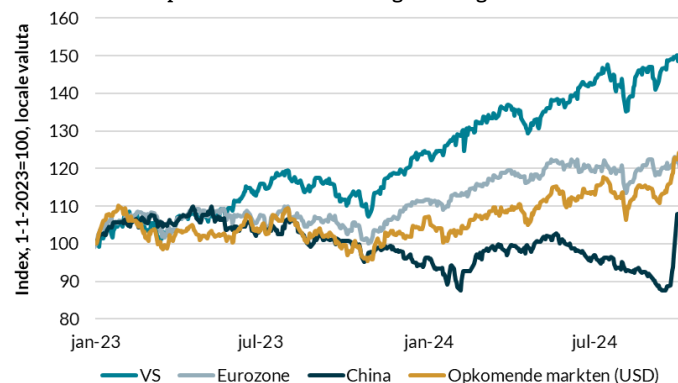
Visie op Asset Allocatie

oktober 2024

- Agressieve start renteverlagingen Fed, rustiger vervolg
- Kans renteverlaging ECB in oktober neemt toe
- Chinese stimuleringsmaatregelen niet voldoende

Even leek september haar naam als slechte beursmaand ook dit jaar eer aan te gaan doen. In de eerste handelsdagen van de maand gingen Amerikaanse en Europese aandelen zo'n 4% onderuit. De aanleiding was net als in augustus tegenvallende cijfers over de Amerikaanse arbeidsmarkt en de ISM-index voor de industrie, aangevuld met minder sterk dan verwachte winstcijfers uit de technologiesector. Maar uiteindelijk sloten Amerikaanse aandelen de maand licht positief af, terwijl Europese aandelen vrijwel onveranderd waren. De groei in de VS is op peil gebleven, de Fed verlaagde de rente meer dan verwacht en aan het einde van de maand kondigde de Chinese overheid een reeks stimuleringsmaatregelen aan. Dat joeg Chinese aandelen 17% omhoog.

Chinese aandelen profiteren van stimuleringsmaatregelen



Aandelenmarkten werden ook geholpen door lagere rentes. Zowel in de VS als in Duitsland daalden korte rentes sneller dan lange rentes, waardoor lange rentes voor het eerst sinds 2022 weer hoger zijn dan korte rentes.

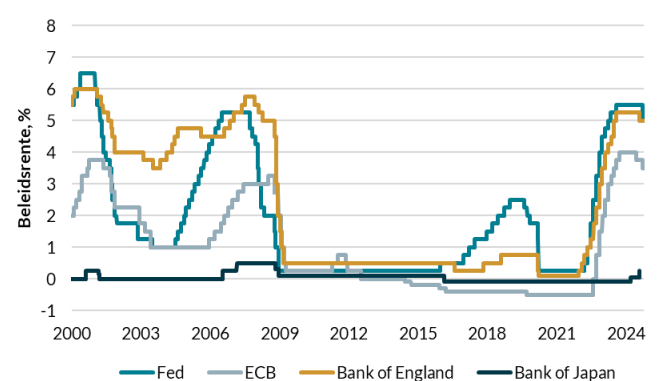
De daling van de korte rentes komt door dalende inflatie en door de markt ingeprijsde renteverlagingen.

Wij zien met voortgaande groei, dalende inflatie en renteverlagingen door centrale banken nog steeds een positief klimaat voor aandelen. Door herziene cijfers zijn onze zorgen over de Amerikaans consument minder. In Europe vinden we de groei wel aan de zwakke kant. Toch hebben we ons beleggingsbeleid niet gewijzigd.

Fed agressief van start

In september was daar dan eindelijk de eerste renteverlaging van de Fed. De Amerikaanse centrale bank ging met een verlaging van 50 basispunten voortvarend van start. Dat gebeurt niet zo vaak; meestal is er dan wel iets aan de hand. Bijvoorbeeld het knappen van de internetzeepbel in 2001 en de financiële crisis die zich aandeede in 2007. Dit jaar breken aandelenmarkten record na record en staan kredietopslagen op bedrijfsobligaties op lage niveaus.

