



Visie op Asset Allocatie

December 2023

- Inflatie eurozone daalt snel
- Rentedaling niet altijd positief voor aandelen
- Voorzichtig beleggingsbeleid ongewijzigd

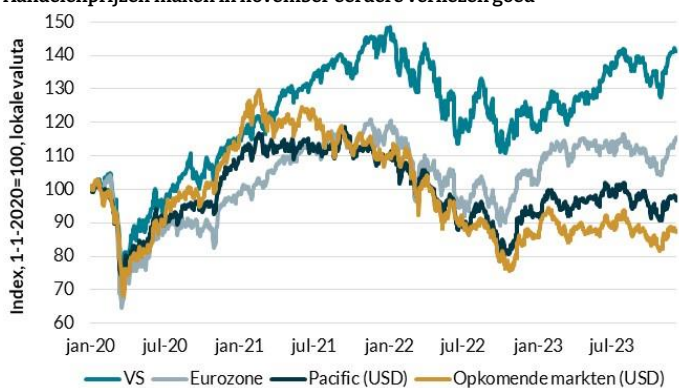
Na drie moeizame maanden konden beleggers aan het eind van november een feestje vieren. De dalingen in aandelenindices in augustus, september en oktober werden met een zeer sterke novembermaand in één maand vrijwel helemaal goedge maakt. Obligatiebeleggers deelden in de pret doordat rentes daalden. Zowel aan de korte kant van het rentespectrum als aan de lange kant. November was volgens Deutsche Bank zelfs de beste maand voor wereldwijde obligaties sinds december 2008. En van die dalende rentes profiteerden ook beleggers in beursgenoteerd vastgoed, waar ook sterke stijgingen in de indices te zien waren.

houden daarom vast aan ons voorzichtige beleggingsbeleid.

Inflatie eurozone daalt snel

De daling in de inflatie in de eurozone is al een tijd aan de gang. En de tekenen dat die inflatie verder gaat dalen, zijn er ook. Denk bijvoorbeeld aan enquêtes onder ondernemers over de prijzen die zij moeten betalen voor hun inkopen of kunnen rekenen voor hun producten en diensten. Ook zwakke economische groei gaat normaal gesproken gepaard met lage inflatie. Natuurlijk, stagflatie (lage groei en hoge inflatie) is in het verleden weleens voorgekomen, maar centrale banken zijn er momenteel zeer op gebrand dit niet te laten ontstaan. De totale inflatie in de eurozone stond in oktober 2022 op 10,6% en daalde in november dit jaar naar 2,4%. De kerninflatie halveerde min of meer van 5,7% in maart dit jaar naar 3,6% in november. Vooral de ontwikkelingen in de afgelopen maanden zijn opvallend. Waar de inflatie op maandbasis tot augustus nog hoger was dan het langjarig gemiddelde voor de betreffende maand, is dat sindsdien omgekeerd. In november dalen de prijzen op lange termijn gemiddeld met 0,1% ten opzichte van oktober, dit jaar daalden ze met maar liefst 0,6%. Uit een prijsindicator van de ECB die is gecorrigeerd voor seizoenseffecten kunnen we berekenen dat de inflatie de afgelopen drie maanden slechts 0,7% was op jaarbasis en de afgelopen zes maanden 2,3%. Daarmee komt het doel van 2% van de ECB snel in beeld. Of de inflatie in dit tempo blijft dalen, valt evenwel nog te bezien. De krappe arbeidsmarkt en de hoge inflatie in het verleden leiden tot hoge loonstijgingen. De contractlonen in de eurozone stegen in het derde kwartaal met 4,7%. Vandaar dat wel wordt gezegd dat het laatste stuk van de

