



Visie op Asset Allocatie

Januari 2024

- Aandelen beginnen 2024 aarzelend, na sterk jaareinde 2023
- Inflatie lijkt toch tijdelijk, maar ECB aarzelt om rente te verlagen
- Obligaties relatief aantrekkelijk ten opzichte van aandelen

De eindejaarsrally begon afgelopen jaar al in november en zette zich in december door. Waarbij het tempo wel afnam. De stijgingen van aandelenindices in december waren over het algemeen half zo groot als in november. De motor achter de stijging was niet het naderende einde van het jaar, maar wederom dalende rentes. Dalingen in tienjaarsrentes waren in december wederom fors.

Dalende rentes helpen aandelen omhoog



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempens

Met de dalingen van met name de laatste twee maanden van het jaar is de tienjaarsrente in Duitsland in 2023 per saldo met 53 basispunten gedaald en in het VK met 13 basispunten. In de VS steeg de tienjaarsrente in 2023 met een minieme 3,5 basispunten. Dit staat in sterk contrast met beleidsrentes van centrale banken, die in 2023 in de VS met 100 basispunten werden verhoogd, in de eurozone met 200 basispunten en in het VK met 175 basispunten. Het geeft duidelijk aan hoe sterk rentemarkten anticiperen op officiële renteverlagingen gedurende 2024. In de *risk-on* rally die in december voortzette, daalden risico-opslagen op bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende

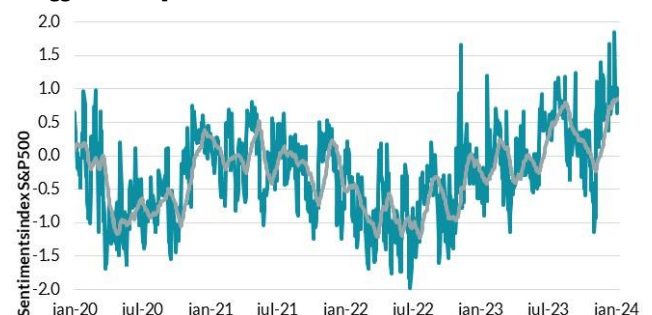
markten en wist beursgenoteerd vastgoed wederom een sprong te maken. Zoals het hele jaar al het geval was, waren grondstoffen de negatieve uitzondering, vanwege lagere olieprijsen.

In ons beleggingsbeleid hebben we onze voorzichtige houding gehandhaafd. In een klimaat met lage groei en dalende inflatie denken we dat aandelen moeite zullen hebben om obligaties bij te houden. Binnen aandelen zijn we nog steeds constructief over Japan.

Het nieuwe jaar begint aarzelend

Na de euforie in de afgelopen maanden, zijn beleggers het nieuwe jaar voorzichtig begonnen. Aandelenindices staan over het algemeen in de min en rentes noteren wat hoger. Gezien het optimisme dat in markten was gesloepen, was enige consolidatie wel te verwachten.

Beleggers VS te optimistisch?



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempens



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

In de VS was het optimisme onder particuliere beleggers tot vrij extreme waarden opgelopen en was er ook meer vraag naar callopties dan naar putopties. Daarbij was de volatiliteit van aandelen in de VS en in de eurozone in december zeer laag. Dat zijn allemaal tekenen van sterk optimisme, wat vanuit contrair oogpunt als een risico moet worden gezien.

Maar de voorzichtigheid heeft ook te maken met de verwachtingen over het beleid van centrale banken. Beleggers zijn er wat minder zeker van geworden dat centrale banken hun rentes snel zullen verlagen. In december verraste de Amerikaanse centrale bank de markten nog door veel meer open te staan voor renteverlagingen dan verwacht. Ramingen van beleidsmakers over inflatie en rentestanden werden neerwaarts bijgesteld en Fed-voorzitter Powell wees op het risico van te lang te hoge rentes, nu die restrictief zijn voor de economie. Dat voedde het sentiment van lagere rentes en stijgende aandelenmarkten. Maar nadien daalde de kerninflatie in de VS in november niet verder. De arbeidsmarkt koelde wel wat verder af, maar die bleek nog steeds krap. Daarmee is een eerste renteverlaging in maart onzekerder geworden, wat enige afbreuk deed aan het zeer positieve sentiment op aandelenmarkten.