Fed later maar sneller



Aandelenmarkten reageerden in eerste instantie dan ook weifelend. Ziet de Fed iets dat wij niet zien? Laat de Fed hiermee zien eigenlijk te laat te zijn? En ook het feit dat de Fed op liet tekenen dat 50 basispunten niet het nieuwe normaal is, maar in het vervolg stappen van 25 basispunten te willen nemen, was niet wat aandelenmarkten wilden zien. Er is immers een sterker dalend pad van renteverlagingen ingeprijsd in de markt voor futures op de beleidsrente van de Fed. Maar een dag later kwamen beleggers toch bij zinnen. Groei en renteverlagingen zijn ten slotte positief voor aandelen.

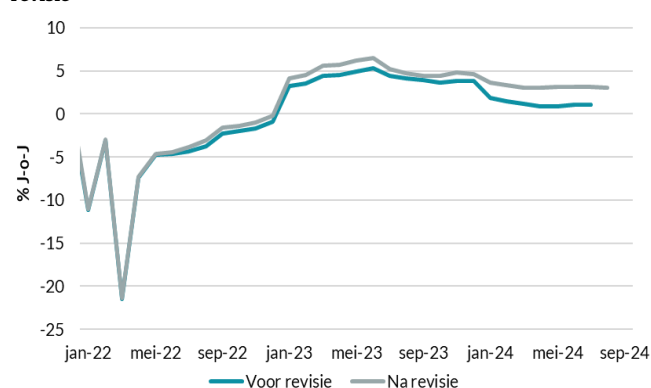
Wij denken dat de dalende inflatie grotere stappen dan 25 basispunten in principe mogelijk zou maken. In augustus daalde de inflatie volgens de favoriete maatstaf van de Fed naar 2,2%, nog maar een beetje boven het doel van de centrale bank en het laagste peil sinds februari 2021. De kerninflatie steeg iets naar 2,7%. Dit is de prijsstijging in het afgelopen jaar. Als we drie of zes maanden terugkijken, is de inflatie lager. Het gaat dus de goede kant op. Bij de renteverlagingen van de Fed moet ook bedacht worden dat de beleidsrente ver boven het neutrale niveau staat. De Fed trapt dus alleen de rem minder ver in, het gaspedaal blijft onaangeroerd.

Toch gaan we uit van stappen met 25 basispunten. Dit omdat we denken dat de groei redelijk op peil zal blijven. We denken niet dat de Fed met de hoge inflatie van de afgelopen jaren vers in het geheugen het risico zal willen nemen de rente te snel te verlagen. Dat kan een beetje tegenvallen voor financiële markten, met als gevolg wat hogere rentes in de VS op korte termijn, maar we denken niet dat dit negatief is voor aandelen. We denken juist dat aandelen profiteren van de renteverlagingen die nog zullen komen.

Groeraadsel VS opgelost

Het was een beetje een raadsel, de sterke groei van de consumptieve bestedingen in de VS bij een afzwakkende inkomensgroei, althans, in reële termen. Huishoudens in de VS hadden tijdens de coronapandemie een flinke berg besparingen opgebouwd, maar dit geld was wel grotendeels uitgegeven. Wij hebben onze zorgen geuit over de Amerikaanse consument, die dit jaar maandelijks vaak meer uitgaf dan er binnenkwam. Met herziene cijfers is dit raadsel grotendeels opgelost. De inkomensgroei bleek sterker dan eerder geraamd en de spaarquote hoger. Volgens de oude cijfers was de spaarquote in juli gedaald tot 2,9%, het laagste niveau sinds de financiële crisis. Volgens de herzien cijfers is de spaarquote bijna 5%. De consument blijkt dit jaar niet meer uit te geven dan er binnenkomt, maar leeft keurig binnen zijn financiële grenzen. Hiermee is wat ons betreft een belangrijke zorg over de Amerikaanse economie verminderd.

Groei reëel beschikbaar inkomen Amerikaanse huishoudens hoger na revisie



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Is de situatie op de arbeidsmarkt zorgwekkend? De cijfers van september nemen ook hier wat zorgen weg. De banengroei versnelde in september en de groei in de voorgaande twee maanden werd naar boven bijgesteld. De werkloosheid daalde voor de tweede maand op rij. Het aantal aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen is laag gebleven. De trend in het aantal openstaande vacatures en het aantal werknemers dat vrijwillig zijn baan opzegt is nog altijd omlaag, wat duidt op een afnemende dynamiek op de arbeidsmarkt. Maar het aantal gedwongen ontslagen neemt niet toe. Van een vicieuze cirkel, waarbij minder banen leidt tot minder bestedingen en minder bestedingen tot ontslagen is geen sprake. Kortom, vooralsnog is er sprake van afkoeling van de arbeidsmarkt, niet van iets negatievers.