Aandelenprijzen maken in november eerdere verliezen goed



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

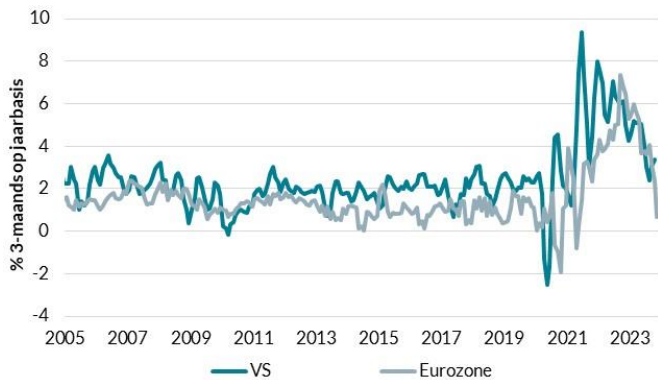
De belangrijkste ontwikkelingen achter deze euforie zijn dalende inflatie en verwachtingen dat centrale banken hun beleidsrentes snel kunnen gaan verlagen. Wij zijn het daar wel mee eens, maar denken dat dit gepaard zal gaan met een groeivertraging die bedrijfswinsten onder druk zal zetten, wat uiteindelijk negatief is voor aandelen. We



U kunt zich [hier](#) inschrijven voor onze distributielijst

inflatiedaling, naar het doel van 2%, het moeilijkst te bewerkstellen is.

Kerninflatie daalt snel in de eurozone



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Dat is ook wel een beetje te zien in de inflatiecijfers in de VS. Ook daar is de inflatie snel gedaald en zette de daling voort in oktober. Volgens de favoriete maatstaf van de Fed naar 3,0% voor de totale inflatie en 3,5% voor de kerninflatie. Maar in tegenstelling tot de eurozone is de daling in de kerninflatie de afgelopen drie maanden wat gestokt. Dit terwijl de arbeidsmarkt wat afkoelt en de groei in de uurlonen afneemt. Het is dus nog niet duidelijk of dat laatste stukje van de inflatiedaling inderdaad het moeilijkst is, maar beleggers gaan er nu duidelijk vanuit dat dat niet het geval is.

In het VK is de inflatie hardnekkiger. Toch is in de totale inflatie wel degelijk een sterke daling te zien. Deze stond in maart van dit jaar nog boven de 10%. De daling naar 4,6% in oktober was een meevaller. Maar de daling van de kerninflatie gaat in het VK tot nu toe langzamer, van een piek van 7,1% in mei, naar 5,7% in oktober. In september en oktober was de kerninflatie op maandbasis ook weer wat hoger dan gebruikelijk voor die maanden.

Onze visie is dat inflatie verder gaat dalen, mede door de zwakke economische vooruitzichten. En het is volgens ons ook best mogelijk dat in de eurozone de snelle daling van de inflatie mede komt door de zwakke economie. Ook in China zien we trouwens relatief zwakke economische ontwikkelingen gepaard gaan met zeer lage inflatie. De totale inflatie daalde in China in oktober naar -0,2%, de kerninflatie naar 0,6%.

Renteverlagingen in beeld

Met de dalende inflatie komt de vraag wanneer centrale banken hun beleidsrentes gaan verlagen steeds duidelijker in beeld. Eén van de strengere beleidsmakers van de Fed stelde onlangs dat renteverlagingen in de eerste helft van

2024 mogelijk zijn als de inflatie verder gaat dalen. Maar de meerderheid van de beleidsmakers houdt juist de optie open om de rente nog te verhogen als dat nodig is en voorziet nog een langere periode met restrictief beleid. Fed-voorzitter Powell zei tijdens zijn persconferentie in november nog dat beleidsmakers van de Fed niet eens nadenken over renteverlagingen en begin deze maand dat het nog te vroeg is om te speculeren over renteverlagingen. Markten zijn het daar niet mee eens. Voor de rentevergadering van de Fed van mei 2024 is een renteverlaging voor zo'n 70% ingeprijsd; voor juni bijna 80%. Wij vinden dat niet onlogisch gezien de afnemende inflatiedruk, afkoelende arbeidsmarkt en de groeivertraging die wij voorzien. Hierbij moet bedacht worden dat ook met enkele renteverlagingen het rentebeleid nog restrictief is. De huidige rente van 5,25-5,50% is immers ver boven de neutrale rente, waarvan schattingen zo rond 2,5% liggen. Bovendien zal bij dalende inflatie de reële rente oplopen, als de beleidsrente niet wordt verlaagd. Daarmee zou het beleid juist restrictiever worden.

