



Visie op Asset Allocatie

November 2023

- Hoge Amerikaanse groei onhoudbaar, eurozone kwakkel verder
- Inflatie nieuws positief, maar nog geen renteverlagingen
- Bedrijfscijfers in de VS beduidend sterker dan in Europa

Oktober was voor aandelenbeleggers niet veel beter dan september. Aandelenbeurzen waren nog steeds onder de indruk van de hogere rentes. In de VS steeg de tienjaarsrente verder, waarmee obligatiebeleggers in staats- en bedrijfsobligaties ook verliezen moesten nemen. In Europa boden staatsobligaties en investment grade bedrijfsobligaties wel een positief rendement. Verder ging vastgoed verder onderuit, maar profiteerde de goudprijs van de oorlog tussen Israël en Hamas en de toenemende politieke spanningen in het Midden-Oosten.

zouden op korte termijn voor opluchting kunnen zorgen, maar als winstverwachtingen gaan dalen, verwachten we toch een verdere correctie.

Groeispurt Amerikaanse economie

In het derde kwartaal groeide de Amerikaanse economie met maar liefst 1,2% ten opzichte van het tweede kwartaal. Van die groei kwam ruim de helft voor rekening van de consument. Dit terwijl de consument geplaagd werd door hogere rentelasten, het verplicht hervatten van rente- en aflossing op studieleningen en een dalend reëel beschikbaar inkomen. Hoe dan? Nou, door minder te gaan sparen. De Amerikaanse consument teert nog steeds in op de tijdens de coronapandemie opgebouwde besparingen. Maar daar komt het einde van in zicht. De spaarquote daalde in september naar een historisch laag niveau van 3,4% van het beschikbare inkomen. Lagere consumptiegroei ligt dus in het verschiet. Een teken aan de wand is wellicht het lage vertrouwen van consumenten, wat in oktober ook nog eens verder daalde. Bovendien koelt de arbeidsmarkt af. In oktober daalde de werkgelegenheid en liep de werkloosheid op, volgens de maandelijkse enquête onder huishoudens. De enquête onder bedrijven liet maar een beperkte groei van het aantal banen in de private sector zien. Bedrijven laten werknemers minder uren werken, wat een voorteken kan zijn van verdere afkoeling. De werkloosheid is opgelopen van 3,5% in juli naar 3,9% in oktober. Dat is historisch gezien nog laag, maar lage werkloosheid is op zich geen reden dat een recessie voorkomen kan worden. De werkloosheid is altijd het laagst vlak voor een recessie. Echter, weinig nieuwe aanvragen voor

Goudprijs stijgt door spanningen Midden-Oosten, olieprijs niet



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Maar dat financiële markten zich hier geen grote zorgen over maken, blijkt uit de olieprijs. Die noteerde eind-oktober onder niveaus van voor de Hamas-aanval op 7 oktober.

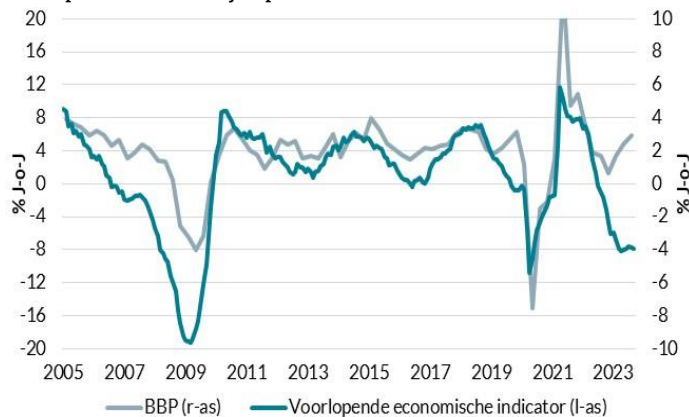
Wij hebben ons voorzichtig beleggingsbeleid niet gewijzigd. We gaan nog steeds uit van afnemende groei, wat bedrijfswinsten onder druk zal zetten. Het potentieel voor verdere beursdalingen is afgenomen en lagere rentes

werkloosheidsuitkeringen en weer toenemende vacatures, wijzen niet op acute zwakte op korte termijn.

