



Visie op Asset Allocatie

Februari 2024

- Aandelenweging van onderwogen naar neutraal
- Kans op zachte landing VS neemt toe
- Japanse beurs blijft aantrekkelijk

Na een aarzelende start van het jaar wisten aandelenmarkten de weg omhoog weer te vinden. Per saldo leverde dat in de VS en in Europa kleine plusjes op, terwijl Japan een zeer sterke maand kende. Aandelen uit opkomende markten verloren juist terrein. Ook op obligatiemarkten was het rustig. Na twee maanden met rentedalingen gingen rentes in januari juist weer wat omhoog. Het positieve sentiment was ook te zien in bedrijfsobligaties en obligaties van perifere eurozonelanden, waarvan risico-opslagen overwegend kleine dalingen lieten zien. Met hogere olieprijsen en dalende prijzen van basismetalen en goud waren grondstoffen nagenoeg onveranderd. Vastgoed moest een deel van de forse winsten in november en december weer afstaan.

Optimistische stemming op aandelenmarkten



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempenn

Door de opwaartse bewegingen van aandelen, was de weging in onze portefeuilles opgelopen en dicht tegen neutraal aan komen te liggen. Met een toegenomen kans op een zachte landing in de VS, het zicht op renteverlagingen van centrale banken en relatief sterke

winstgroei in Japan, hebben we besloten de neutrale aandelenweging te bevestigen. We hebben Japanse aandelen aangekocht ten laste van onze kaspositie, waarmee we de overweging in Japan verder hebben uitgebreid.

Kans op zachte landing VS neemt toe

De groei- en inflatiecijfers in de VS ademen het idee van een zachte landing van de economie. De groei vertraagde van 1,2% kwartaal-op-kwartaal in het derde kwartaal naar 0,8% in het vierde kwartaal, maar was daarmee nog steeds robuust. Over heel 2023 kwam de groei uit op 2,5%. Dat voor een economie waarvan velen, waaronder wij, verwachtten dat die in een recessie zou belanden. De bereidheid van consumenten, om hun tijdens de coronapandemie opgebouwde besparingen uit te geven, bleek veel groter dan verwacht en ook de overheid stimuleerde de economie sterker dan voorzien. Van de groei in het vierde kwartaal kwam het overgrote deel van de consumptie, gevolgd door overheidsbestedingen en buitenlandse handel. De groei van de bedrijfsinvesteringen was wat gematigd. Uit de BBP-cijfers bleek ook dat de prijscomponent van de particuliere consumptie exclusief voedsel en energie voor het tweede kwartaal op rij uitkwam op 2%. Dat is precies het doel wat de Amerikaanse centrale bank, de Fed, nastreeft. *Mission accomplished* dus, zou je zeggen.

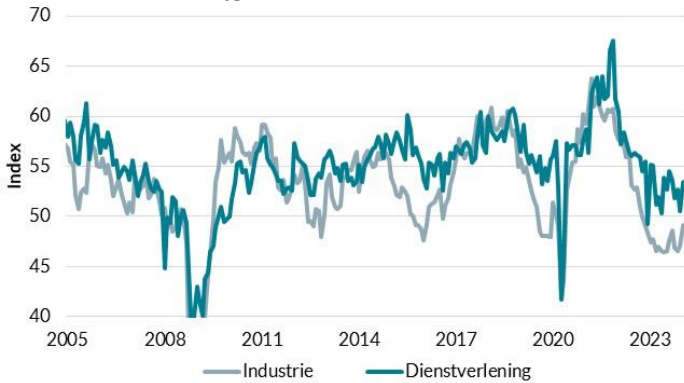
Het positieve beeld van de Amerikaanse economie werd bevestigd door de inkoopmanagersindices. Voor de industrie steeg de index in januari naar 50,7. Het was voor het eerst sinds april vorig jaar dat de index groei in de industriële sector signaleerde. De ISM-index voor de



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

industrie, die feitelijk hetzelfde meet als de PMI maar een langere geschiedenis heeft, kwam nog niet boven de 50, maar de stijging met 2 punten tot 49,1 was wel veel sterker dan verwacht. En vooral de stijging van de subindex over nieuwe orders tot 52,5 was positief. Tot juni vorig jaar wees deze indicator nog op een mogelijke recessie. De inkoopmanagersindex voor de dienstensector steeg in januari naar het hoogste niveau sinds juni vorig jaar. En ook hier werd het positieve beeld bevestigd door de ISM-index. De index voor de dienstensector steeg in januari sterker dan verwacht. De indicator wijst niet op sterke groei, maar de beweging was wel duidelijk in de goede richting.