Negatieve rentecurves impliceren renteverlagingen



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

De ECB zit in een wat lastiger parket. De economie van de eurozone staat er zwakker voor dan die van de VS, maar de arbeidsmarkt is krap en terwijl lonen in de VS de afgelopen maanden minder hard zijn gestegen, is de loonstijging in de eurozoen juist versneld. Wellicht belangrijker, de ECB heeft maar één doel om op te sturen: inflatie rond 2%. En in september voorzag de ECB nog dat inflatie tot in 2025 boven dat doel zou liggen. Dus is de communicatie van de ECB vooral gericht op aanhoudend restrictief monetair beleid en niet op renteverlagingen. ECB-president Lagarde benadrukte onlangs nog dat het monetaire beleid de komende kwartalen niet zal worden versoepeld. Voor de ECB prijzen financiële markten een renteverlaging voor de vergadering in april voor 85% in; voor juni zelfs 100%. Misschien wat aan de agressieve kant, maar ook weer niet geheel onrealistisch. Zoals gezegd, is de inflatie in de eurozone recent snel gedaald. De ECB komt in december met nieuwe groei- en inflatieramingen en vooral die inflatieramingen zouden weleens naar beneden kunnen

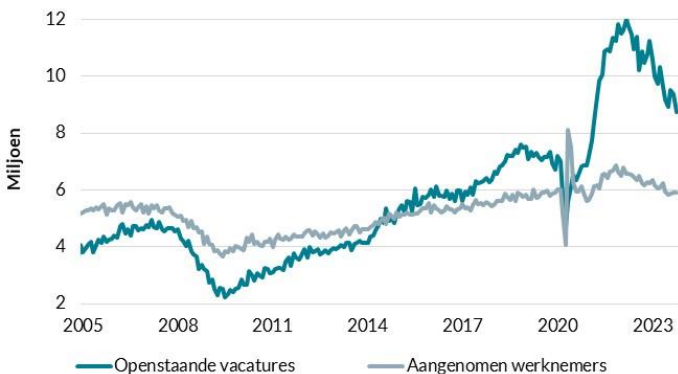
worden bijgesteld. Wat de verwachtingen van renteverlagingen weer zou bevestigen.

Voor de eerste renteverlaging van de Bank of England twijfelen markten enigszins tussen juni en augustus. Wij vinden het gezien de hardnekkigere inflatie in het VK niet verwonderlijk dat renteverlagingen daar later worden verwacht dan in de VS of in de eurozone. Maar ook hier geven beleidsmakers tegengas. BoE-gouverneur Bailey beloofde pas nog alles te zullen doen wat nodig is om de inflatie in het VK terug te brengen naar het doel van 2%.

Arbeidsmarkt mede bepalend

De officiële doelen van de Fed zijn stabiele prijzen én volledige werkgelegenheid. De Fed zou dus meer naar de arbeidsmarkt moeten kijken dan de ECB, die alleen stabiele prijzen als doelstelling heeft. De Amerikaanse arbeidsmarkt is nog krap, maar er zijn wel tekenen van afkoeling. Het aantal banen dat er maandelijks bij komt, neemt af en bedrijven hebben minder openstaande vacatures. Bedrijven reduceren zelfs de tijdelijke banen.

Arbeidsmarkt VS koelt af



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Over de twaalf maanden tot november dit jaar werd meer dan de helft van de nieuwe banen gecreëerd in de gezondheidszorg of bij de overheid. Consumenten geven aan dat het moeilijker wordt om een nieuwe baan te vinden en werknemers nemen dan ook minder vaak vrijwillig ontslag. Tot nu toe is dit een geleidelijke afkoeling. Het aantal gedwongen ontslagen is wel wat opgelopen, maar historisch gezien laag. Het beeld is dus dat bedrijven minder mensen aannemen, maar niet massaal mensen ontslaan. Dit komt ook tot uitdrukking in de werkloosheidsuitkeringen. Het aantal nieuwe aanvragen is laag, maar de totale hoeveelheid neemt wel toe. Ondertussen is de werkloosheid gestegen. De mate waarin dat is gebeurd, grenst aan wat in het verleden leidde tot een versnelling in verslechterende arbeidsmarktomstandigheden en een recessie. Iets om

goed in de gaten te houden dus. En voor de Fed mogelijk een reden om een begin te maken met renteverlagingen.