Naast de bijdrage van de consumptie droeg voorraadopbouw flink bij aan de groei. Maar dat is per definitie tijdelijk. En ook toenemende overheidsuitgaven hielpen. De overheid heeft met haar beleid dit jaar en afgelopen jaar sowieso stevig bijgedragen aan de groei. Maar wel ten koste van een groot begrotingstekort, oplopende schulden en oplopende rentebetalingen. Eind oktober is het de Republikeinse partij gelukt een nieuwe voorzitter van het Huis van Afgevaardigden te kiezen. Aan hem eerst de taak te komen tot een begroting, zodat een sluiting van de overheid kan worden voorkomen. Maar een structurele aanpak van de Amerikaanse begroting is gezien de polarisatie in de Amerikaanse politiek en de verkiezingen volgend jaar zeer onwaarschijnlijk.

Ten slotte de bedrijfsinvesteringen; die namen nauwelijks toe in het derde kwartaal. De hausse in investeringen in bedrijfsgebouwen, gedreven door overheidsbeleid, is tot stilstand gekomen. De investeringen in machines daalden. Zwakte in bedrijfsinvesteringen is niet verwonderlijk gezien het sterk verkrappende monetaire beleid.

Voorlopende indicator wijst op recessie VS



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

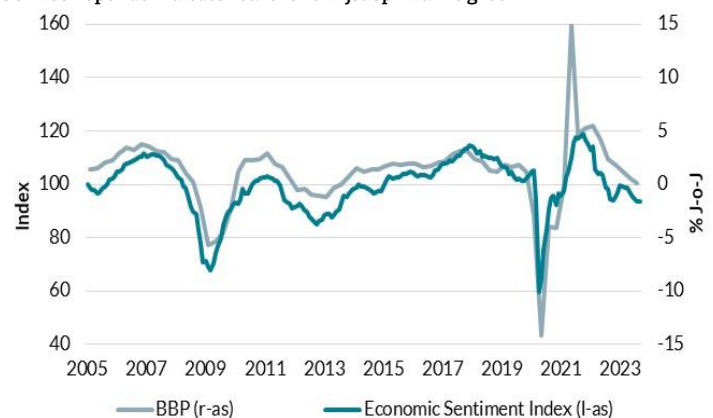
Vooruitkijkend ligt wat ons betreft nog steeds een flinke groeivertraging in het verschiet. Voor een deel logisch, het huidige groeitempo is niet vol te houden. Maar het verkrappende monetaire beleid wordt steeds sterker zichtbaar. Rentes zijn hoog en wanbetalingen op schulden van consumenten en bedrijven lopen gestaag op. Fiscaal beleid zal ook minder gunstig worden. De PMIs voor de industrie, de dienstensector en de gehele economie stegen iets in oktober, maar met niveaus net boven 50 duiden die niet op uitbundige groei. De ISM-index voor de industrie daalde in oktober onverwacht naar 46,7, wat duidt op krimp in de industriële sector. De ISM voor de dienstensector stond in oktober nog wel boven de 50, maar liet niettemin ook een stevige daling zien.

Eurozone kwakktel verder

De eurozone liet niet bepaald een groeispurt zien in het derde kwartaal. De economie kromp juist met 0,1% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. De Duitse economie kromp met 0,1%, de Franse groeide met 0,1%, Italië stagneerde, terwijl de Spaanse economie 0,3% vooruit ging. Een recessie is het net niet, maar het is wel zwak. In een jaar tijd is de economie van de eurozone met slechts 0,1% gegroeid.

Voorlopende indicatoren schetsen geen beter beeld van de economie van de eurozone. Het consumentenvertrouwen en de Economic Sentiment Index gingen in oktober (marginaal) omlaag. De Duitse Ifo-index steeg, maar staat nog ver onder het niveau dat duidt op groei. In Frankrijk en Italië daalde het producentenvertrouwen. De inkoopmanagersindices voor de industrie en de dienstensector daalden in de eurozone. De gecombineerde index voor de hele economie daalde van 47,2 naar 46,5. Dat is het laagste niveau sinds november 2020, toen de coronapandemie de wereldeconomie nog stevig in haar greep had. Kortom, aan het kwakkelen van de economie van de eurozone lijkt voorlopig geen einde te komen.