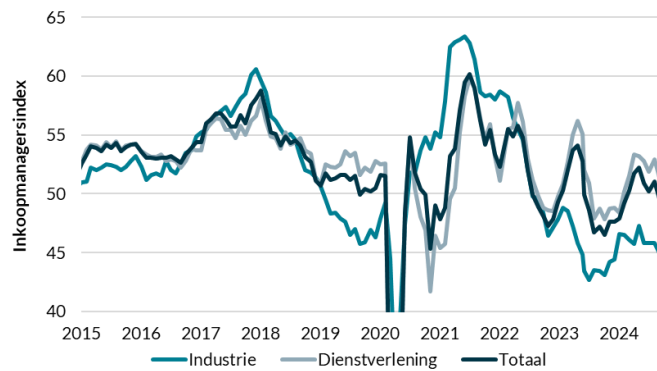
Zorgen Europese economie

In september publiceerde Mario Draghi, voormalig president van de ECB en voormalig premier van Italië, een lijvig rapport over de economie van Europa. Het beeld dat Draghi hierin schetst is niet rooskleurig. De groei in Europa stagneert en loopt achter op de VS. Met achterblijvende productiviteitsgroei en digitalisering en een krimpende bevolking staan de kernwaarden van Europa, welvaart, gelijkheid, vrijheid, vrede, democratie en duurzaamheid volgens Draghi op de tocht. Europa moet volgens Draghi innovatiever, groener en competitiever worden en voor veiligheid en economische inputs minder afhankelijk van het buitenland. Volgens Draghi moet de interne markt en de gezamenlijke kapitaalmarkt worden vervolmaakt en is binnen Europa meer coördinatie nodig. En Europa moet ook veel meer investeren. Draghi noemt 750 tot 800 miljard per jaar, wat gelijk is aan zo'n 4,5% van het BBP. Dit zou grotendeels door de private sector moeten worden opgebracht, maar Draghi erkent dat daarvoor fiscale maatregelen en directe overheidsuitgaven nodig zullen zijn. Ambitieuze plannen dus, maar moeilijk te verwezenlijken in een tijd waarin overheden moeten bezuinigen om aan Europese regels te voldoen en

euroseptici terrein winnen in het Europese politieke landschap.

Dat het met de groei in Europa niet echt lekker gaat, blijkt uit de recente macro-economische cijfers. De inkoopmanagersindex voor de industrie daalde in september naar 45,0, waarmee de opleving van januari tot mei vrijwel geheel ongedaan gemaakt is. De index voor de dienstensector bleef met 51,4 boven het niveau dat groei scheidt van krimp, maar ook hier is de opleving van eerder dit jaar voor een groot deel uitgewist. De gecombineerde index voor de gehele economie, waarin ook de bouw is verwerkt, daalde naar 49,6, het laagste niveau sinds februari. En wijzend op een krimpende economie.

Sentiment onder producenten eurozone verslechterd



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

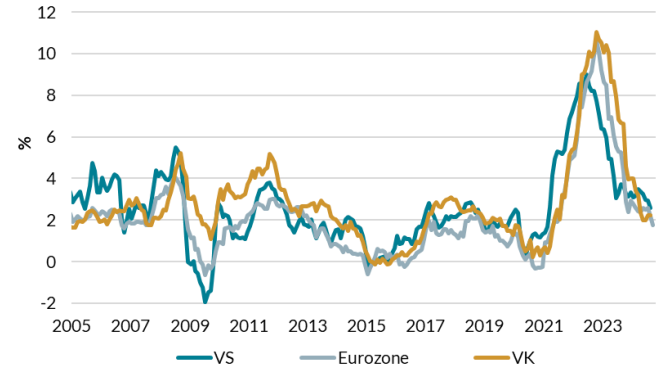
Opvallend was de daling van de inkoopmanagersindex voor de industrie in Duitsland naar 40,3, een alarmerend laag niveau. De zwakte in Duitsland bleek ook uit de Ifo-index, die in september voor de tweede maand op rij daalde, terwijl die al op een laag peil stond. De groei in Duitsland was in het tweede kwartaal al licht negatief en aangezien deze indicatoren duiden op verdere krimp, lijkt Duitsland in een technische recessie te zijn beland. Verder bleek de opleving van de het sentiment in de Franse dienstensector tijdelijk en samen te hangen met de Olympische Spelen, iets wat wij al vermoedden.