In de eurozone is de werkloosheid na een lange periode van daling op het laagste niveau beland sinds de introductie van de euro. Sinds maart dit jaar is de werkloosheid echter per saldo onveranderd. Een krappe arbeidsmarkt dus, maar net als in de VS neemt de dynamiek af. De werkgelegenheid groeide in het derde kwartaal met 0,2% ten opzichte van het tweede kwartaal. Dit was de laagste groei sinds het eerste kwartaal van 2021. Zoals we vorige maand al aangaven, is de arbeidsmarkt nog krap, omdat bedrijven hun moeizaam gevonden personeel zo lang mogelijk vasthouden. En doordat de consumptie van arbeidsintensieve diensten het relatief beter doet dan de consumptie van kapitaalintensieve goederen. De ECB heeft geen doelstelling voor de arbeidsmarkt, maar kijkt uiteraard wel met argusogen naar de hoge loonstijgingen. Maar naarmate de inflatie daalt en de hoge inflatie van de afgelopen twee jaar meer en meer is gecompenseerd in eerdere loonstijgingen, zullen toekomstige loonstijgingen ook wel afnemen. En dus ruimte bieden voor de ECB om de rente te verlagen.

Groeivooruitzichten niet gewijzigd

Onze groeiverwachtingen zijn niet gewijzigd. We verwachten moeizame economische omstandigheden in de komende kwartalen, waarbij we krimp zeker niet uitsluiten. Voorlopende indicatoren lijken uit te bodemen, maar wijzen nog niet op groei in de eurozone en hooguit matige groei in de VS. Op basis van economische cijfers die tot nu toe zijn gepubliceerd, schat de Federal Reserve Bank van Atlanta de groei in de VS in het vierde kwartaal op 0,3% ten opzichte van het derde kwartaal. Dat zou een sterke daling zijn van de 1,3% in het derde kwartaal en de laagste groei sinds het tweede kwartaal van 2022. De detailhandelsverkoop en de industriële productie zijn het kwartaal matig begonnen, terwijl de orders voor kapitaalgoederen in een jaar tijd niet noemenswaardig zijn gestegen. Ook in de eurozone en het Verenigd Koninkrijk wil het nog niet echt vlotten met de consumptie, de productie en de orders. En op de rentegevoelige Britse huizenmarkt, waar hypotheek gemiddeld genomen kortere rentevaste periodes hebben dan op het Europese vasteland en in de VS, is het verkrappende monetaire beleid ook wat duidelijker zichtbaar in dalende huizenprijzen.

Dalende inflatie vormt een meewind voor consumenten, aangezien hun koopkracht minder onder druk staat. Maar daar staat tegenwind tegenover van hogere rentes en laag vertrouwen. En in de VS ook afnemende besparingen,

herinvoering van terugbetalingen op studieleningen en minder fiscale steun voor de economie in vergelijking met de eerste helft van 2023. In China blijft de vastgoedsector een bron van onzekerheid. Begin december verlaagde kredietbeoordelaar Moody's de kredietstatus van China van stabiel naar negatief. De kredietbeoordelaar maakt zich zorgen over de snelle stijging van de schulden van lagere overheden, waar de inkomstenstroom uit landverkoop is opgedroogd. Maar ook over de vastgoedcrisis, die eerder verslechtert dan verbetert. China zal dit jaar zijn groei-doel van 5% wel halen, maar een gelijkaardig niveau lijkt voor 2024 toch een moeilijke opgave.

Kunnen aandelen en rentes gelijktijdig dalen?

In onze beleggingsvisie gaan we ervan uit dat de inflatie verder gaat dalen, dat centrale banken in de loop van 2024 hun beleidsrentes zullen verlagen en dat daarmee ook kapitaalmarktrentes wat verder omlaag kunnen. Tegelijkertijd zijn we onderwogen in aandelen. Dalende rentes en dalende beurzen, het lijkt haast onmogelijk.