Ondernemers in de VS krijgen meer vertrouwen



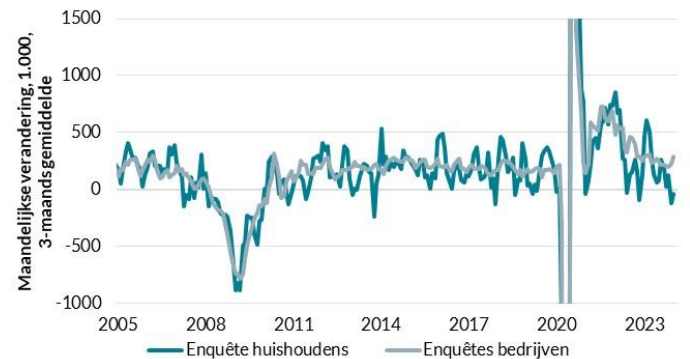
Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

In de industrie steeg de productie in december ten opzichte van dezelfde maand een jaar eerder, na enkele maanden met dalingen. Orders voor kapitaalgoederen namen ook toe, hoewel de groeicijfers in de industrie nog wel voorzichtig zijn. Consumenten hebben meer vertrouwen gekregen, wat vooral komt door de dalende inflatie, maar ook het positieve sentiment op aandelenmarkten helpt daarbij.

Bij een zachte landing hoort een arbeidsmarkt die afkoelt zonder sterk te verzwakken. Maar van verzwakking is volgens de werkgelegenheidscijfers die bedrijven aanleveren de afgelopen maanden geen sprake. In januari kwamen er bijna twee keer zoveel banen bij als verwacht. En bij de jaarlijkse herberekening van de cijfers bleek dat er in heel 2023 ook meer banen zijn gecreëerd dan eerder gedacht. Waar de cijfers eerder een neerwaartse trend lieten zien, is dat nu niet meer het geval. Een opluchting kwam ook van de werkgelegenheidscomponent van de ISM-index voor de dienstensector. Die was in december gedaald naar een niveau dat duidde op een sterk verzwakkende arbeidsmarkt. Maar in januari veerde deze sub index weer op. Het is nog even afwachten of deze trend aan zal houden, omdat bedrijven voorzichtig zijn met het aannemen van tijdelijke werknemers en hun werknemers ook minder uren laten werken. De enquête onder huishoudens liet ook een minder sterk beeld zien van de

werkgelegenheid. Maar de cijfers van bedrijven hebben het vaker bij het rechte eind. Over het geheel passen ook deze arbeidsmarkt cijfers in het beeld van een zachte landing.

Bedrijven rapporteren sterke werkgelegenheids groei, huishoudens minder



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Kortom, de kans op een zachte landing is toegenomen. We zien nog wel wat waarschuwingssignalen. Het krappe monetaire beleid waarschijnlijk nog niet geheel doorgewerkt in de economie. Die doorwerking kan wel 12 tot 18 maanden duren en de laatste renteverhoging van de Fed was in juli 2023. Rentes zijn ook snel en agressief verhoogd. Maar schulden hebben veelal langere looptijden dan in het verleden, wat het effect van hogere rentes wat meer kan spreiden over tijd, waarmee het een minder direct negatief effect kan hebben. Toch is de monetaire verkrapping wel terug te zien in een negatieve rentecurve, aangescherpte kredietvoorwaarden bij banken, een dalende geldhoeveelheid en zwakke kredietgroei.

Groene scheuten eurozone?