De Economic Sentiment Index bood vergeleken met de inkoopmanagersindices een paar lichtpuntjes. Maar wel kleine. De Economic Sentiment Index daalde in september, maar de daling was klein. In feite beweegt de index sinds eind vorig jaar zijwaarts op een niveau dat wijst op een stagnerende economie. Het consumentenvertrouwen steeg verder, de zwakte zit vooral in de industrie. En de relatieve kracht in de dienstensector.

De zwakte roept de vraag op of de ECB het tempo van renteverlagingen zal gaan versnellen. Na de renteverlaging van juli laste de ECB in augustus een pauze in, om in september een tweede verlaging door te voeren. Wij

denken dat de kans op een renteverlaging in oktober is toegenomen. De groei valt tegen en de inflatie daalde in september naar 1,8%, waarmee de geldontwaarding voor het eerste sinds juni 2021 onder het doel van de ECB van 2% uitkwam.

Daling inflatie zet door



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

De kerninflatie daalde wel naar 2,7%, maar de inflatie in de dienstensector is hardnekkig. Wij denken dat afnemende loongroei uiteindelijk zal leiden tot lagere inflatie in de dienstensector. Uitspraken van ECB-voorzitter Lagarde en ECB-bestuurder Schnabel wijzen erop dat een renteverlaging in oktober mogelijk is. Zij hebben er meer vertrouwen in gekregen dat de inflatie onder controle komt. Schnabel verwees daarbij ook naar de matige groeivoorzichten.

Whatever it takes in China?

Op 26 juli 2012 - de eurozone verkeerde in een crisis over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën van Zuid-Europese landen - verklaarde toenmalig ECB-president Mario Draghi *to do whatever it takes* om de euro te redden. Zijn woorden en de instrumenten die hij aankondigde stabiliseerden markten en sindsdien wordt wel gesproken van een *whatever it takes moment*. De vraag is of dit moment nu ook in China is aangebroken. De Chinese economie kwakkelde al een tijd. Dit werd bevestigd door de inkoopmanagersindices. Het gemiddelde van de twee indices die China rijk is voor de industrie daalde in september verder onder de 50, het gemiddelde voor de dienstensector bleef daar maar net boven. Met de zwakte economie, de overcapaciteit in de industrie en de snel opgelopen schuldenlast de afgelopen jaren, ligt het gevaar van deflatie op de loer. Japan heeft laten zien hoe moeilijk het is om daar uit te komen. Dus nam de roep toe om maatregelen door de Chinese overheid om de economie te stimuleren.

Die maatregelen kwamen eind september in twee stappen. In eerste instantie kondigde de overheid een aantal

monetaire maatregelen aan. Deze maatregelen zijn het meest concreet, maar wellicht het minst effectief. De centrale bank verlaagde de beleidsrente met 0,2%-punt en de reserves die banken aan moeten houden met 0,5%-punt. Lagere reserveverplichtingen vergroten het aanbod van krediet, maar dat is niet het probleem in China. Het is juist het lage vertrouwen onder consumenten en bedrijven dat de vraag naar krediet remt. Bovendien heeft de centrale bank verlagingen van de reserveverplichtingen geregeld ongedaan gemaakt door minder direct krediet aan het bankwezen te verschaffen. Voorts wordt de rente op bestaande hypotheekleningen verlaagd alsook de minimum eigen inleg voor de aankoop van een woning. Per saldo positief voor de huizenmarkt, maar met wellicht ook weinig effect nu het vertrouwen in de woningmarkt op een dieptepunt staat omdat veel huizenkopers nog wachten op de oplevering van woningen die al zijn aanbetaald. Ten slotte zijn er maatregelen aangekondigd om de aandelenmarkt te steunen, bijvoorbeeld door het voor bedrijven goedkoper te maken om te lenen om eigen aandelen in te kopen. Eerdere pogingen van de autoriteiten om de aandelenmarkt te steunen leidden tot stevige rally's, maar als snel ook weer tot sterke dalingen van de aandelenmarkt.