Ook voorlopende indicator eurozone wijst op zwakke groei



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

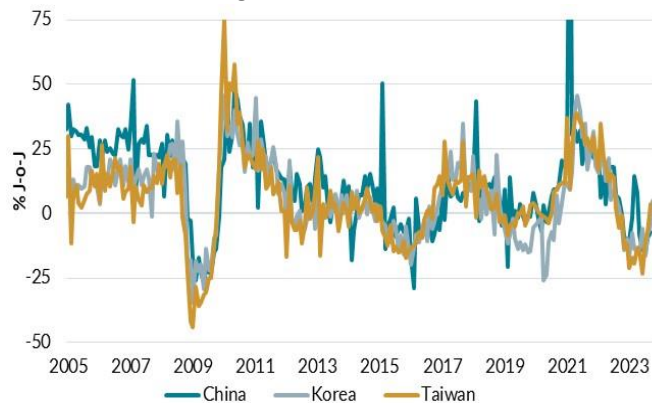
Ook in de eurozone is de arbeidsmarkt opvallend krap gebleven. De werkloosheid daalde in augustus tot 6,4%, een evenaring van het laagterecord van juni dit jaar sinds het bestaan van de eurozone. Ondanks een jaar lang vrijwel geen groei, neemt de werkgelegenheid nog steeds toe. We zien daarvoor twee mogelijke verklaringen. Ten eerste kan het zo zijn dat bedrijven in een krappe arbeidsmarkt uit voorzorg een ruim personeelsbestand aanhouden. Ze hebben immers de afgelopen jaren alles uit de kast moeten halen om nieuw personeel aan te trekken. Ten tweede betekent de nog steeds voortgaande verschuiving van de consumptie van goederen naar de consumptie van diensten, dat er meer vraag is in arbeidsintensieve factoren. Hoe het ook komt, de krapte

op de arbeidsmarkt leidt nog steeds tot forse loonstijgingen. Dat is dan weer een rugwind voor de consument. Maar als de rente echt blijft bijten, bedrijfswinsten onder druk komen en bedrijven zich gedwongen zien hun personeelsbestand te rationaliseren, dan kan het ook weer gauw gedaan zijn met de krapte op de arbeidsmarkt.

China hapert, rest van Azië gemengd

Na een snelle herstart na de heropening van de coronapandemie, maar ook een flinke hapering, leek de Chinese economie weer op de weg omhoog. De binnenlandse consumptie viel mee in september en de daling in de uitvoer is gestopt. Bovendien kondigde de centrale overheid een groot stimuleringspakket aan. Dat daarbij de gewoonte om het begrotingstekort niet boven 3% te laten uitkomen wordt doorbroken, geeft de zorgen van de Chinese autoriteiten aan. En deze maatregel volgt op een reeks kleinere stimuleringsmaatregelen. De impact van het stimuleringspakket is onzeker. Op papier lijkt het aanzienlijk, maar het is voor een groot deel compensatie voor fiscale problemen bij lagere overheden. Die lagere overheden steunden voor hun inkomsten jarenlang op landverkopen, maar met een huizenmarkt die is ingestort, is die inkomstenbron opgedroogd. Het gaat nog niet crescendo met de Chinese economie. De inkoopmanagersindices daalden in oktober en duiden op een lichte vertraging van de groei. De impact van het stimuleringspakket is onzeker.

Uitvoer Aziatische landen gestabiliseerd



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

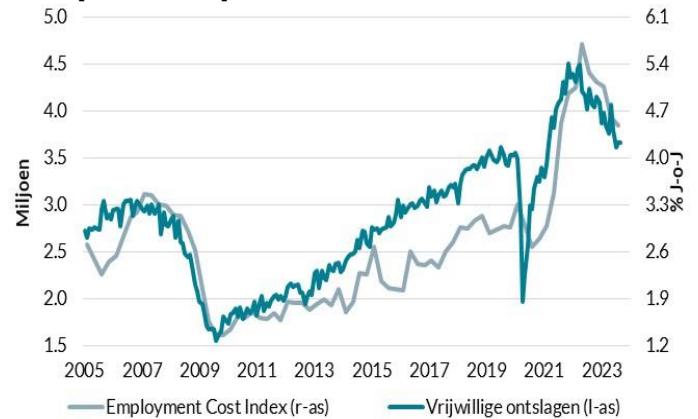
Elders in Azië zijn wat bemoedigende signalen te zien in de uitvoer. Zo groeide de uitvoer in Korea in oktober en Taiwan en Thailand in september voor het eerste sinds een jaar weer op jaarbasis. Maar inkoopmanagersindices voor de industrie schetsen over het algemeen een zwak beeld. In de meeste landen staan die indices onder de 50 en in oktober daalden ze ook overwegend.