De economie van de eurozone wil nog steeds niet groeien. In het vierde kwartaal van 2023 stagneerde de economie en over heel 2023 bedroeg de groei een schamele 0,5%. En dat was vooral te danken aan het overloopeffect van de groei uit 2022. De groei in het vierde kwartaal van 2023 in Spanje en Italië was niet genoeg om stagnatie in Frankrijk en krimp in Duitsland te compenseren.

Als je goed kijkt, zijn er wat groene scheuten te ontdekken in het Europese groei landschap. De inkoopmanagersindex voor de industrie steeg in januari met 2 punten en de Duitse ZEW-index, een volatiele maar voorlopende indicator, bevestigde het positieve signaal van december. Ook de Economic Sentiment Index bevestigde in januari de stijging van december. Echter, de Duitse Ifo-index en de inkoopmanagersindex voor de dienstensector daalden in januari. Geen van deze indicatoren wijzen al op groei, maar de trend is wel voorzichtig omhoog.

Stemming bedrijven eurozone verbetert vooral in de industrie



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Cijfers uit de industrie en de detailhandel geven nog weinig aanleiding voor optimisme. In november daalde de industriële productie met 6,4% ten opzichte van november 2023. De verslechtering in orderboeken lijkt uit te bodemen, maar van verbetering is nog niet echt sprake. De detailhandelsverkopen daalden in november met 1,1% ten opzichte van dezelfde maand een jaar eerder. Aan de inhaalslag van de autoverkopen na de coronapandemie is een einde gekomen. Autoverkopen hebben zich gestabiliseerd op een lager niveau dan voor de coronapandemie.

Ook de eurozone heeft te maken met een sterke monetaire verkrapping en ook in de eurozone heeft dat geleid tot een dalende geldhoeveelheid en zwakke kredietgroei. Banken scherpten hun kredietvoorwaarden in het eerste kwartaal verder aan, maar in mindere mate dan een kwartaal eerder. Ze rapporteerden ook dat de vraag naar krediet minder hard daalde. Ook hier lijkt het beeld dus voorzichtig te verbeteren. Net als in de VS is de arbeidsmarkt in de eurozone nog krap. De werkloosheid ligt al maandenlang rond het laagste niveau van de afgelopen drie decennia. Dat is voor de eurozone opmerkelijker dan voor de VS, aangezien groei in de eurozone ontbreekt. Bedrijven lijken zeer sterk geneigd werknemers vast te houden in een krappe arbeidsmarkt. Positief voor huishoudens en hun inkomen, maar wel een risico voor de bedrijfswinsten.

Gemengd beeld in Azië

In Azië is het beeld nog wat gemengd. De Chinese economie heeft het nog altijd moeilijk. Er worden wel stimuleringsmaatregelen aangekondigd, maar niet met volle overtuiging. Zo verlaagde de centrale bank de reserveverplichtingen voor commerciële banken. Dit zou banken lucht moeten geven om meer geld uit te lenen. Maar gezien eerdere liquiditeitsinjecties in het financiële systeem, zal het additionele effect beperkt zijn. Bovendien is niet het aanbod van krediet, maar de vraag naar krediet de meest beperkende factor. Het faillissement van de

grootste projectontwikkelaar van het land, Evergrande, laat maar weer zien hoe groot de problemen in de bouwsector zijn. Overigens is er grote onzekerheid over de gevolgen van afwikkeling van dit faillissement. De tot nu toe gepubliceerde inkoopmanagersindices lieten in januari beperkte stijgingen zien en staat rond het niveau van 50, wat weinig verbetering in de economie signaleert. Detailhandelsverkopen en investeringen stagneren al een paar maanden.

In de industriële sector in Azië zijn verbeteringen te zien. De inkoopmanagersindices voor de industrie stegen in Taiwan en Korea in januari naar het hoogste niveau sinds mei 2022.

