



Visie op asset allocatie

DECEMBER 2022

- Minder pessimisme in Europa, maar nog wel een recessie
- Tekenen van een recessie in 2023 in de VS nemen toe
- Centrale banken nog niet toe aan een draai in het rentebeleid
- Nog voorzichtige asset allocatie

Het optimisme onder beleggers hield in november aan. De wereldwijde aandelenindex van MSCI boekte een winst van 7,6%.¹ Opkomende markten deden het met een winst van 14,6% aanmerkelijk beter na twee maanden van achterblijvende prestaties. Maar ook Amerikaanse aandelen (5,4%) en Europese aandelen (8,0%) gingen flink omhoog.

Aandelenrally houdt aan in november



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempens

De rally in aandelen werd mede gedreven door dalende kapitaalmarktrentes. In de VS met 44 basispunten en in Duitsland met 21 basispunten. Verder daalden risico-opslagen op investment grade en high yield bedrijfsobligaties en op obligaties uit opkomende markten. Bij vastgoed viel de enorme winst van 24,2% in opkomende markten op. Maar

die categorie was de voorgaande zeven maanden dan ook flink afgestraft. In de VS en Europa bleef vastgoed iets achter op aandelen.

Naast dalende kapitaalmarktrentes gaven tekenen van uitbodemen van voorlopende indicatoren in Europa en een gunstige ontwikkeling van Europese gasvoorraden beleggers moed. Ook aanwijzingen van een minder stringent anti-covid beleid in China hielpen mee. Wij denken echter dat Europa op weg is naar een recessie. En in de VS wijst een toenemend aantal indicatoren daar ook op. We vinden winstverwachtingen, die nog uitgaan van positieve winstgroei, daarom te optimistisch en houden vast aan onze onderweging in aandelen.

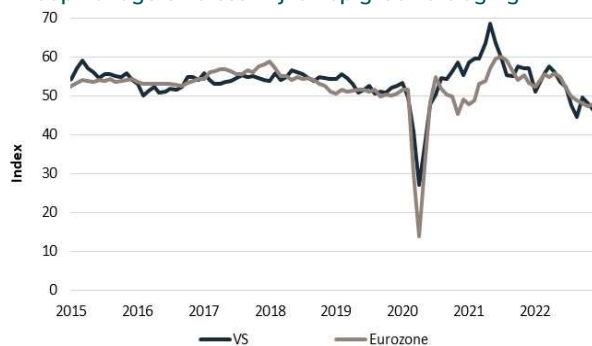
Voorlopende indicatoren iets omhoog in Europa

Eindelijk eens wat meevallend nieuws uit de eurozone: voorlopende indicatoren verbeterden in november. Het consumentenvertrouwen ging voor de tweede maand op rij omhoog. De Economic Sentiment Index steeg, net als de Duitse Ifo- en ZEW-indicatoren en de inkoopmanagersindex voor de Europese industrie. De inkoopmanagersindex voor de Europese dienstensector was onveranderd. In het VK, waar de economie al kromp in het derde kwartaal, was het beeld bij de

¹ Rendementen in lokale valuta.

inkoopmanagersindices hetzelfde. Minder positief is dat de verbeteringen vrij marginaal zijn en al deze indicatoren nog steeds wijzen op een recessie. Een recessie die vooral gedreven zal zijn door de negatieve impact die inflatie heeft op de koopkracht van consumenten. De arbeidsmarkt is krap; de werkloosheid daalde in oktober tot een voor de eurozone laagterecord van 6,5%. Dat levert wel loongroei, maar niet genoeg om de inflatie te compenseren. De impact werd duidelijk uit de detailhandelsverkoop. Die daalden in oktober met maar liefst 2,6% ten opzichte van oktober 2021. Maar ook in de industrie zijn er duidelijke tekenen van groeivertraging. De industriële productie in de eurozone lag in september weliswaar 4,3% hoger dan een jaar eerder, maar orders dalen in de eurozone als geheel en in Duitsland in het bijzonder.