De groeivoorzichten voor opkomende markten zien we dan ook als matig. Deze landen hebben met de coronapandemie flinke ups en downs meegemaakt. Eerst de opleving van de industrie toen in geïndustrialiseerde landen veel goederen werden gekocht, daarna een afzwakking toen consumenten in het Westen weer omschakelden naar diensten. Dat negatieve effect neemt nu wat af, maar nu is er de groeivertraging die in Europa al volop zichtbaar is en die we voor de VS verwachten.

Inflatienieuws blijft positief

Het nieuws over inflatie blijft overwegend positief. In de VS bleef de totale inflatie in september gelijk, maar daalde de kerninflatie. Waarbij aangetekend dat de favoriete maatstaf van de Fed een stijging van 0,3% liet zien ten opzichte van augustus, wat een beetje tegenviel. De inflatie in producentenprijzen is gedaald naar 2,1% en exclusief voedsel en energie naar 2,6%. Ook hier is afnemende prijsdruk te zien. En ook uit enquêtes onder grote en kleine bedrijven blijkt dat zij prijzen minder snel zien stijgen. Loonkosten geven een wat gemengd beeld. De groei van de uurlonen daalde in september naar 4,2% jaar-op-jaar. Rekening houdend met wat groei in de arbeidsproductiviteit, is dat redelijk verenigbaar met de 2% inflatiedoelstelling van de Fed.

Minder opwaartse druk op lonen VS



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

De Employment Cost Index¹ ligt echter wat hoger. Voor lonen en salarissen in de private sector op 4,5%. De daling is hier ook wat minder pregnant. Maar het feit dat minder werknemers vrijwillig hun baan opzeggen, wijst wel op een afname van de loonstijgingen. Op korte termijn kunnen energieprijzen wat opwaartse druk geven op inflatie, maar de trend is nog steeds omlaag.

Ook in de eurozone daalt de inflatie gestaag. De totale inflatie in oktober naar 2,9% en de kerninflatie naar 4,2%. Bemoedigend is ook dat de kerninflatie al drie maanden op rij nauwelijks afwijkt van het langjarig gemiddelde voor de betreffende maand. Zo stegen de prijzen exclusief voedsel en energie in oktober met 0,24%, terwijl dat gemiddeld in oktober 0,17% is. In de tweede helft van 2022 en begin 2023 lag de werkelijke maandinflatie 0,4% boven het langjarig gemiddelde. Scheelt op jaarbasis toch bijna 5%.

ECB en Fed laten rentes ongewijzigd

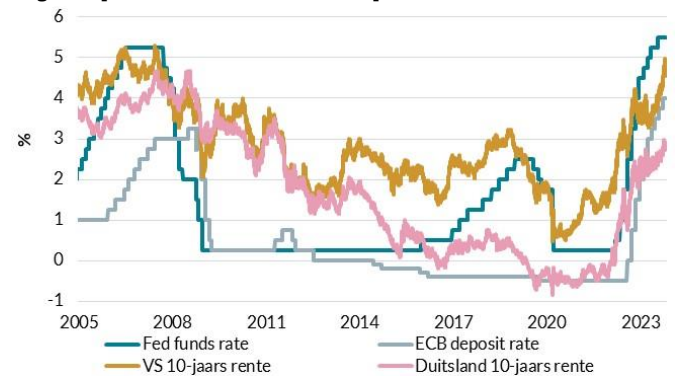
Tijdens de beleidsvergaderingen van de ECB eind oktober en de Fed begin november hielden beide centrale banken hun beleidsrentes ongewijzigd. Met lage groei, dalende inflatie en een sterke aanwijzing tijdens de voorgaande vergadering dat er geen verdere renteverhogingen zouden komen, was dat voor de ECB weinig verrassend. Maar om te voorkomen dat beleggers te enthousiast zouden worden over komende renteverlagingen, benadrukte de ECB dat ze verwacht dat de inflatie nog te lang te hoog zal blijven en dat de binnenlandse prijsdruk nog hoog is. Maar de ECB zag ook dat de inflatie over een breed front gedaald is en dat financiële condities zijn verkrapt door de stijgende kapitaalmarktrentes. In ECB-jargon: eerder renteverhogingen werken sterk door in financiële condities. De ECB verwacht dat de rente nog een tijd op het huidige niveau moet blijven om de inflatie richting het doel van 2% te brengen. Maar de ECB ziet ook dat het krappe monetaire beleid effect heeft op de economie. Toch wil het nog niet nadenken over renteverlagingen. Markten verwachten de eerste renteverlaging in het voorjaar van 2024. Met een economie in of op het randje van een recessie vinden we dat een realistische verwachting.