De fiscale maatregelen die vervolgens werden aangekondigd zijn minder concreet, maar het lijkt er wel op dat huishoudens direct gesteund gaan worden. Tot nu toe heeft de Chinese overheid de economie vooral via de aanbodkant gestimuleerd, met overcapaciteit tot gevolg. Aandacht voor de vraagkant zou dan ook meer dan welkom zijn.

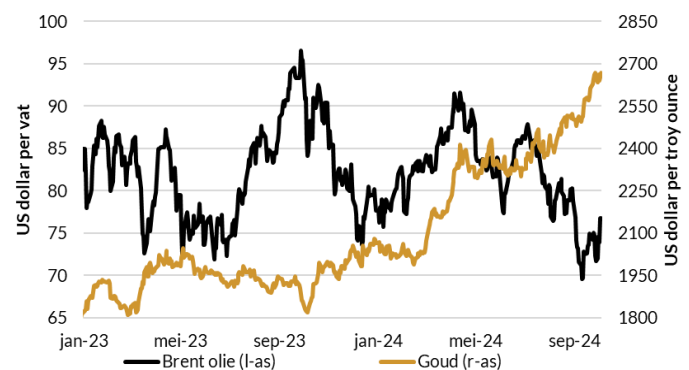
Afzonderlijk valt op al deze maatregelen wel wat af te dingen, maar gezamenlijk geeft de overheid hiermee wel een sterk signaal af. Wij zien dit nog niet als een *whatever it takes moment*, daarvoor zou meer nodig zijn. Maar markten reageerden uitbundig. Vooral door de toenemende urgentie die blijkt uit deze maatregelen en de begeleidende commentaren schoot de index van de beurs in Shanghai in een week ruim 20% omhoog. Hiermee maakte de index het verlies van het jaar ruimschoots goed. Deze beurs staat nog wel ruim 10% onder de piek van september 2021 en ruim 50% onder de zeepbel-piek van 2015. Positief gezien zou je kunnen zeggen dat er nog veel ruimte is voor stijging.

Geopolitieke spanningen nemen toe.

Het was al langere tijd onrustig tussen Israël en Hezbollah in Libanon. Na de ontploffende communicatiemiddelen en bombardementen op Hezbollah is Israël nu ook met troepen de noordelijke grens met Libanon overgestoken. Dit alles zette Iran ertoe een vergeldingsactie uit te voeren op Israël. Dat Iran de raketaanval vooraf aankondigde, laat

zien dat landen zich nog enigszins bewust zijn van escalatierisico's. De prijs voor een vat Brent olie liep in en paar dagen tijd met zo'n 10% op. Vooral het nieuws dat Israël een nieuwe vergelding overweegt met een mogelijke aanval op Iraanse olieraffinaderijen zette olieprijsen hoger. De schade voor Iraanse olieproductie zou nog kunnen worden opgevangen door productie van Libië en OPEC, maar de risico's nemen toe. Bijvoorbeeld ook doordat Iran scheepvaart in de Straat van Hormuz zou kunnen belemmeren.

Olie stijgt vanwege geopolitieke spanningen, maar niveau nog laag



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Dit roept de vraag op of dit een negatief effect heeft op de wereldeconomie en op financiële markten. Wij denken dat dit effect beperkt zal zijn. Ook na de recente stijgingen staan olieprijsen nog lager dan eind augustus en op niveaus die geen negatieve invloed op de economie hebben. Dit mede omdat er voldoende aanbodcapaciteit is. Vooral Saudi-Arabië heeft ruimte om de oliemarkt te stabiliseren als een deel van de productie van Iran stilvalt. Voor de VS geldt bovendien dat ze een grote olieproducent zijn, waarmee de economie minder gevoelig is voor veranderingen in olieprijsen. Wij hebben ons beleggingsbeleid dan ook niet gewijzigd.