Inkoopmanagersindices wijzen op groeivertraging

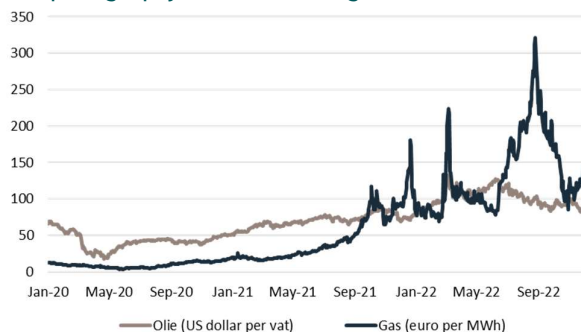


Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Zonder meer positief is de ontwikkeling van de gasvoorraden. Deze zijn ondanks de sterk teruggefallen leveringen uit Rusland toch vrijwel maximaal gevuld. Het zeer milde weer tot in november heeft daarbij geholpen, maar er is ook aanvoer vanuit nieuwe bronnen, vooral LNG, en er worden effectieve besparingsmaatregelen genomen. Dat verkleint de kans dat gas de komende winter op rantsoen gaat, al blijft het weer natuurlijk zeer bepalend. Toch is hier ook niet alles koek en ei. De negatieve schok voor de Europese industrie is groot. In Duitsland lag de industriële productie in september lager dan aan het begin van 2022; vooral energie-intensieve bedrijven hebben de productie flink teruggeschroefd. En bovendien zijn de voorraden nu nog voor een groot deel gevuld met Russisch gas. Dat is volgend jaar niet meer mogelijk. Er is weer onrust in de gasmarkt geslopen. Begin november waren gasprijzen sterk gedaald van de

pieken eerder dit jaar, maar begin december waren ze alweer met ruim 40% gestegen.

Europese gasprijzen weer omhoog



Bron: Bloomberg, Refinitiv, Van Lanschot Kempen

In een economische teruggang worden banken terughoudender met het verstrekken van nieuwe kredieten en dat is ook nu weer het geval. Voor zowel bedrijfsleningen als leningen aan consumenten worden de kredietvoorwaarden aangescherpt.

We gaan er nog steeds vanuit dat de economieën van de eurozone en die van het VK in een recessie zullen belanden.

Tekenen van een naderende recessie in de VS

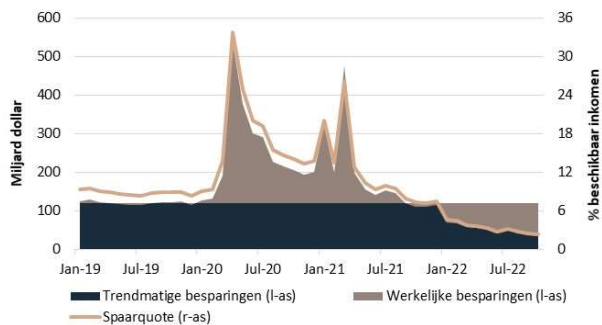
In de VS zijn veel voorlopende indicatoren juist verder gedaald. De Leading Economic Indicator van de Conference Board is al acht maanden op rij gedaald en stond in oktober 2,7% lager dan een jaar eerder. De inkoopmanagersindex voor de industrie daalde in november naar 47,6, die voor de dienstensector naar 46,1. Volgens de ISM-manufacturing index zijn bedrijven wat minder somber, maar de daling naar 49 duidt wel op verdere verzwakking. Na wat te zijn opgekrabbeld in de zomer, daalde het consumentenvertrouwen ook weer in oktober. De rentecurve was begin december sterk negatief. De tienjaarsrente lag zo'n zeventig basispunten onder de tweejaarsrente en was ook lager dan de driemaandsrente. Een negatieve rentecurve, zeker in deze mate en als dit enige tijd aanhoudt, is een vrijwel onfeilbare indicator van een recessie. En ook de sterke daling van de reële geldhoeveelheid wijst op een sterke groeivertraging.



Een voorlopende indicator die overigens niet op een recessie wijst is de ISM non-manufacturing index. Deze vertrouwensindicator voor de dienstensector steeg in november tegen de verwachting in naar 56,6 wat iets boven het langjarige gemiddelde is.

Ook uit de reële indicatoren blijkt dat de VS nog niet in een recessie beland zijn. Dalende inflatie geeft consumenten wat lucht. In oktober daalde de totale inflatie volgens de CPI-index naar 7,8%. Volgens de PCE-index, de favoriete indicator van de Fed die wordt gebruikt om de reële consumptie en inkomens te berekenen, daalde de totale inflatie naar 6,0%. Op jaarbasis is de inkomensstijging nog onvoldoende om de inflatie te compenseren. Het reële beschikbare inkomen was in oktober 3,0% lager dan een jaar eerder. Maar vanaf juli stijgt het reële beschikbare inkomen per saldo wel op maandbasis. En aangezien Amerikaanse gezinnen de besparingen, die tijdens de coronapandemie met hulp van de overheid werden opgebouwd, nu aanwenden om hun consumptiepatroon op peil te houden, is de groei van de consumptieve bestedingen recent versneld.