Lage economische groei in 2024

Wij gaan er nog steeds vanuit dat groei en inflatie in 2024 laag zullen zijn, vooral in de eerste helft van het jaar. Financiële condities zoals lange rentestanden, risico-opslagen en aandelenmarkten zijn de afgelopen weken soepeler geworden en vormen dus minder tegenwind voor de economie. Maar korte rentes, waar veel leningen met flexibele rentes aan zijn gekoppeld, staan nog relatief hoog. En terwijl lange rentes in 2023 per saldo gelijk zijn gebleven of wat gedaald, staan ze nog wel een stuk hoger dan in voorgaande jaren. Wij denken dat dat nog niet geheel zijn weerslag heeft gehad op economieën.

Matige groei wereldwijd, industrie zwakker dan diensten



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

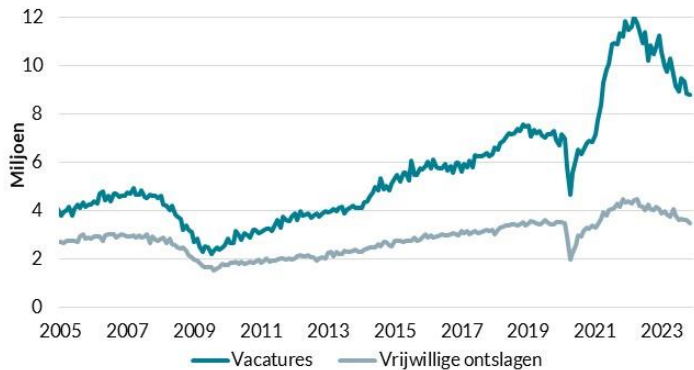
Voorlopende indicatoren bevestigen het beeld van zwakke groei. Vooral de industriële sector heeft het moeilijk. Waar in november nog een lichte verbetering zichtbaar was in de inkoopmanagersindices, verslechterden de indices weer in december. De wereldwijde index daalde in december naar 48,2, wat wijst op krimp. Het is ook het laagste niveau sinds juni 2023. In de dienstensector ziet de situatie er wat beter uit; de wereldwijde index steeg naar 51,7. Maar in de eurozone was de stijging minimaal en wijst de indicator nog steeds op een stevige krimp in de dienstensector. In de VS steeg de PMI-inkoopmanagersindex voor de dienstensector in december, maar daalde de ISM-index voor diensten onverwachts hard. Samen met de ISM-index voor de industrie wijzen deze indicatoren op een stagnerende economie. Ook het vertrouwen onder kleine ondernemingen, huizenbouwers en consumenten is in de VS laag. In de eurozone stegen het consumentenvertrouwen en de Economic Sentiment Index, maar daalde de Duitse Ifo-index. Geen van deze indicatoren wijst op economische groei.

In de eurozone duiden hardere economische indicatoren, zoals detailhandelsverkopen, industriële productie of orderboeken van bedrijven op voortdurende stagnatie of krimp in het vierde kwartaal. Positief vanuit het oogpunt van groei is wel dat de arbeidsmarkt van de eurozone krap is gebleven. In november daalde de werkloosheid naar een record laag niveau van 6,4%. Ondanks de stagnerende economie is de werkgelegenheid blijven stijgen. Dit biedt geen garantie voor de toekomst. De werkloosheid is immers altijd het laagst net voor een recessie. Maar dat bedrijven terughoudend zijn met het ontslaan van mensen met zo'n krappe arbeidsmarkt, verkleint wel de kans op een negatieve spiraal, resulterend in massaontslagen.