We hebben onze overwogen positie in aandelen gehandhaafd. In de VS zijn de economische signalen recent vooral positief. In de eurozone kan de economische groei kan wat tegenvallen, waarmee winstverwachtingen wat omlaag zouden moeten. We zien al dat meer analisten hun verwachtingen neerwaarts bijstellen. Overigens zonder dat de totale winstverwachtingen al dalen. Maar zolang winsten blijven stijgen, zien we dit als een steun voor aandelenmarkten. Zeker met dalende inflatie en vooral met centrale banken die hun beleidsrentes verlagen. De meest recente cijfers over de Amerikaanse arbeidsmarkt, die door beleggers met argusogen worden bekeken, gaven ook opluchting.

We zijn onderwogen in obligaties. Vooral Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties vinden we

onaantrekkelijk. We vinden dat de lage risico-opslagen onvoldoende rendement geven voor het hogere risico dan op staatsobligaties. Die risico-opslagen hoeven maar een beetje op te lopen om de categorie achter te laten lopen op staatsobligaties. We geven daarmee binnen Amerikaanse investment grade obligaties de voorkeur aan staatsobligaties. Als we echter kijken naar wereldwijde investment grade bedrijfsobligaties geven we de voorkeur aan de eurozone. Daar zijn de risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties minder extreem laag dan in de VS.

Voor hoogrentende bedrijfsobligaties zijn we voorzichtig, aangezien deze bedrijven scherper gefinancierd zijn en dus meer last hebben van hogere rentes die geleidelijk doorkomen in de rentelasten door herfinanciering van leningen. Obligaties van opkomende landen geven een aantrekkelijk rendement, maar dit komt voor een belangrijk deel door zeer hoge rentes bij de zwakkere landen in de index. Tevens is er nog weinig risicopremie ingeprijsd voor onrust rondom de Amerikaanse verkiezingen in november en een eventuele verdere groeivertraging. Vandaar de neutrale positie.

Voor vastgoed vinden we de onzekerheden rond rentes en de mogelijke afwaardering van panden nog te groot voor een instapmoment. Ten aanzien van grondstoffen hebben we vooral twijfels over de kracht van de Chinese economie. Een teken aan de wand wat ons betreft is dat olieprijsen in september wederom daalden, terwijl geopolitieke spanningen opliepen en de olieproducerende landen besloten hun productiebeperkingen langer te handhaven.

Marktvooruitzichten

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Wereldwijd (MSCI AC)	1179	4.0%	4.0%	16.6%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3698	3.3%	3.6%	16.7%
Opkomende markten (MSCI EM)	1179	9.9%	6.8%	15.2%
Verenigde Staten (S&P500)	5751	4.2%	3.9%	20.6%
Eurozone (EURO STOXX 50)	511	2.1%	-0.1%	7.9%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	8281	0.1%	0.5%	7.1%
Japan (Topix)	2694	2.3%	-7.1%	13.8%
Nederland (AEX)	912	1.7%	-2.5%	15.9%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	3.98	22	-37	11
Japan	0.89	1	-19	27
Duitsland	2.21	0	-37	19
Frankrijk	2.99	6	-29	43
Italië	3.52	-6	-49	-20
Nederland	2.51	0	-39	19
Verenigd Koninkrijk	4.13	20	-7	59

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	87	-12	-6	-17
Eurozone	110	-6	4	-25

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	289	-46	-36	-45
Eurozone	333	-22	0	-62
Opkomende markten (USD)	351	-52	-44	-33
Opkomende markten (Lokale valuta)	242	-26	15	6

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Wereld	1.7%	12.5%	6.8%
Noord-Amerika	-0.2%	13.0%	9.1%
Europa	2.6%	8.5%	4.8%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Bloomberg index	7.6%	-0.1%	3.5%
Basismetalen	11.1%	1.4%	9.3%
Brent olie (USD per vat)	78.22	-10.7%	0.7%
Goud (USD per troy ounce)	2667	13.0%	29.1%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 7 oktober 2024