Amerikaanse gezinnen gebruiken besparingen



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Het vierde kwartaal zou weleens het beste kwartaal voor de consumptiegroei kunnen worden sinds het tweede kwartaal van 2021. We denken echter niet dat consumenten dit kunnen volhouden. Onder lagere inkomens beginnen besparingen op te raken en lopen schulden en ook wanbetalingen op creditcardschulden al wat op.

De arbeidsmarkt biedt nog steun, maar met haar verkrappende monetaire beleid probeert de Fed de arbeidsmarkt juist af te koelen. Daar zijn wel wat tekenen van. Het aantal vacatures en het aantal mensen dat vrijwillig hun baan opzegt is wat gedaald. Consumenten en bedrijven zijn ook minder

positief over de arbeidsmarkt. Maar het aantal aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen is nog laag en het aantal nieuwe banen dat wordt gecreëerd ligt nog ruimschoots boven het arbeidsaanbod, dus ook de arbeidsmarkt wijst nog niet op een recessie.

Je zou wel kunnen zeggen dat er een recessie is op de huizenmarkt. Na begin november even boven 7% te hebben gestaan, is de hypotheekrente weer wat gedaald, maar het niveau van ruim 6,5% begin december is nog altijd veel hoger dan de afgelopen jaren. Hoge prijsstijgingen van woningen de afgelopen jaren en nu ook de stijging van de hypotheekrente hebben de betaalbaarheid van woningen naar een dieptepunt gedrukt. Woningen zijn sinds midden jaren tachtig, toen de hypotheekrente boven de 10% stond, niet zo moeilijk betaalbaar geweest. Dit laat diepe sporen na op de huizenmarkt. In oktober lagen de woningverkoop ruim 30% lager dan in oktober 2021. Aanvragen voor bouwvergunningen en nieuw in aanbouw genomen woningen dalen zo'n 10% op jaarbasis. Prijzen staan onder druk. In september lagen huizenprijzen nog ruim 10% hoger dan in september 2021, maar de piek is bereikt. September was al de derde maand op rij waarin huizenprijzen op maandbasis daalden. We verwachten een correctie op de huizenmarkt, maar geen crash. Er is niet overmatig geleend om huizen te kopen. Het afgelopen decennium is de hypotheekschuld van gezinnen achtergebleven bij de ontwikkeling van de inkomens. Daarnaast is er krapte op de woningmarkt. Vanuit historisch oogpunt is het aantal te koop staande woningen laag, maar met het gedaalde aantal transacties, is de voorraad wel opgelopen ten opzichte van die transacties. Woningen zullen dus langer te koop staan, wat verder druk zet op de prijzen. En dalende huizenprijzen zullen leiden tot terughoudendheid bij gezinnen in hun consumptiegedrag.

Alle voors en tegens afwegend denken we dat de voorlopende indicatoren gelijk zullen krijgen en dat de Amerikaanse economie in 2023 door een milde recessie zal gaan. Met als belangrijkste oorzaak het verkrappende monetaire beleid.

Nog geen draai in het monetaire beleid

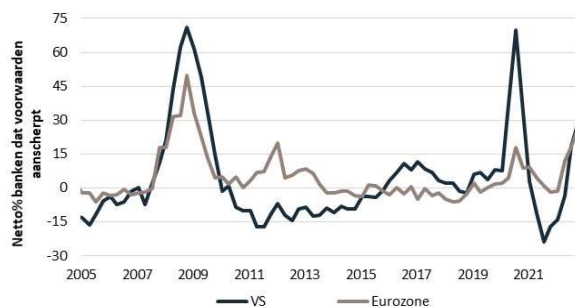
Vorige maand schreven we al over de pivot, oftewel de draai, die centrale banken kunnen gaan maken. En ook deze maand ontkomen we hier niet aan. Het