In de VS is volgens de harde indicatoren geen sprake van krimp, maar wel van een groeivertraging. Dat is niet zo gek na de zeer sterke groei in het derde kwartaal. De krapte op de arbeidsmarkt is één van de redenen dat financiële markten twijfelen over snelle renteverlagingen van de Fed. Volgens de maandelijkse enquête onder bedrijven daalt het aantal nieuwe banen trendmatig, maar in december kwamen er meer banen bij dan in november. De werkloosheid bleef staan op een lage 3,7%. Toch koelt de arbeidsmarkt onmiskenbaar af. De werkloosheid bleef mede laag doordat de beroepsbevolking afnam. Volgens de maandelijkse enquête onder huishoudens (die volatieler is dan die onder bedrijven), daalde de werkgelegenheid en waren minder mensen op zoek naar een baan. Die afnemende dynamiek is ook te zien in een lager aantal openstaande vacatures en minder werknemers die vrijwillig hun baan opzeggen. Maar de lage aantallen aangekondigde ontslagen en aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen duiden ook in de VS niet op

massaontslagen. Een zachte landing is in de VS mogelijk, al zijn wij iets voorzichtiger. Eén van de redenen hiervoor is dat we denken dat consumenten het wat moeilijker gaan krijgen dan in 2023. Een minder dynamische arbeidsmarkt betekent uiteindelijk ook lagere loongroei. Goed voor lagere inflatie, maar minder positief voor de consument. En vooral bij lage- en lagere middeninkomensgroepen zijn de besparingen uit de coronatijd opgesoupeerd en zien we schulden en wanbetalingen oplopen.

Minder dynamiek op Amerikaanse arbeidsmarkt



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

In opkomende markten steken de minder rijke Aziatische economieën van India en Indonesië relatief positief af bij bijvoorbeeld Korea en Taiwan, die meer last hebben van de zwakke industriële cyclus. In China lieten de twee inkoopmanagersindices voor de dienstensector wat verbetering zien in december, terwijl die voor de industrie gemiddeld iets daalden. De groei in de detailhandelsverkoop en in de industrie is recent toegenomen, maar dat komt mede door lage niveaus een jaar eerder, wat de vergelijking gemakkelijker maakt. In de vastgoedsector is nauwelijks verbetering zichtbaar en is de neerwaartse druk op huizenprijzen toegenomen. Het vertrouwen onder consumenten is dan ook ver te zoeken. De regering kondigt wel mondjesmaat stimuleringsmaatregelen aan, maar benadrukt ook de noodzaak om door de zure appel heen te bijten. Het valt nog te bezien of China op deze manier haar groei-doel van 5% dit jaar gaat halen.

Inflatie: winst voor Team Transitory?

Toen de inflatie in 2021 en 2022 sterk opliep, gingen velen ervan uit dat dit tijdelijk, oftewel *transitory* zou zijn. Nu de inflatie snel daalt, komt de vraag op of Team Transitory het uiteindelijk toch bij het rechte eind had. Dat hangt er uiteraard vanaf wat je als tijdelijk ziet. De inflatie begon in 2021 op te lopen, bereikte in 2022 de piek en daalde in 2023. Als we de prijsstijgingen in de afgelopen zes maanden omrekenen naar jaarcijfers, was de inflatie in de

VS in december 3% volgens de CPI-index en 2% volgens de PCE-index, de index waar de Fed zich op richt. In de eurozone was de inflatie op die basis ongeveer 2,5%. Centrale banken zijn terughoudend om de overwinning op de inflatie uit te roepen, maar dit zijn toch geen niveaus die overmatig zorgen baren. Stijgende lonen worden nog wel als zorg gezien, maar in de VS is het tempo van de loonstijgingen al gedaald naar 4 tot 4,5%. Als de arbeidsproductiviteit toeneemt volgens de lange termijn trend, is dat redelijk verenigbaar met het inflatiedoel van de Fed van 2%.