Bron: Refinitiv

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Overwogen
<p>Na dalingen aan het begin van de maand, wisten wereldwijde aandelenmarkten in september licht te stijgen. Dat kwam vooral door een klein plusje in de VS en een sterke stijging in China. De economische vooruitzichten in de VS zijn verbeterd; over het effect van stimuleringsmaatregelen in China bestaat nog onzekerheid. De economie van de eurozone blijft kwakkelen. Toch denken we dat de groei voldoende zal zijn om winsten te laten groeien, terwijl de inflatie daalt en centrale banken rentes zullen verlagen. Winstverwachtingen voor de komende twaalf maanden worden naar boven bijgesteld, hoewel het aantal analisten dat naar boven bijstelt wel afneemt. Lets om in de gaten te houden. We hebben een neutrale positie in Pacific en opkomende markten. In Pacific hebben we eerder dit jaar winst genomen op een overweging in Japan en hebben we twijfels over Hong Kong. In opkomende markten vinden we de groei, het momentum en de revisies van de winsten niet sterk genoeg voor een overwogen positie.</p>	
Staatsobligaties	Neutraal
<p>Net als in augustus daalde de tweejaarsrente in de VS sneller dan de tienjaarsrente. De helling van de rentecurve liep daarmee op tot licht positief. In Duitsland was eenzelfde ontwikkeling te zien met een sterkere daling van de tweejaarsrente. Daarmee is ook in Duitsland de helling van de rentecurve weer positief. In het VK daalden korte rentes wel, maar lange rentes niet. De rentecurve is daar nog licht negatief. Met de oplopende helling van rentecurves denken we dat renteverlagingen redelijk realistisch zijn ingeprijsd. Op korte termijn kunnen rentes wat stijgen als centrale banken niet helemaal aan de marktverwachtingen voldoen, maar op langere termijn zien we met lagere inflatie en renteverlagingen door centrale banken geen structurele stijging van markrentes.</p>	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
<p>De risico-opslag op investment grade bedrijfsobligaties daalde licht in de VS, maar liep licht op in de eurozone. De bewegingen waren per saldo minimaal. De bewegingen in de onderliggende rente op staatsobligaties hadden een grotere invloed op het positieve rendement in september. In de VS vinden we de risico-opslag zeer laag en daarmee investment grade bedrijfsobligaties onaantrekkelijk ten opzichte van staatsobligaties. De economische voortuitzichten in de VS zijn op korte termijn verbeterd, maar risico-opslagen hoeven maar weinig uit te lopen om investment grade bedrijfsobligaties te laten achterlopen op staatsobligaties. Ook in de eurozone is de risico-opslag laag, maar minder extreem dan in de VS. In de eurozone maakt de risico-opslag een aanzienlijk groter deel uit van de totale rentevergoeding dan in de VS. Dit reflecteert de minder positieve vooruitzichten in de eurozone, maar we denken niet dat die zodanig negatief zijn dat de risico-opslag op relatief veilige bedrijfsobligaties zal gaan oplopen. Binnen investment grade bedrijfsobligaties hebben we een relatieve voorkeur voor de eurozone ten opzichte van de VS.</p>	
Bedrijfsobligaties high yield	Neutraal
<p>Bij high yield bedrijfsobligaties daalde de risico-opslag in september in zowel de VS als in de eurozone. Risico-opslagen in de VS en in de eurozone liggen ruim onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar; in de VS ruim 100 basispunten, in de eurozone bijna 80. Daarmee is een zeer positief economisch scenario ingeprijsd. Net als investment grade bedrijfsobligaties, hebben ook high yield obligaties aan relatieve aantrekkelijkheid ingeboet ten opzichte van staatsobligaties met de hogere rentes in de laatste categorie. Maar onze negatieve visie op deze categorie komt vooral voort uit het feit dat de markt voor high yield obligaties geen rekening houdt met een mogelijke groeivertraging. Zelfs als de economie ook de komende kwartalen blijft groeien, vinden wij de risico-opslag gering. Bedrijven krijgen namelijk wel te maken met hogere rentelasten. Bovendien weten we dat als het solide sentiment op deze markt verslechtert, de liquiditeit van deze obligaties snel opdroogt en risico-opslagen stijgen.</p>	
Staatsobligaties opkomende markten	Neutraal
<p>De risico-opslag op obligaties uit opkomende markten genoteerd in dollars daalde in september sneller dan die op high yield bedrijfsobligaties. Het begin van renteverlagingen in de VS, een iets zwakkere dollar en stimuleringsmaatregelen in China waren positief voor deze obligaties. Obligaties in lokale valuta bleven wat achter, omdat beperkte daling van de inflatie een snellere rentedaling in de weg stond. Wij vinden de rentevergoeding op obligaties uit opkomende markten uitgegeven in dollars aantrekkelijk en risico-opslagen relatief wijd ten opzichte van andere categorieën. Hardnekkige inflatie in de dienstensector en hoge rentes in ontwikkelde landen vormen risico's, maar de Fed zal de rente verder gaan verlagen door afnemende inflatie in de VS. Staatsobligaties uit opkomende markten genoteerd in lokale valuta kunnen profiteren van afnemende inflatie en renteverlagingen in opkomende landen, hoewel het proces van dalende inflatie en renteverlagingen de afgelopen tijd wat gestokt is. De rentevergoeding is relatief laag ten opzichte van ontwikkelde landen en hierdoor neemt de relatieve aantrekkelijkheid af.</p>	