gaat hierbij vooral om de Amerikaanse centrale bank. In de VS lijkt de inflatie namelijk over het hoogtepunt heen. We noemden al de dalende totale inflatiecijfers. Exclusief de volatiele voedsel- en energiecomponenten daalde de kerninflatie ook iets, naar 6,3% voor de CPI-index en 5,0% voor de PCE-index. Het verschil komt vooral door een kleiner gewicht van woonkosten in de PCE-index. Er zijn meer tekenen dat de inflatie gaat dalen. Enquêtes onder ondernemers wijzen op minder prijsdruk. De afkoeling van de huizenmarkt zal ook een neerwaarts effect op de inflatie gaan hebben. Maar voorlopig ligt de inflatie nog dermate ver boven het doel van de Fed van 2%, dat de bank de rente verder zal optrekken. In een speech eind-november wees Fed-voorzitter Powell er nogmaals op dat er al flinke stappen zijn gezet en dat dit met vertraging doorwerkt op de economie. Het zou dus prudent zijn om kleinere stappen te nemen. Maar dat is, zoals we ook vorige maand al benadrukten, geen nieuws. En wat ons betreft al helemaal geen pivot. Bovendien benadrukte Powell nogmaals dat inflatiebestrijding prioriteit heeft en de Fed nog niet klaar is met het verhogen van de rente.

Voor een echte pivot, namelijk renteverlagingen, is het nog veel te vroeg. De arbeidsmarkt is daar simpelweg te krap voor. In november versnelde de groei van de uurlonen iets tot 5,1% ten opzichte van november vorig jaar. Dat is niet verenigbaar met een inflatiedoelstelling van de Fed van 2%. De economie en de arbeidsmarkt zullen dus verder moeten afkoelen.

Commerciële banken scherpen leningvoorwaarden aan



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Banken helpen bij die afkoeling. Net als in de eurozone verkrappen banken in de VS hun leningvoorwaarden. Wat de kredietgroei zal gaan afremmen. Maar financiële markten werken niet echt

mee. Door de aandelenrally, de lagere kapitaalmarktrente, de daling van kredietopslagen op bedrijfsobligaties en een verzwakking van de dollar, zijn de financiële condities in de VS verruimd, terwijl de Fed juist een verkrapping wil zien.

Al met al krijgt de Fed maar in beperkte mate wat zij wil. De inflatie lijkt te hebben gepiekt, maar de economie koelt nauwelijks af en financiële condities helpen de Fed ook niet. Als dit aanhoudt, zal de Fed juist meer moeten doen, niet pauzeren en laat staan de rente verlagen.

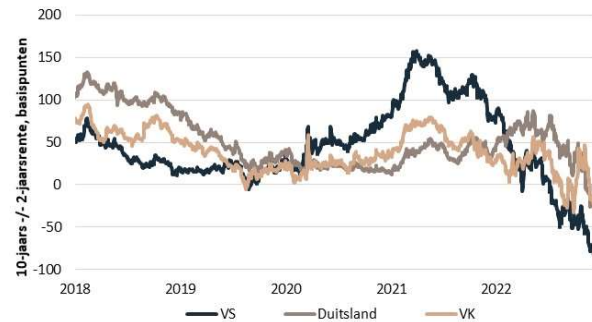
We denken dat de ECB na een renteverhoging met 50 basispunten in december het tempo nog verder zal terugschroeven. De inflatie daalde iets van 10,6% in oktober naar 10% in november. De kerninflatie lag in november onveranderd op 5,0%. Dat is op zich nog veel te hoog voor de ECB om te stoppen met het verhogen van de rente. Basiseffecten (hoge prijsstijgingen een jaar eerder die zich niet in die mate zullen herhalen) zullen de inflatie verder drukken. Maar belangrijker is naar onze mening de economische vertraging. We achten het onwaarschijnlijk dat de ECB de rente zal blijven verhogen als de economie in recessie is. Maar ook in de eurozone is het hopen op renteverlagingen op korte termijn volgens ons prematuur. Ook de Bank of England staat voor een moeilijke taak. De inflatie is in het VK nog hoger dan in de eurozone, en lijkt ook hardnekkiger, en de arbeidsmarkt is eveneens krap. Maar de economie is zwakker, met krimpende detailhandelsverkoop en industriële productie. En vertraging in de groei van de bancaire kredietverlening. Wellicht zal de Bank of England eerder dan de Fed of de ECB de draai maken naar renteverlagingen, maar ook hier zal het nog wel even duren voor het zover is.

Markten nog in *risk-on* modus

Zoals we in de inleiding al meldden, staan financiële markten nog steeds in de *risk-on* modus. Dat uit zich in stijgende aandelenkoersen en dalende kredietopslagen op bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende markten. Wij denken dat vooral de percepties ten aanzien van het monetaire beleid en lagere inflatie het optimisme onder beleggers hebben aangewakkerd. De verwachtingen voor het monetaire beleid op korte termijn zijn nauwelijks gewijzigd, maar er worden later in 2023 en in 2024 wel meer renteverlagingen verwacht. Daardoor is de

tienjaarsrente flink gedaald en is de helling van rentecurves sterk negatief.