Het ongewijzigde beleid van de Fed was ook geen verrassing. De groei was zeer sterk in het derde kwartaal en de inflatie viel wat tegen in september, maar wij hadden niet verwacht dat de Fed de nerveuze aandelen- en obligatiemarkten zou willen laten schrikken met een

onverwachte renteverhoging. Toch hield de Fed de optie van renteverhogingen open. De centrale bank is niet zeker of het monetaire beleid voldoende verkrappend is om de inflatie verder te doen dalen. Ook de Fed ziet krappere financiële condities, maar is er niet zeker van dat deze voldoende lang zullen aanhouden om effect te hebben op de economie. Hoe lang de Fed rentes op het huidige niveau zal houden, hangt uiteraard af van de groei en de inflatie. Maar de Fed wil een daling in de groei zien onder het trendmatige niveau en een verdere afkoeling van de arbeidsmarkt. Wat betreft inflatie zijn een paar bemoedigende maanden voor de Fed slechts het begin van wat nodig is om vertrouwen in duurzaam lagere inflatie te krijgen.

De eerste renteverlaging van de Fed wordt door markten iets later ingeschat dan voor de ECB. Het zou tamelijk uniek zijn als de ECB voor de Fed uitloopt, maar de economische cycli in de eurozone en de VS lopen ook wel uitzonderlijk ver uit elkaar. We vinden ook de marktverwachtingen voor de Fed redelijk.

Hogere kapitaalmarktrentes steunen krap monetair beleid



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Ten slotte, het is onzes inziens logisch dat de ECB en de Fed een wat havikachtige toon bleven aanslaan. Vooral door die toon zijn kapitaalmarktrentes gestegen, waarmee krappere financiële condities het monetaire beleid ondersteunen. Als de ECB en de Fed nu voorzichtiger zouden worden, zouden rentes weer kunnen dalen en staan ze weer alleen in het bestrijden van de inflatie.

In Japan liet de centrale bank de teugels iets vieren wat betreft de controle van de Bank of Japan over de rentecurve. De Bank of Japan (BoJ) voert al lange tijd een beleid waarbij ze de tienjaarsrente maximeert. Als de rente

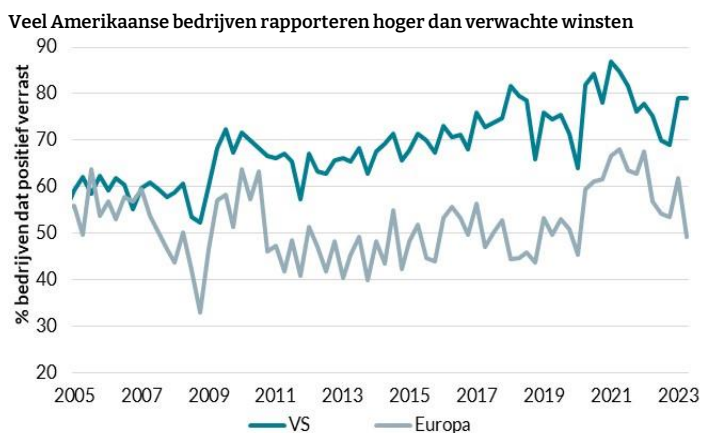
¹ De Employment Cost index wordt elk kwartaal gepubliceerd. Het voordeel van deze indicator is dat wordt gecompenseerd voor veranderende samenstelling van de werkgelegenheid. Daardoor vertekend

de indicator niet als er veel of juist weinig laagbetaalde banen bijkomen. Dat is bij de uurlonen wel het geval.