Sinds begin 2022 bewegen rentes en aandelen tegengesteld, inflatie overheerst



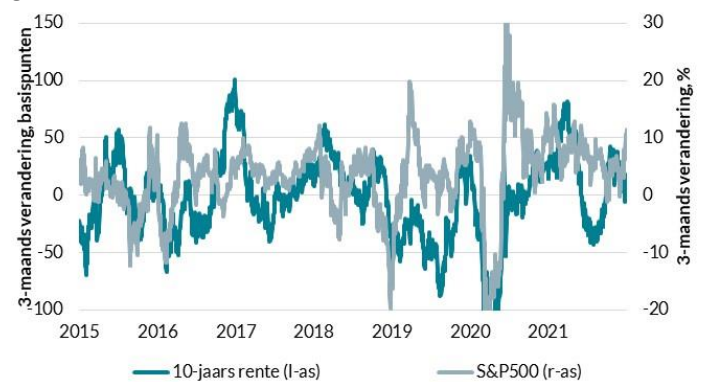
Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Op lange termijn is het verband, of de correlatie, tussen de beweging van de rente en de beweging van aandelen niet eenduidig. Maar sinds het begin van 2022 wel. Sinds die tijd is de correlatie negatief. Stijgende rentes gaan over het algemeen gepaard met dalende beurzen en dalende rentes met stijgende beurzen. Dat dit sinds begin 2022 het geval is, is geen toeval. De inflatie was in 2021 al flink opgelopen en over de tijdelijkheid van die inflatie ontstonden steeds meer vraagtekens. De Fed startte in maart 2022 met een agressieve reeks renteverhogingen; de ECB volgde in juli. Sindsdien houden rente en inflatie aandelenmarkten in hun greep. Hogere groei, inflatie en rentes worden vooral gezien als een bedreiging voor aandelen, terwijl er opluchting is als de inflatie meevalt en de verwachtingen

toenemen dat rentes kunnen worden verlaagd. De dalingen van aandelenbeurzen in september en oktober en het herstel in november zijn de meest recente voorbeelden.

Maar het verband tussen rente en aandelen is niet altijd negatief. In de periode van bijvoorbeeld 2015 tot 2022 was er juist een positief verband. In die periode werd aantrekkende groei en hogere rentes juist als positief gezien voor aandelen. En omgekeerd. Met andere woorden, waar nu vooral de vrees (of opluchting) over inflatie overheerst, was dat in de voorgaande periode de groei. En als de inflatie afneemt, zoals wij verwachten, zal ook de vrees over inflatie aandelenbeurzen niet langer domineren. In dat regime kunnen rentedalingen en lagere beurzen wel degelijk samengaan, als de groei tegenvalt.

Van 2015 tot 2022 bewogen rentes en aandelen veelal in dezelfde richting, groei overheerst



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Dat is wat wij verwachten. En wel zodanig dat ook winstverwachtingen neerwaarts zullen moeten worden bijgesteld. Winstgroei van 11% in de VS in 2023 en 12% I2024 en 6% respectievelijk 9% in Europa vinden wij te optimistisch. Vandaar dat we vasthouden aan onze negatieve opinie op aandelen, ondanks dat we ook lagere rentes verwachten. In dit licht vinden wij het opvallend dat financiële markten nu behoorlijk agressieve renteverlagingen inprijzen, maar aandelenmarkten toch positief gestemd blijven. Markten gaan dus overduidelijk uit van een zachte landing (oftewel een daling van de inflatie zonder dat economieën in een recessie belanden). Die renteverlagingen zouden volgens ons best kunnen komen, maar dan wel met een zwakkere economie, zwakkere winsten en tegenwind voor aandelen.