Recessie-indicatoren: negatieve rentecurves



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Met het beeld van dalende inflatie zijn we het wel eens. Zoals gezegd zijn daar in de VS al tekenen van en lijkt het ook in Europa niet ver weg meer. We zien hierin echter niet iets nieuws voor wat betreft het monetaire beleid. Het ligt al lang in de lijn der verwachting dat centrale banken kleinere stappen gaan nemen. En zoals we hierboven uiteen hebben gezet, voor renteverlagingen is het wat ons betreft nog echt te vroeg.

Wellicht heeft het cijferseizoen toch een beetje geholpen. In de eurozone was de winstgroei sterk en conform verwachting. In de VS viel de winstdaling (exclusief energie) een beetje mee. Voor aandelen zien we twee kwetsbaarheden met een nakende recessie. Ten eerste liggen waarderingen nog niet op niveaus die gangbaar zijn tijdens recessies. De huidige voorwaartse koers-winstverhouding is in de VS 18, in Europa en opkomende markten zo'n 12 en in Pacific 14. Tijdens de financiële crisis in 2008-2009 daalde de koers-winstverhouding in opkomende markten tot 6,2, in Europa tot 7,1 en in de VS en Pacific tot 9,5. Nou was dat een hele zware recessie, maar waarderingen liggen nu ook hoger dan tijdens de crisis in de eurozone in 2011 en tijdens de renteverhogingen van de Fed in 2018. Het lijkt erop dat aandelenbeleggers uitgaan van een milde recessie en al kijken naar het herstel daarna. Een tweede kwetsbaarheid zijn de winsten zelf. Aandelenmarkten gaan omhoog, terwijl verwachte winsten in de VS, het VK en in opkomende markten neerwaarts worden bijgesteld. In de eurozone is dat nog niet het geval, wat vooral komt door de hoge groei in de gerealiseerde winsten. Maar ook in de

eurozone lijken neerwaartse winstbijstellingen slechts een kwestie van tijd. Ondanks de neerwaartse bijstellingen, wordt voor de VS, Europa en opkomende markten nog winstgroei verwacht voor 2023, zij het mondjesmaat voor Europa en opkomende markten. Maar in recessies gaan winsten al gauw met 10 tot 20% omlaag. Als we die kant op gaan, moeten beleggers wel heel sterk in hun schoenen staan om daar doorheen te kijken. We hebben onze onderweging in aandelen daarom gehandhaafd.

Aandelenwaardering nog niet op recessie-niveau



Bron: Bloomberg, Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Wat betreft kapitaalmarktrentes gaven we eerder al aan dat het grootste deel van de rentestijging achter de rug is. De daling van de rentes de afgelopen weken is wellicht niet helemaal houdbaar, gegeven dat we nog geen draai van centrale banken voorzien, maar het bevestigt wel ons beeld van een piek in de rente. De afgelopen maanden hebben we onze allocatie naar staatsobligaties al wat verhoogd.

We zijn nog terughoudend ten aanzien van bedrijfsobligaties. Ook daar zijn rentes aantrekkelijker geworden, maar in het geval van een recessie en dalende winsten verwachten we hogere risico-opslagen, wat het effect van hogere rentes snel teniet kan doen. We blijven neutraal gepositioneerd in investment grade en high yield bedrijfsobligaties. Voor high yield betekent dat dat we op dit moment geen positie in de portefeuille aanhouden.

Obligaties uit opkomende markten hebben zich behoorlijk goed staande gehouden in het geweld van oplopende rentes in de VS en een duurdere Amerikaanse dollar. Het tekent de fundamentele verbeteringen in opkomende markten, waar centrale