Loonstijgingen in vooral eurozone en VK nog hoog



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

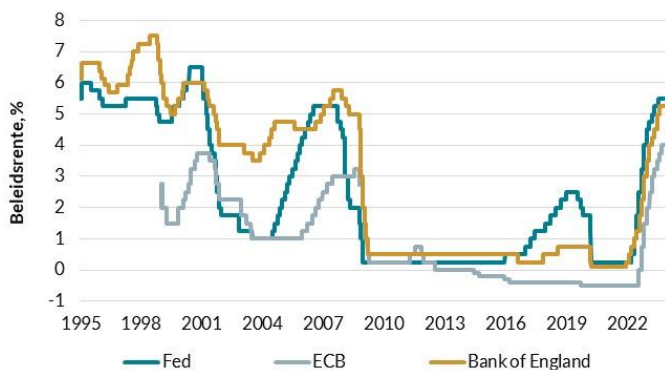
In de eurozone heeft de loongroei nog geen piek laten zien. De CAO-lonen stegen in het vierde kwartaal met 4,7% jaar-op-jaar. Doordat bedrijven in de eurozone werknemers vasthouden terwijl er weinig groei is, daalt de arbeidsproductiviteit. Met als gevolg dat de loonkosten per eenheid product met 6,5% jaar-op-jaar stegen. Vandaar dat de ECB nog niets wil weten van renteverlagingen. Team Transitory zou ongelijk krijgen als er een loon-prijsspiraal zou ontstaan. Echter, de situatie van een stagnerende economie, een krappe arbeidsmarkt en hoge loonstijgingen is uitzonderlijk. Het lijkt erop dat bedrijven werknemers deels compenseren voor de inflatie van de afgelopen periode, maar dat dit niet structureel van aard is. In enquêtes geven consumenten aan de inflatie over de afgelopen twaalf maanden zeer hoog te vinden, maar zijn de verwachtingen voor de komende twaalf maanden gedaald naar een laag niveau.

Concluderend kunnen we dus stellen er in de VS geen en in de eurozone weinig tekenen zijn van een loon-prijsspiraal. Daarmee lijkt het erop dat Team Transitory het uiteindelijk (met behoorlijke vertraging) toch grotendeels bij het rechte eind had. Er zijn nog twee risico's te noemen voor langer hoge inflatie. Het eerste risico is dat economieën nauwelijks last hebben van de monetaire verkrapping, waarbij er helemaal geen landing komt. Voor Europa gaat dat al niet op, gezien de zwakke groei. En voor de VS lijkt ons dat onwaarschijnlijk, mede doordat de impulsen van het aanwenden van particuliere besparingen en van de overheid zullen afnemen. Een ander risico vormt het

internationale vervoer van goederen. Door droogte is de capaciteit van het Panamakanaal beperkt. In de Rode Zee zijn er grote geopolitieke risico's. Prijzen voor zeevracht verdubbelden in oktober 2023, maar zijn sindsdien ook alweer bijna 40% gedaald. Wij zien dit niet als een nieuwe wereldwijde inflatieschok.

Voor centrale banken betekent dit dat zij hun beleidsrentes kunnen gaan verlagen. Die rentes zijn immers restrictief in de VS, de eurozone en het VK. En zoals we al eerder geschreven hebben, bij dalende inflatie zal de reële rente oplopen, als de (nominale) beleidsrente niet wordt verlaagd. Daarmee zou het beleid juist restrictiever worden. Zoals gezegd, de Fed heeft de draai naar renteverlagingen al min of meer aangekondigd. Het gaat nu vooral om de timing van die eerste renteverlaging. Een renteverlaging in maart, die voor Kerst nog als vrijwel zeker werd gezien, wordt nu door markten als een stuk minder zeker ingeschat. Wij vonden dat verwachtingen over renteverlagingen door de Fed wat waren doorgesloten, maar nu weer realistischer zijn.

Beleidsrentes nog sterk restrictief



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

In december verlaagde de ECB haar groei- en inflatieramingen. De ECB verwacht dat de inflatie in 2024 met 2,7% nog boven haar doel van 2% ligt. Pas in 2025 ziet de ECB de inflatie dalen naar haar doel. Tijdens haar persconferentie in december wilde ECB-president Lagarde duidelijk niet de draai maken die Fed-voorzitter Powell een dag eerder wel had gemaakt. De ECB ziet wel dat de inflatie daalt, maar vindt dat financiële condities te snel zijn versoepeld om nu de beleidsrente te verlagen. Echter, wij vinden de groeiraming van de ECB, die voorziet in een snelle terugkeer naar groei op het trendmatige niveau, wat optimistisch. Als die groei wat tegenvalt en de inflatie daalt verder, wordt het ook voor de ECB onvermijdelijk om de rente te verlagen. Door markten wordt de eerste renteverlaging van de ECB nu zo rond april ingeschat. Dat is mogelijk, maar dan moet er in de communicatie van de ECB nog wel een flinke draai worden gemaakt.