boven een bepaald niveau uitkomt, koopt de BoJ net zoveel obligaties als nodig is, om de tienjaarsrente te drukken. Voorheen zag de BoJ een rente tussen -0,5% en 0,5% als referentiecorridor, met een rente van 1,0% als een harde limiet aan de bovenkant. Het beleid met een harde limiet is nu losgelaten; 1,0% is nu een maximale referentiewaarde. De tienjaarsrente in Japan is al flink gestegen richting de 1%. Het is afwachten hoe hard de BoJ gaat interveniëren in de obligatiemarkt als de rente boven 1% uitkomt. Een hogere rente in Japan heeft een paar belangrijke implicaties. Ten eerste kan het de zwakke Japanse yen steunen. Ten tweede kan het Japanse obligaties relatief aantrekkelijker maken ten opzichte van Europese of Amerikaanse. Dat kan betekenen dat Japanse beleggers minder Europese of Amerikaanse obligaties gaan kopen, met als gevolg verder oplopende rentes in Europa of de VS. Ten slotte heeft een hogere rente gevolgen voor de Japanse overheid. Met een begrotingstekort van zo'n 5% van het BBP en een staatsschuld ter grootte van bijna 250% van het BBP, is de Japanse overheidsbegroting extreem rentegevoelig. Een kleine stijging van de rente, betekent een grote stijging van de rentelast.

Bedrijfscijfers reflecteren cyclus

De winstcijfers over het derde kwartaal zijn tot nu toe in de VS veel sterker dan in Europa. In de VS weet bijna 80% van de bedrijven de winstverwachtingen te verslaan. Dat is meer dan het langjarig gemiddelde, maar past bij de stijgende trend in het aantal bedrijven dat positief weet te verrassen. Het zegt dus ook iets over het spel dat hierbij gespeeld wordt tussen bedrijven en analisten, waarbij bedrijven graag positief willen verrassen. In Europa is zo'n opwaartse trend niet zichtbaar. En in Europa weet minder dan de helft van de bedrijven positief te verrassen.



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Dat is beduidend minder dan in voorgaande kwartalen en ook onder het langjarig gemiddelde. De mate waarin winsten verrassen loopt in de VS en Europa ook sterk

uiteen. In de VS zijn de totale winsten nu bijna 8% hoger uitgekomen dan verwacht, het hoogste percentage sinds het derde kwartaal van 2021. In Europa zijn de winsten tot nu toe ruim 7% lager uitgekomen dan verwacht.

Dan de groei. Die is in de VS nog wat mager. De omzetten zijn tot nu toe gemiddeld met 1,5% gegroeid ten opzichte van het derde kwartaal van vorig jaar, de winsten met 2,0%. Maar dat is voor de winsten wel het eerste positieve groeicijfer sinds het derde kwartaal van 2022. Er is dus verbetering zichtbaar. In de eurozone daalden de omzetten gemiddeld met 6,1% en de winsten met 17,5%. Waarbij opgetekend dat de winstdalingen geconcentreerd zijn in de sectoren energie en basisindustrie. Dit is in Europa het eerste kwartaal met winstdalingen sinds het vierde kwartaal van 2020.

Dat de winsten in de VS en in Europa zo sterk uiteenlopen, is niet zo verwonderlijk als we naar de economische cyclus kijken. In de VS groeide de economie nominaal - dus rekening houdend met hoeveelheden en prijzen - met 6,3% in een jaar tijd tot en met het derde kwartaal. Reëel, dus alleen kijkend naar hoeveelheden, was de groei 2,9%. In zo'n omgeving is het voor veel bedrijven mogelijk gebleven winsten te laten groeien. Voor de eurozone is de nominale groei voor het derde kwartaal nog niet gepubliceerd, maar reëel gezien is de economie in een jaar tijd niet gegroeid. Bovendien is de inflatie gedaald, wat het dus veel lastiger maakt voor bedrijven om winstgroei te realiseren.

Vooruitkijkend zien we dat bedrijven over het algemeen voorzichtiger zijn geworden over hun toekomstige winstgroei. En winstverwachtingen van analisten worden ook overwegend neerwaarts bijgesteld. Wij vinden dat niet zo verwonderlijk. Wij vinden winstverwachtingen namelijk nog te positief. In Europa zijn die verwachtingen met 6,7% voor 2024 wel wat lager dan in de VS met 11,7%. Maar voor beide markten denken we dat met lage groei, lage inflatie en oplopende rentelasten, winstverwachtingen verder omlaag moeten.