Beleggingsbeleid ongewijzigd

We zijn al een tijd onderwogen aandelen, omdat we ons al lang zorgen maken over de invloed van hoge inflatie en enorme monetaire verkrapting op de economie en de bedrijfswinsten. Wat betreft de economie hebben we het

voor Europa redelijk goed voorzien. De reële groei is afgelopen jaar zeer zwak geweest. Maar we hebben het effect van inflatie, en daarmee nominale groei, op winsten onderschat. In de VS hebben we ons vooral verkeken op het positieve effect van de fiscale stimulans in de eerste helft van het jaar en de bereidheid van consumenten om hun tijdens de coronapandemie opgebouwde besparingen aan te wenden voor consumptie. Recent hebben we onze aandelenonderweging wel wat verkleind, toen rentes snel opliepen en beurzen corrigeerden. Maar achteraf hebben we de positieve invloed van de hoop op snelle renteverlagingen van centrale banken onderschat.

Hoe nu verder? Fundamenteel maken we ons nog steeds zorgen over de invloed van het krappe monetaire beleid op het kredietbeleid van banken, wat flink is aangescherpt, oplopende rentes en oplopende wanbetalingen op leningen, dalende kredietverlening en daarmee ook op de gehele economie. Zoals hierboven beschreven, verwachten we dat de samenhang tussen aandelen en rentes kan omslaan als de inflatie ver genoeg daalt. Wat willen we zien om positiever te worden over aandelen? Tekenen van economisch herstel zouden positief zijn, zeker als er ook duidelijkheid komt dat ondanks de forse renteverhogingen een zachte landing van economieën mogelijk blijkt. Een meer realistische visie op bedrijfswinsten zou ons ook tot een neutrale visie kunnen leiden, maar dan wel als dit gepaard gaat met lagere standen van aandelenindices. Als dat niet het geval zou zijn, zouden immers aandelenwaarderingen alleen maar oplopen. Een draai van centrale banken naar renteverlagingen is op zichzelf niet voldoende om ons positief te maken. Historisch gezien gaan aandelen na zo'n draai vaker naar beneden dan omhoog, omdat centrale banken doorgaans de rente pas verlagen als de zaadjes voor een recessie al geplant zijn. De twee voorbeelden in de VS van een draai van de Fed en toch een positieve uitkomst van aandelen zijn 1995 en 1998. Maar toen ontbraken de negatieve signalen van een negatieve rentecurve en aanscherping van de kredietvoorwaarden van commerciële banken. Die tekenen staan nu wel op rood.

Ook in obligaties hebben we onze visies niet gewijzigd. We denken dat rentes verder kunnen dalen en hebben daar de afgelopen maanden wat op voorgesorteerd. Om hier vol op in te zetten, vinden we op dit moment te vroeg, gezien de sterke rentedalingen de afgelopen weken. We denken dus dat rentes gaan dalen, maar zien nu geen reden hier in grotere mate op in te spelen. Het grote negatieve renteververschil tussen korte en lange rentes, oftewel het feit dat tweejaarsrentes hoger liggen dan tienjaarsrentes, beperkt wat ons betreft verdere snelle rentedalingen aan de lange kant.

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereldwijd (MSCI AC)	972	4.6%	1.3%	14.5%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3023	4.8%	1.7%	16.2%
Opkomende markten (MSCI EM)	972	2.5%	-1.4%	1.6%
Verenigde Staten (S&P500)	4567	4.8%	1.6%	19.0%
Eurozone (EURO STOXX 50)	466	6.2%	3.1%	13.7%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7490	1.0%	0.7%	0.5%
Japan (Topix)	2343	0.9%	-1.5%	23.8%
Nederland (AEX)	774	5.1%	3.6%	12.3%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	4.17	-40	-9	34
Japan	0.66	-27	1	24
Duitsland	2.24	-40	-37	-32
Frankrijk	2.80	-44	-35	-31
Italië	3.99	-45	-35	-70
Nederland	2.56	-41	-38	-35
Verenigd Koninkrijk	4.03	-26	-50	36

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	111	-18	-11	-27
Eurozone	143	-10	-10	-23

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	380	-24	-3	-99
Eurozone	432	-33	-7	-62
Opkomende markten (USD)	405	-19	-13	-47
Opkomende markten (Lokale valuta)	228	11	17	-62