Net als de Fed en de ECB, wijzigde de Bank of England (BoE) de rente in december niet. Zes beleidsmakers stemden voor dit besluit, de overige drie waren voor een renteverhoging. Met een kerninflatie die in november nog op 5,1% lag, de verwachting van de BoE dat de inflatie pas aan het eind van 2025 tot 2% zal dalen en loonstijgingen rond 7%, ligt het voor de hand dat de BoE de rente later zal verlagen dan de Fed of de ECB. Markten verwachten de eerste renteverlaging van de BoE in mei of juni.

Obligaties realistisch alternatief voor aandelen

Voor de komende maanden denken we dat rendementen op cash en obligaties het rendement op risicovollere beleggingen als aandelen, vastgoed of grondstoffen goed zullen kunnen evenaren of zelfs hoger uit kunnen komen. En binnen obligaties hebben we een voorkeur voor de veiligere categorieën. We hebben dus nog altijd een voorzichtig beleggingsbeleid.

Dit heeft alles te maken met onze visie op de economische cyclus, waar we een afname van het groeimomentum voorzien. Het meest in de VS, die van een sterk momentum komen, maar ook voor de eurozone, het VK of China voorzien we geen noemenswaardige verbetering. Met dalende inflatie betekent dat een nog sterkere afname van de nominale groei en daarmee de omzetten van bedrijven. Dat vormt een risico voor de bedrijfswinsten. Aandelen hebben twee sterke maanden achter de rug, waarbij het optimisme, zoals hierboven al aangestipt, is doorgesloten. De rally in aandelen is in de VS volledig gedreven door hogere waarderingen, gerealiseerde winsten zijn per saldo sinds september 2022 onveranderd. In de eurozone is de stijging van de aandelenindex ongeveer voor de helft te verklaren uit hogere waarderingen en voor de andere helft uit hogere winsten. De MSCI-index voor opkomende markten is iets gestegen, ondanks dalende winsten, met dus ook hogere waarderingen tot gevolg. Het is niet ongebruikelijk dat markten vooruitlopen op mogelijke toekomstige winststijgingen waarbij waarderingen oplopen, maar naar onze mening geeft het wel aan dat een positief scenario is ingeprijsd, wat de ruimte voor verdere positieve verrassingen beperkt.

Met de hogere rentes dan in de jaren voor de coronapandemie vormen obligaties en cash een concurrerender alternatief voor aandelen. Dit komt het duidelijkst tot uiting in de risicopremie op aandelen in de VS. Deze premie is het verschil tussen het winstrendement op aandelen (de winst gedeeld door de koers) en de tienjaarsrente. Vanaf 2005 was de risicopremie in de VS gemiddeld 3,6 procentpunt, maar noteert nu op 1,2

procentpunt. In de eurozone staat de risicopremie met 2,1 procentpunt iets boven het langjarige gemiddelde van 1,7 procentpunt. Maar met de zwakke economische vooruitzichten voor de eurozone kunnen de verwachte winsten lager uitvallen dan verwacht, wat zou leiden tot een lagere risicopremie, als de rente gelijk blijft. Als rentes ook dalen, zou dat juist gunstig zijn voor obligaties.

Lage risicopremie Amerikaanse aandelen



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

In het obligatiedeel van onze portefeuilles hebben we de afgelopen maanden wat voorgesorteerd op rentedalingen. Maar ook wij zijn verrast door de snelheid waarmee marktrenten zijn gedaald, zonder dat het economische beeld verslechterde. Ook in obligaties hebben we onze visies niet gewijzigd. We denken dat de ruimte voor verdere rentedalingen op korte termijn beperkt is. Het grote negatieve renteverskil 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 31-12-2023
Wereldwijd (MSCI AC)	993	3.1%	9.7%	-0.9%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3147	3.3%	10.1%	-0.7%
Opkomende markten (MSCI EM)	993	1.8%	6.2%	-3.0%
Verenigde Staten (S&P500)	4757	3.3%	9.7%	-0.3%
Eurozone (EURO STOXX 50)	470	-0.6%	8.6%	-0.9%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7684	1.7%	2.6%	-0.6%
Japan (Topix)	2413	3.8%	6.6%	2.0%
Nederland (AEX)	778	-0.5%	7.1%	-1.2%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	4.02	-22	-78	15
Japan	0.59	-19	-21	-4
Duitsland	2.19	-8	-58	16
Frankrijk	2.72	-10	-64	16
Italië	3.85	-20	-99	14
Nederland	2.50	-9	-63	18
Verenigd Koninkrijk	3.78	-26	-70	24