Vermogenscategorie

Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

Met dalende rentes heeft beursgenoteerd vastgoed drie positieve maande achter de rug. In september was de stijging in ontwikkelde landen wel beperkter dan in de voorgaande maanden. In opkomende landen, waar vastgoed profiteerde van de aankondiging van stimuleringsmaatregelen in China, was de stijging juist sterker. We hebben een neutrale opinie. De waardering is relatief laag ten opzichte van aandelen, maar niet ten opzichte van renteniveaus. Op korte termijn maken we ons zorgen over de duurzaamheid van de recente rentedaling en daarbij maken we ons eveneens zorgen over de financiering van de vastgoedsector. Aangescherpte kredietvoorwaarden bij banken compliceert de toegang tot (her)financiering wat leidt tot opwaartse druk op rentelasten. Transacties zijn onlangs wat aangetrokken, maar deze blijven op een laag niveau. Prijzen van vastgoedobjecten kunnen nog wat verder dalen, voordat het aantal transacties normaliseert.

Grondstoffen

Neutraal

De brede grondstoffenindex van Bloomberg steeg in september. Olieprijzen daalden, maar prijzen van basismetalen profiteerden van aangekondigde stimuleringsmaatregelen in China. Goud zette zijn opmars voort, terwijl basismetalen stegen na de forse dalingen in juni en juli. Oliemarkten zijn krap en voorraden laag, maar de wetenschap dat de OPEC-landen voldoende productiecapaciteit hebben en hier verstandig mee omgaan, houdt het opwaarts potentieel voor olieprijs beperkt. Ook de zwakte in de wereldwijde industrie en in China zet de olieprijs onder druk. Voor basismetalen zien we weinig opwaarts potentieel om dezelfde redenen. De goudprijs is nog altijd hoog. De dure goudprijs is vooral het resultaat van ruim monetair beleid en de grote hoeveelheid liquiditeit die dat heeft gecreëerd en de goudaankopen van centrale banken. Goud is interessant in tijden van onzekerheid, maar gezien de hoge prijs is er al veel onzekerheid en/of rentedaling in de goudprijs verdisconteerd.

Auteur

Joost van Leenders
Senior beleggingsstrateeg
j.vanleenders@vanlanschotkempen.com
M +31 6 82 83 11 89

Van Lanschot Kempen Investment Strategy & Tactische Asset Allocatie

Yaela van Raalte – Hoofd Investment Research
Luc Aben – Hoofdeconoom
Pieter Heijboer – Hoofd Investment Strategy
Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg
Jorn Veeneman – Senior 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.

Overige informatie

Dit document van Van Lanschot Kempen Investment Management NV (VLK Investment Management) wordt u slechts ter informatie aangeboden en biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen. De informatie in dit document is niet compleet zonder de mondelinge toelichting gegeven door een medewerker van VLK Investment Management.

VLK Investment Management 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. VLK Investment Management wil uitdrukkelijk voorkomen dat de benchmarks die gebruikt worden in dit document gepubliceerd of beschikbaar worden gemaakt voor het publiek in de zin van de Benchmarkverordening. Daarom is de informatie in dit document uitsluitend voor intern zakelijk en niet commercieel gebruik aan u ter beschikbaar gesteld. Gebruik van (de informatie uit) dit document anders dan voor de doeleinden als hierboven beschreven, is alleen geoorloofd na voorafgaande toestemming van VLK Investment Management.



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00

vanlanschotkempen.com/investment-management