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereld	5.7%	1.0%	-1.3%
Noord-Amerika	6.9%	1.1%	2.0%
Europa	8.1%	11.7%	6.1%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Bloomberg index	-5.4%	-6.6%	-11.7%
Basismetalen	-3.3%	-6.3%	-18.4%
Brent olie (USD per vat)	77.26	-14.3%	-9.0%
Goud (USD per troy ounce)	2016	1.0%	4.5%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 5 december 2023

Bron: Refinitiv

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie

Aandelen

Negatief

Aandelen kenden een zeer sterke maand in november. De verliezen in de voorgaande drie maanden werden vooral in de VS en in Europa in één maand goedge maakt. Alle regio's profiteerden in vergelijkbare mate van de opluchtingsrally, gedreven door vooruitzichten van lagere inflatie, hoop op snelle renteverlagingen van centrale banken en dalende marktreses. We vinden het monetaire beleid nu redelijk realistisch ingeprijsd, gezien onze verwachting dat de economische groei de komende tijd zwak zal zijn en de inflatie verder zal dalen. Hoewel de verwachtingen voor renteverlagingen door de ECB wat agressief lijken. We denken dat, als de vrees voor inflatie wegebt door lagere inflatieniveaus, dalende rentes en dalende beurzen hand in hand kunnen gaan. We maken ons dan ook meer zorgen over de groeivoorzichten en de bedrijfswinsten dan over rentes. Vooral de verwachtingen over bedrijfswinsten vinden we te positief. Onze onderweging in aandelen 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, met name niet in de VS. We zijn overwogen in Japan, waar het monetaire beleid nog juist heel ruim is.

Staatsobligaties

Neutraal

Rentes daalden fors in november over een breed front. Zowel in de VS als in Duitsland en het VK daalden korte en lange rentes. De dalingen aan de lange kant waren groter dan aan de korte kant. Rentecurves, die in de afgelopen maanden minder negatief waren geworden, werden nu juist weer negatiever. Fundamenteel gezien denken we dat rentes verder kunnen dalen, vanwege zeer matige groei en dalende inflatie. Maar de sterk negatieve rentecurve houdt de potentie van verdere rentedalingen op korte termijn beperkt. Onze neutrale positie weerspiegelt vooral die korte termijn. We denken dat de potentie voor rentedaling in de VS op dit moment wat groter is dan in de eurozone. Het groeimomentum kan in de VS sneller afnemen en vooral de looninflatie is minder hardnekkig. Binnen onze neutrale positionering zijn we daarom overwogen in de VS en onderwogen in de eurozone. Wij hebben onlangs onze rentegevoeligheid voor Europese staatsobligaties wel verhoogd, omdat we denken dat de piek in rentes bereikt is.

Bedrijfsobligaties investment grade

Negatief

Het optimisme op financiële markten ging niet voorbij aan de markt voor investment grade bedrijfsobligaties. Zowel in de VS als in de eurozone daalden de risico-opslagen in november. Met de daling in de onderliggende rentes op staatsobligaties leidde dat tot forse dalingen in de rentes op investment grade. De stijgingen in september en oktober werden in één klap ongedaan gemaakt. 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 bedrijfsbalansen. Oplopende wanbetalingen raken in eerste instantie high yield obligaties, maar dit kan doorsijpelen naar zorgen om risico-opslagen bij investment grade. De risico-opslag ligt in de VS onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar, in de eurozone daar iets boven. Door de stijging van de onderliggende rente op staatsobligaties en de laag blijvende risico-opslagen, maakt de risico-opslag een historisch gezien klein deel uit van de rentevergoeding op bedrijfsobligaties. Dat maakt bedrijfsobligaties minder aantrekkelijk ten opzichte van staatsobligaties. Binnen investment grade bedrijfsobligaties hebben we nu een relatieve voorkeur voor de eurozone ten opzichte van de VS. De risico-opslag is in de eurozone hoger en de rentegevoeligheid lager.

Bedrijfsobligaties high yield

Negatief

High yield bedrijfsobligaties deelden in november in het optimisme onder beleggers. Risico-opslagen daalden in de VS en in de eurozone. De dalingen waren aanzienlijk groter dan die bij investment grade en ook hier werden de stijgingen van voorgaande maanden in één maand ongedaan gemaakt. 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 enkele rekening houdt met de mogelijkheid van recessies. In een recessie lopen risico-opslagen in deze categorie gemakkelijk op tot 1000 basispunten. In de VS stond de risico-opslag eind november op 380 basispunten, in de eurozone op 432 basispunten. Wij zien 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 met meer schuld, regelmatig ook deels met leningen met flexibele rentes en looptijden van leningen zijn gemiddeld genomen korter.