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	106	-4	-23	2
Eurozone	142	0	-20	7

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	359	-16	-75	25
Eurozone	400	-20	-86	5
Opkomende markten (USD)	412	15	-40	28
Opkomende markten (Lokale valuta)	227	12	16	-8

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Wereld	4.7%	13.3%	-1.5%
Noord-Amerika	5.5%	14.6%	-0.6%
Europa	3.3%	19.6%	-3.0%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023	
Bloomberg index	0.4%	-5.3%	-0.4%	
Basismetalen	0.9%	-2.2%	-4.3%	
Brent olie (USD per vat)	77.91	2.7%	-11.7%	0.3%
Goud (USD per troy ounce)	2027	1.2%	9.5%	-1.8%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 9 januari 2024

Bron: Refinitiv

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie

Aandelen

Negatief

De aandelenrally zette zich in december voort, waarbij de stijgingen wel kleiner waren dan in november. Daarmee boekten aandelen over het algemeen sterk positieve rendementen in 2023, waarbij de Engelse FTSE100 en opkomende markten achterbleven. Aandelenmarkten zijn 2024 aarzelend begonnen. Sentimentsindicatoren wijzen op een sterk positieve stemming, wat negatief is vanuit contrair oogpunt. Verwachtingen over renteverlagingen waren aan het eind van 2023 wat doorgeschoten, wat mede leidde tot de rally, maar 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. 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 economische 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 in december wederom fors, en wederom over een breed front. Alleen aan de hele korte kant, tot drie maanden, bleven rentedalingen beperkt, doordat centrale banken in de VS, de eurozone en het VK hun beleidsrentes ongewijzigd lieten. Fundamenteel gezien denken we dat rentes verder kunnen dalen, vanwege zeer matige groei en dalende inflatie. Na de snelle rentedalingen van de afgelopen weken en met de sterk negatieve rentecurve (met tweejaarsrentes hoger dan de tienjaarsrentes) is wat ons betreft de potentie van verdere dalingen van lange rentes op korte termijn beperkt. 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.

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 december. Met de daling in de onderliggende rentes op staatsobligaties leidde dat tot forse dalingen in de rentevergoedingen op investment grade bedrijfsobligaties. In 2023 daalden risico-opslagen in de VS en in de eurozone met ruim 30 basispunten. 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. De risico-opslag maakt momenteel, ten opzichte van de historie, een 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 december 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. In 2023 daalde de risico-opslag in de eurozone met zo'n 100 basispunten, in de VS zelfs met 145 basispunten. 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 december op 335 basispunten, in de eurozone op 395 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

Staatsobligaties van opkomende landen uitgegeven in dollars hadden in december een positief rendement. De daling in de rente kwam voor een iets groter deel door de daling van de Amerikaanse rente dan door de daling van de risico-opslag. Staatsobligaties 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 wijd, 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 en december is naar onze mening de mate van renteverlagingen van centrale banken die nu worden verwacht 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 december waren grondstoffen wederom de grote uitzondering tussen verder positief gestemde financiële markten. De brede grondstoffenindex van Bloomberg zette voor de vijfde maand op rij een stapje terug. Olieprijzen daalden verder, industriële metalen gingen licht omhoog. Dat wijst erop dat de daling in de olieprijs marktspecifiek was en niet zozeer gedreven werd door zorgen over de economische cyclus. De oliemarkt wordt gekenmerkt door een relatief ruim aanbod ten opzichte van de vraag, ondanks de productiebeperkingen van de OPEC-landen. De goudprijs noteerde op 27 december een nieuw record van 2079 US dollar per troy ounce. 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. 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
STRATEGY & TACTICAL ASSET ALLOCATION

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