banken bijvoorbeeld tijdig begonnen zijn met het verhogen van de rente om oplopende inflatie te beteugelen. Risico-opslagen op obligaties genoteerd in dollars piekten in juli op bijna 600 basispunten. Inmiddels zijn ze gedaald tot onder 400 basispunten. Ondertussen is de onderliggende Amerikaanse rente opgelopen, waardoor obligaties uit opkomende markten een rentevergoeding van 8,5% bieden. We vinden de onzekerheid omtrent de economische verwachtingen nog te groot. Het is positief dat China het strenge anti-covid beleid wat gaat versoepelen, maar de vraag is hoe de reactie zal zijn als besmettingen verder gaan oplopen. Bovendien is er nog het probleem van de uiteengespatte vastgoedzeepbel. Breder geldt voor opkomende markten dat de vraag naar goederen in de VS en de eurozone zal teruglopen. Niet alleen vanwege recessie in die regio's, maar ook nog steeds van de normalisering richting de consumptie van meer diensten na de coronapandemie. De uitvoer van China, Zuid-Korea en Taiwan is de afgelopen maanden al stevig gedaald. En hoewel centrale banken bewegen richting het einde van renteverhogingen, is het proces nog niet geheel ten einde. We handhaven een neutrale positie.



Marktoverzicht

Aandelen				
	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereldwijd (MSCI AC)	973	6.6%	2.7%	-18.0%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	2662	6.2%	3.0%	-17.6%
Opkomende markten (MSCI EM)	973	9.9%	0.8%	-21.0%
Verenigde Staten (S&P500)	3941	4.5%	0.8%	-17.3%
Eurozone (EURO STOXX 50)	3939	6.8%	12.5%	-8.4%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7521	2.5%	3.0%	1.9%
Japan (Topix)	1950	1.8%	1.2%	-2.1%
Nederland (AEX)	724	7.7%	7.2%	-9.3%
Staatsobligaties (10-jaar)				
	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	3.53	-63	18	202
Japan	0.26	0	1	19
Duitsland	1.80	-50	16	198
Frankrijk	2.26	-58	3	206
Italië	3.39	10	180	234
Nederland	2.09	-50	12	212
Verenigd Koninkrijk	3.08	-46	-2	211
Bedrijfsobligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	130	-22	-30	38
Eurozone	174	-40	-33	79
Hoogrentende obligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	448	-14	-40	165
Eurozone	529	-73	-58	211
Opkomende markten (USD)	467	-57	-80	99
Opkomende markten (Lokale valuta)	307	-1	-41	-138
Vastgoed				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereld		0.9%	-9.4%	-19.9%
Noord-Amerika		-2.1%	-11.8%	-19.3%
Europa		4.3%	-8.6%	-36.4%
Grondstoffen				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Bloomberg index		-6.0%	-5.5%	12.9%
Basismetalen		7.2%	11.4%	-7.8%
Brent olie (USD per vat)	79.35	-18.1%	-11.7%	9.5%
Goud (USD per troy ounce)	1782	6.3%	1.0%	-2.5%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 7 december 2022