Inkoopmanagersindices industrie lopen op in Korea en Taiwan



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

De industriële productie en de uitvoer van deze industriële grootmachten in Azië ging vorig jaar door een diep dal, maar hebben de weg omhoog weer gevonden. Een kleine waarschuwing is hier wel op zijn plaats. De Aziatische industriële sector is de afgelopen jaren sterk gedreven door de voorraadcyclus. De dalingen vorig jaar waren het resultaat van olopende voorraden toen consumenten na de coronapandemie omschakelden van de consumptie van goederen naar de consumptie van diensten. Voorraden zijn inmiddels weer geslonken. Als de productie ook nu vooral gerelateerd is aan de voorraadcyclus, kan de opleving beperkt blijven.

In Japan is het vooral de inkoopmanagersindex voor de dienstverlening die een positiever beeld schetst dan de afgelopen maanden. Na twee stijgingen op rij signaleert deze index nu duidelijk groei. Ook de Tankan-index, een brede voorlopende indicator die elk kwartaal wordt gepubliceerd, wijst op groei. In zowel de industrie als in de dienstverlening zijn ondernemers positiever geworden, waarbij de opleving in de dienstensector het meest opvalt. Grote bedrijven in deze sector zijn sinds begin jaren negentig niet zo positief geweest als nu.

Japanse Tankan-index wijst op groeiversnelling



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Centrale banken terughoudend

De Fed, de Europese Centrale Bank (ECB) en de Bank of England (BoE) hielden hun rentes in januari en februari ongewijzigd. Dat was geen verrassing, er werd vooral uitgezien naar de commentaren van de centrale bankiers over de groei- en inflatievooruitzichten.

ECB-president Lagarde trapte eind januari af met een afwachtende houding. De boodschap van december was vrijwel ongewijzigd. De economie stagneert met neerwaartse risico's en de inflatie en inflatieverwachtingen dalen. Terwijl de ECB eerder nog waarschuwde dat financiële condities (zoals rentes, risico-opslagen en aandelenmarkten) te veel verruimden, werd nu gesteld dat krappere financiële condities de vraag dempen. Toch is het volgens Lagarde nog te vroeg om in het beleidscomité over renteverlagingen te discussiëren. De ECB wil eerst bewijs zien dat loonstijgingen, die in het derde kwartaal accelereerden naar 4,7%, gaan afnemen. Toch zal die discussie wel snel gaan komen, want Lagarde bevestigde de uitspraak die ze op het World Economic Forum in Davos deed, namelijk dat een renteverlaging rond de zomer waarschijnlijk is. De deur naar renteverlagingen gaat dus langzaam open.

Ook Fed-voorzitter Powell hield zijn kruit nog droog, maar draaide wat verder richting renteverlagingen. De Fed wees niet langer op mogelijke renteverhogingen, maar liet nu de richting van renteveranderingen open. Powell denkt dat de beleidsrente van de Fed het hoogste punt heeft bereikt en dat ergens dit jaar de rente zal worden verlaagd. Powell was wel wat meer gebalanceerd dan in december, toen hij verraste met uitspraken die op snelle renteverlagingen wezen. De Fed is bereid de rente langer hoog te houden als dat nodig is om een versnelling van de inflatie te voorkomen. Opvallend was dat Powell niet langer een zwakkere economie en arbeidsmarkt hoeft te zien om de beleidsrente te gaan verlagen. De inflatie is de afgelopen maanden immers gedaald met een sterke economie en een krappe arbeidsmarkt. De Fed wijst dat vooral aan herstelde

productieketens en een verbeterd arbeidsaanbod. Waar de Fed dan nog op wacht? Meer bewijs dat de inflatie duurzaam daalt naar het doel van de Fed van 2%. Zes maanden positieve data is voor de Fed niet genoeg en Powell noemde het onwaarschijnlijk dat er bij de volgende beleidsvergadering in maart wel voldoende bewijs zal zijn.

Beleidsrentes hebben hoogste punt bereikt



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

De Bank of England was de laatste in het rijtje van de drie grote westerse centrale banken om de rente onveranderd te houden. En ook hier was een voorzichtige draai richting renteverlagingen zichtbaar. Van het beleidscomité met negen leden stemden er deze keer twee voor een renteverhoging, zes voor geen wijziging en één voor een renteverlaging. In december stemden ook zes leden voor het onveranderd laten van de rente, maar stemden nog drie leden voor een verhoging. De discussie over renteverlagingen is dus begonnen. Net als de Fed wees de BoE niet alleen op de mogelijkheid van verdere renteverhogingen, maar gaf de bank een gebalanceerde visie. De BoE kijkt ook scherp naar de noodzaak om de rente op het huidige niveau van 5,25% te houden.