Beleggingsbeleid ongewijzigd

We hebben ons beleggingsbeleid niet gewijzigd. De afgelopen maanden hebben we ons beleggingsbeleid meer gericht op dalende rentes. We hebben onze positie in investment grade obligaties opgehoogd naar neutraal en de rentegevoeligheid van Europese staatsobligaties opgehoogd. In de VS hebben we al enige tijd een positie in staatsobligaties. We denken dus dat rentes gaan dalen, maar zien nu geen reden hier in grotere mate op in te spelen.

Bij aandelen hebben we onze onderweging recent wat verkleind, door Japanse aandelen te kopen. Dat hebben we gedaan toen we aandelenbeurzen zagen wegzakken. Dit was vooral gedreven door hogere rentes, maar maakt desondanks het potentieel voor verdere dalingen kleiner. We zijn nog wel onderwogen, vanwege ons voorzichtige economische scenario. We vinden waarderingen van aandelen te hoog voor dat scenario en denken ook dat winstverwachtingen te optimistisch zijn. Op korte termijn is een snelle rentedaling een risico voor onze aandelenonderweging. Als obligatiemarkten wat blijken te zijn doorgeschooten met hogere rentes en er met lagere groei en lager inflatie en snelle rentedaling komt, zal dat tot opluchting leiden op aandelenmarkten. Dat bleek begin november, toen macro-economische cijfers in de VS wezen minder inflatoire druk en een afkoelende arbeidsmarkt. Een rente-gedreven opluchting zou later gevolgd kunnen worden door teleurstellende winsten, maar een korte aandelenrally is daarmee niet uitgesloten. Wij houden echter vast aan onze visie voor een wat langere termijn.

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereldwijd (MSCI AC)	931	0.2%	-5.3%	8.2%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	2853	0.5%	-4.9%	9.6%
Opkomende markten (MSCI EM)	931	-2.2%	-8.8%	-2.7%
Verenigde Staten (S&P500)	4318	0.7%	-4.3%	12.5%
Eurozone (EURO STOXX 50)	437	0.1%	-4.7%	6.5%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7447	-0.9%	-1.5%	-0.1%
Japan (Topix)	2322	0.3%	0.9%	22.8%
Nederland (AEX)	736	1.6%	-5.0%	6.8%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	4.67	-2	60	84
Japan	0.93	15	30	51
Duitsland	2.71	-20	21	15
Frankrijk	3.32	-16	23	21
Italië	4.57	-23	38	-12
Nederland	3.06	-20	19	14
Verenigd Koninkrijk	4.39	-18	-2	72

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	129	3	8	-9
Eurozone	153	2	6	-13

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	415	4	19	-64
Eurozone	467	25	27	-27
Opkomende markten (USD)	429	-5	21	-23
Opkomende markten (Lokale valuta)	210	3	0	-79

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereld	0.4%	-9.5%	-8.7%
Noord-Amerika	0.9%	-10.7%	-6.4%
Europa	3.3%	0.1%	-4.7%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Bloomberg index	1.3%	0.0%	-6.9%
Basismetalen	-2.6%	-4.9%	-16.5%
Brent olie (USD per vat)	87.02	-4.1%	4.5%
Goud (USD per troy ounce)	1984	8.4%	2.5%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 3 november 2023