Bron: Bloomberg



Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Negatief
<p>De rally op aandelenmarkten die half oktober begon, zette zich in november door. Aandelen uit opkomende markten, die de voorgaande twee maanden flink waren gedaald, noteerden de grootste stijging, gevolgd door de regio Pacific, Europa en de VS. Vooruitzichten op lagere inflatie en daarmee een minder stringent monetair beleid waren de belangrijkste drijfveren, maar een positieve ontwikkeling van de Europese gasprijzen en voorzichtige tekenen van het loslaten van het zero-covid beleid in China hielpen ook mee. Wij vinden dit optimisme voorbarig. Centrale banken zijn nog niet klaar met het verhogen van de rente. We vinden het nog te vroeg om al te anticiperen op een draai, wat aandelenmarkten wel lijken te doen. Maar belangrijker, winstverwachtingen zijn naar onze mening te hoog, gezien de lage groei of recessies die in het verschiet liggen. Waarderingen en winstverwachtingen zijn hierop naar onze mening nog niet voldoende aangepast. We houden daarom vast aan onze onderweging in Amerikaanse en Europese aandelen.</p>	
Staatsobligaties	Neutraal
<p>Centrale banken zijn op weg om het tempo van de renteverhogingen wat te verlagen, maar daar is wel alles mee gezegd. De Fed krijgt nog niet wat zij wil. De Amerikaanse arbeidsmarkt koelt nauwelijks af en financiële condities, zoals de tienjaarsrente, risico-opslagen op bedrijfsobligaties, aandelenprijzen en de Amerikaanse dollar, verruimden juist de afgelopen weken. Er is dus een kans dat de Fed de rente langer hoog moet houden dan nu wordt verwacht. In dat licht bezien is de daling van de Amerikaanse tienjaarsrente naar 3,7% eind-november wellicht wat doorgeschoten, maar toch denken we het grootste deel van de rentestijgingen achter de rug te hebben. In Duitsland daalde de rente in november met ruim 20 basispunten tot 1,9%. De ECB zal de rente ook nog wat verder optrekken, maar mede door de verzwakkende economie en basiseffecten zal de inflatie gaan dalen. Dus komt in de eurozone het einde van de renteverhogingen in zicht. Binnen staatsobligaties zijn we onderwogen in de eurozone, overwogen in de VS en per saldo neutraal. Toch zijn we nog voorzichtig. Centrale banken kijken vooral in de achteruitkijkspiegel naar de torenhoge inflatie. We houden onze positionering daarom laag en in relatief korte looptijden, wat het renterisico verkleint.</p>	
Bedrijfsobligaties investment grade	Neutraal
<p>Lagere kapitaalmarktrentes en lagere risico-opslagen zorgden in november voor fors lagere rentes op investment grade bedrijfsobligaties. In de VS daalde de rente in deze categorie met 72 basispunten tot 5,0% en in de eurozone met 40 basispunten tot 3,8%. Rentenniveaus zijn aantrekkelijk vanuit historisch perspectief. In de VS ligt het ook boven het dividendrendement op aandelen, hoewel dat enigszins vertekend is aangezien Amerikaanse bedrijven een relatief groot deel aan kapitaal teruggeven aan beleggers via aandeleninkoop. We houden vast aan een neutrale weging vanwege het verkrappende monetaire beleid en de grote kans op recessies. Risico-opslagen staan nog niet op niveaus die passen bij recessies en dalende winstgroei.</p>	
Bedrijfsobligaties high yield	Neutraal
<p>Bij Amerikaanse high-yield bedrijfsobligaties was de daling in de risico-opslag in november iets kleiner dan bij investment grade in de eurozone. Dat was mede een reactie op de voorgaande maand, waarin risico-opslagen in de VS veel sterker daalden. Eind november stond de rente op deze obligaties in de VS op ruim 8% en in de eurozone op ruim 7%. Dat 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 we eind november op 448 basispunten, in de eurozone op 526 basispunten. Hoewel een negatief scenario met afnemende groei en hoge inflatie voor een groot deel is ingeprijsd, zien we 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 beduidend duurder.</p>	
Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
<p>Genoteerd 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. In november behaalde genoteerd vastgoed positieve rendementen geholpen door meevallende inflatiecijfers in de VS en Europa en daaruit volgende lagere rentestanden. Genoteerd vastgoed bleef wel wat achter ten opzichte van algemene aandelen. De waardering van genoteerd vastgoed is gedaald, waardoor we de categorie niet langer als duur zien en Europa inmiddels goedkoop is ten opzichte van algemene Europese aandelen. Los van onzekerheden omtrent groei, hebben oplopende rentes flink impact gehad op de koersen van genoteerd vastgoed. Zodra de rentedruk afneemt, kan genoteerd vastgoed herstellen. Echter is het nu nog te vroeg voor een draai van centrale banken. Centrale banken willen, na de eerdere onderschatting van inflatiedruk, de arbeidsmarkt zien verzwakken en inflatie duidelijker zien terugvallen richting de 2% alvorens beleidsrenteverlagingen te overwegen.</p>	



Staatsobligaties opkomende markten**Neutraal**

November was een positieve maand voor staatsobligaties uit opkomende markten, waar risico-opslagen voor obligaties genoteerd in dollars daalden met 75 bps en, door een lagere kapitaalmarktrente, de algehele rentevergoeding met meer dan 100 bps. Voor obligaties in lokale valuta daalde de rente met 60 bps. Meevallende VS-inflatiecijfers en geruchten over heropening in China zorgden voor de meewind. Voor de Fed lijkt een pauze rond een beleidsrente van 5% realistisch. Na protesten zijn er voorzichtige tekenen dat China het zero-covid beleid heroverweegt. Voor grootschalige versoepelingen dienen vaccinatiegraden bij ouderen echter hoger te zijn, begin 2Q23 is dit waarschijnlijk het geval. Zicht op dalende (goederen)inflatie in de VS vermindert de druk op EMD. Maar er is nog geen zicht op renteverlagingen van de Fed, daarvoor is een zwakkere arbeidsmarkt en lagere diensteninflatie nodig. Vertragende groei wereldwijd en lagere EM exports zijn risico's voor de beleggingscategorie. Gegeven relatief hoge rentevergoedingen hebben wij een neutrale visie ten aanzien van EMD HC en EMD LC.