Vermogenscategorie

Staatsobligaties opkomende markten

Neutraal

Obligaties van opkomende landen uitgegeven in dollars hadden in november een positief rendement. De daling in de rente kwam voor een iets groter deel door de daling van de Amerikaans rente dan door de daling van de risico-opslag. Obligaties in lokale valuta hadden eveneens een positief rendement door de daling van de rentevergoeding. Financiële markten reageerden positief op recente meevallende lagere inflatiecijfers en het vooruitzicht op renteverlagingen van centrale banken in de lente van 2024. Onze neutrale visie op staatsobligaties opkomende landen in dollars 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 restrictief monetair beleid in ontwikkelde landen anderzijds. Risico-opslagen zijn relatief breed, ten opzichte van andere categorieën, maar prijzen niet een wereldwijde groeivertraging in. Obligaties genoteerd in lokale valuta kunnen profiteren van afnemende inflatie en renteverlagingen in opkomende landen. Maar de rentevergoeding is relatief laag ten opzichte van ontwikkelde landen en hierdoor neemt de relatieve aantrekkelijkheid af.

Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

Beursgenoteerd vastgoed staat bekend als een defensieve sector binnen aandelen en de kasstromen hebben voor een deel een koppeling met inflatie. Vanwege de relatief hoge mate van schuldfinanciering vormen oplopende rentes en strengere kredietvoorwaarden van banken risico's voor deze beleggingscategorie, ook relatief ten opzichte van algemene aandelen. De waardering van beursgenoteerd vastgoed is laag. Met de sterke stijging van wereldwijd beursgenoteerd vastgoed in november is naar onze mening de mate van renteverlagingen van centrale banken die nu worden verwacht realistisch ingeprijsd. Ondanks dat recent transacties wat zijn aangetrokken, blijven deze op een laag niveau. Voordat het aantal transacties verder normaliseert, zouden de prijzen van vastgoedobjecten nog kunnen dalen. Voor een overwogen positie zien we op korte termijn onvoldoende verdere rentedalingen en maken we ons nog te veel zorgen over de financiering van de vastgoedsector. Commerciële banken hebben in 2023 hun kredietvoorwaarden flink aangescherpt. Dit compliceert de toegang tot (her)financiering en leidt tot opwaartse druk op rentelasten.

Grondstoffen

Neutraal

In november waren grondstoffen de grote uitzondering tussen verder positief gestemde financiële markten. De brede grondstoffenindex van Bloomberg zette voor de vierde maand op rij een stapje terug. Olieprijzen daalden sterk voor de tweede achtereenvolgende maand, industriële metalen waren nagenoeg onveranderd. Dat wijst erop dat de daling in de olieprijs marktspecifiek was en niet zozeer gedreven werd door zorgen over de economische cyclus. Bij olie speelden vooral wat hogere voorraden, stabiele productie in landen buiten OPEC en de moeite bij OPEC om de leden op één lijn te krijgen ten aanzien van productiebeperkingen. De goudprijs onttrok zich aan de malaise met een stijging tot recordhoogte. Dat kan zijn gekomen door lagere rentes, maar de goudprijs stond al zeer hoog voor de huidige rentestanden. Belangrijker zijn naar onze visie de enorme hoeveelheid liquiditeit die centrale banken de afgelopen jaren in omloop hebben gebracht en de directe aankopen van goud door centrale banken zelf, waarschijnlijk ter gedeeltelijke vervanging van Amerikaanse dollars. Goud is interessant in tijden van onzekerheid, maar gezien de hoge prijs is er al veel onzekerheid en/of rentedaling in de goudprijs verdisconteerd. 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. De kwakkelende groei in de industrie wereldwijd en in China biedt geen positieve vooruitzichten. 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 van olie vanuit de aanbodkant.



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