Bron: Refinitiv

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Negatief
<p>In oktober gingen aandelen voor de derde maand op rij onderuit. In lokale valuta: wereldwijd met 3,1%, in geïndustrialiseerde landen met 3,0% en in opkomende markten met 3,9%. Verliezen in de VS waren iets kleiner dan in Europa en de Pacificische regio. Aandelenmarkten waren wederom in de ban van rentes, die in de VS verder omhooggingen, maar vooral ook het vooruitzicht dat ze weleens langer hoog kunnen blijven. We vinden wel dat het monetaire beleid nu veel realistischer is ingeprijsd in markten en daarmee een minder directe negatieve invloed heeft. We maken ons dan ook meer zorgen over de groeivooruitzichten en de bedrijfswinsten dan over rentes. Zeker nu financiële condities snel zijn verkrapt. We hebben onze onderweging aandelen recent wat verkleind, nadat beurzen waren gedaald. De onderweging is geconcentreerd in de VS en in Europa, waar we negatieve effecten van het krappe monetaire beleid op de economie en op de bedrijfswinsten verwachten. We vinden dat waarderingen ons voorzichtige economische scenario niet reflecteren. We zijn overwogen in Japan, waar het monetaire beleid nog juist heel ruim is.</p>	
Staatsobligaties	Neutraal
<p>Rentemarkten kalmeerden in oktober. In Duitsland daalde de tweejaarsrente met 13 basispunten en de tienjaarsrente met 3 basispunten. De tweejaarsrente maakte in de VS pas op de plaats, maar de tienjaarsrente steeg door met 34 basispunten. In het VK daalde de tweejaarsrente met 12 basispunten, maar steeg de tienjaarsrente met 7 basispunten. Tegen de achtergrond van de afzwakkende groei die wij verwachten en de inflatie die onmiskenbaar daalt, vinden wij de recente rentestijgingen opvallend. Markten zijn duidelijk onder de indruk van de boodschap van centrale banken. Andere mogelijke factoren voor de rentestijgingen zijn de gestegen olieprijsen, 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 rentedalings. 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.</p>	
Bedrijfsobligaties investment grade	Negatief
<p>Gegeven de onrust op andere financiële markten, is de relatieve rust bij investment grade bedrijfsobligaties opvallend. Risico-opslagen liepen wel wat op, maar met 8 basispunten in de VS en 10 basispunten in de eurozone was de stijging beperkt. De stijging van de onderliggende rente op staatsobligaties in de VS betekende dat de totale rente op investment grade in de VS verder opliep, terwijl in de eurozone vanwege een rentedaling op Duitse staatsobligaties de rente op bedrijfsobligaties daalde. 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. Oplappende 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.</p>	
Bedrijfsobligaties high yield	Negatief
<p>Bij high yield bedrijfsobligaties is de laatste tijd meer onrust te zien. Na een stijging van de risico-opslag in september, ging deze in de VS in oktober verder omhoog met 56 basispunten. De afgelopen drie maanden is de risico-opslag op Amerikaanse high yield obligaties met ruim 100 basispunten opgelopen. Ook in de eurozone ging de risico-opslag in oktober omhoog, met 46 basispunten, maar hier is de stijging over de afgelopen drie maanden veel gematigder. In de VS stond de rente op high yield bedrijfsobligaties eind september op 9,5%, in de eurozone op 7,8%. 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 442 basispunten, in de eurozone op 483 basispunten. Een negatief scenario met afnemende groei en hoge inflatie is daarmee niet geheel ingeprijsd. We zien ook neerwaartse risico's, zoals lagere winstgroei en oplopende wanbetalingen. We denken ook dat vooral bedrijven in deze categorie kwetsbaar zijn voor rentestijgingen. Bedrijven zijn vaak scherper gefinancierd, regelmatig ook deels met leningen met flexibele rentes en looptijden van leningen zijn gemiddeld genomen korter. Nu rentes sterk zijn opgelopen, wordt herfinanciering van leningen voor deze bedrijven aanmerkelijk duurder. We houden vast aan onze negatieve opinie.</p>	
Staatsobligaties opkomende markten	Neutraal
<p>Obligaties van opkomende landen uitgegeven in dollars hadden in oktober wederom een negatief rendement. De rentevergoeding steeg met 34 basispunten (risico-opslag +5 basispunten, onderliggende Amerikaanse rente +29</p>	

Vermogenscategorie

basispunten). Bij obligaties in lokale valuta bleef de rentestijging beperkt tot 9 basispunten, waardoor het rendement positief was. 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 oktober waren de rendementen voor de derde maand op rij negatief voor alle regio's. Beursgenoteerd vastgoed bleef ook weer achter bij 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 vastgoedbedrijven.

Grondstoffen

Neutraal

In oktober noteerde de brede grondstoffenindex van Bloomberg een minimaal verlies van 0,2%. De oorlog tussen Israël en Hamas was zichtbaar in de goudprijs, die 7,5% steeg, maar niet in de Brent olieprijs, die 8% daalde. Basismetalen daalden met 4,5%, wat aangeeft dat de economische cyclus in vooral Azië nog geen positieve invloed heeft op grondstoffen. 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 biedt geen positieve vooruitzichten voor deze grondstoffen. Tekenend is dat de tarieven voor zeevracht volgens de Baltic Dry Index in oktober met 14% daalden. 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. Olieproducerende landen hebben overigens 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