Grondstoffen**Neutraal**

In november boekte de brede grondstoffenindex van Bloomberg een winst van 2,4%. Vooral goud en koper waren in trek en noteerden prijsstijgingen van respectievelijk 8,3% en 9,4%. Maar olieprijsen daalden met 7,2%. De stijging van goud kan vooral worden toegeschreven aan de daling van de reële rente in de VS. Hoe lager die rente, des te aantrekkelijker goud relatief is. De stijging van koper en andere basismetalen past in het *risk-on* sentiment dat markten in november beheerste deels veroorzaakt door de voorzichtige tekenen dat China het zero-covid beleid heroverweegt. De zwakte van de olieprijs past daar niet bij, maar wel bij een vertragende wereldeconomie. Gasprijzen in Europa liepen weer fors op met bijna 70%. De grote uitslagen in oktober en november zijn overigens vertekend doordat gasprijzen net op 31 oktober een grote (tijdelijke) dip lieten zien. Met ruim 140 euro per megawattuur eind november reflecteren gasprijzen dat de acute dreiging van tekorten is verminderd. Maar op middellange termijn blijft de gasvoorziening in Europa uitdagend. Over het algemeen voor grondstoffen geldt dat vanwege de sancties tegen Rusland en de daardoor lagere leveringen er snel krapte op markten kan ontstaan. Maar daarvoor moet de wereldeconomie wel aantrekken, terwijl die nu juist vertraagt. Dat er nu minder krapte is op grondstoffenmarkten dan eerder dit jaar blijkt ook uit de afgenomen backwardation. Spotprijzen liggen nog wel hoger dan future contracten, maar in mindere mate dan in het recente verleden. Dat maakt grondstoffen minder interessant als belegging.

JOOST VAN LEENDERS
Senior beleggingsstrateeg
joost.vanleenders@kempen.nl
06 8283 1189



VAN LANSCHOT KEMPEN ASSET RESEARCH & COMMUNICATION:

Yaela van Raalte – Hoofd ARC

Michel Iglesias del Sol – Hoofd investment strategy

Luc Aben – Hoofdeconoom

Robert de Groot – Hoofd investment research en communicatie

Maarten van der Pas – Hoofd editorial desk

Alastair Greenlees – Hoofd investment strategy UK

Arif Saad – Hoofd investment strategy UK

Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg

Duco Smit – Senior beleggingsstrateeg

Jorn Veeneman – Beleggingsstrateeg

Mees Vlasveld – Beleggingsstrateeg

Jack Horvest – Investment Specialist

Ellen Engelhart – Specialist obligaties

Robbert van Riel – Specialist obligaties

Bob Stroeken – Specialist aandelen

Tim Verhagen – Specialist aandelen

Effi Bialkowski – Specialist beleggingsfondsen

Bas Kooman – Investment writer

Hester van Breugel – Specialist communicatie

Rixt Hoekstra – Specialist communicatie



DISCLAIMER

De informatie die is opgenomen in deze publicatie is uitsluitend bestemd voor algemene doeleinden. Deze publicatie is geen aanbod en u kunt aan deze publicatie geen rechten ontleen. Bij de totstandkoming van deze publicatie hebben wij de grootst mogelijke zorgvuldigheid betracht bij de selectie van externe bronnen. Wij kunnen niet garanderen dat de informatie van deze bronnen die in deze publicatie is opgenomen juist en volledig is of in de toekomst zal blijven. Wij aanvaarden geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. Wij zijn niet verplicht de informatie die we hebben opgenomen in deze publicatie te actualiseren of te wijzigen. Alle rechten ten aanzien van de inhoud van de publicatie worden voorbehouden, inclusief het recht van wijziging.

OVERIGE INFORMATIE

Van Lanschot Kempen NV is statutair gevestigd aan de Hooge Steenweg 29, 5211 JN te 's-Hertogenbosch, KvK 's-Hertogenbosch nr. 16038212 met btw-identificatienummer NL0011.45.770.B01, is als bank geregistreerd in het Wft-register en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank NV (DNB), Postbus 98, 1000 AB Amsterdam, en de Autoriteit Financiële Markten (AFM), Postbus 11723, 1001 GS Amsterdam.

Eventuele klachten kunt u richten aan Van Lanschot Kempen NV of de afdeling Klachtenmanagement van het hoofdkantoor, Postbus 1021, 5200 HC 's-Hertogenbosch.