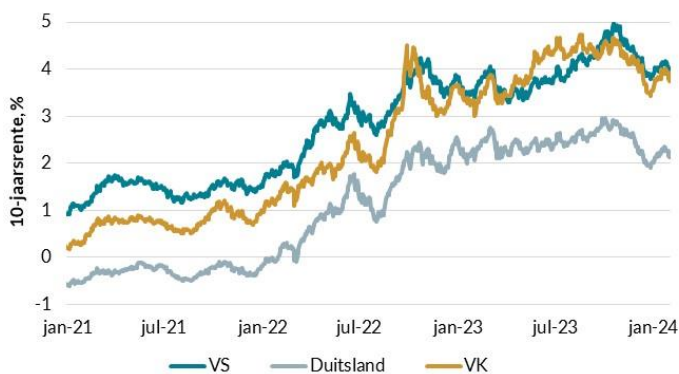
Obligatiemarkten reageren

De uitspraken van centrale bankiers waren teleurstellend voor diegenen die hoopten op snelle renteverlagingen. Renteverlagingen in maart zijn inmiddels vrijwel uitgesloten. Daarvoor moeten inflatiedata wel heel erg mee gaan vallen. De daling van de inflatie lijkt recentelijk juist iets minder snel te gaan. Wat overigens niet zo vreemd is, gezien de snelle dalingen de afgelopen maanden en de niveaus waar de inflatie inmiddels op is uitgekomen. Wanneer we de kerninflatie (exclusief voedsel- en energieprijzen) van de afgelopen zes maanden omrekenen naar een jaarcijfer, was de inflatie in de VS in december 1,9% en in de eurozone 2,1%. Voor de Fed twijfelen markten nog wat tussen mei en juni en voor de ECB tussen april en juni. Voor de BoE wordt de kans op een renteverlaging in augustus als iets groter dan 50%

ingeschat. Markten waren wat teleurgesteld op de Fed. De tweejaarsrente bleef ongewijzigd na het besluit, terwijl de tienjaarsrente wat daalde. Dat wijst erop dat beleggers iets meer bevreesd waren voor een Fed die de rente te lang te hoog houdt en daarmee de economie vertraagt. Na het besluit van de ECB daalden korte rentes juist iets meer dan lange.

Maar deze bewegingen werden snel tenietgedaan door positieve macro-economische data. Vooral de data die wezen op een zachte landing in de VS. Die zetten rentes hoger, waarmee we nu per saldo dit jaar iets hogere rentes zien. Overigens wel na de sterke dalingen in de laatste maanden van vorig jaar.

Potentie voor rentedalingen op korte termijn beperkt



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Vooruitkijkend zien we op langere termijn, gedurende 2024, nog wel enige potentie voor rentedalingen, maar met de recente cijfers geldt dat minder voor de korte termijn. De hogere rentes in de VS zijn wel in het voordeel van Amerikaanse staatsobligaties ten opzichte van de eurozone. Bevestiging van lage inflatie, renteverlagingen van de Fed en een afnemend groeitempo van het huidige sterke niveau hebben de potentie rentes in de VS te doen dalen gedurende het jaar, maar de nog krappe arbeidsmarkt en het feit dat markten meer renteverlagingen verwachten dan de Fed, beperkt de potentie van rentedalingen op korte termijn. In de eurozone neemt de inflatie af, stagneert de economie en komen renteverlagingen door de ECB in zicht, wat zou kunnen leiden tot lagere lange rentes. Maar ook hier staan rentes al vrij laag en wordt er al vrij veel verwacht van de ECB ten aanzien van renteverlagingen, wat op korte termijn tot opwaartse rentedruk kan leiden.

Aandelenmarkten positief gestemd

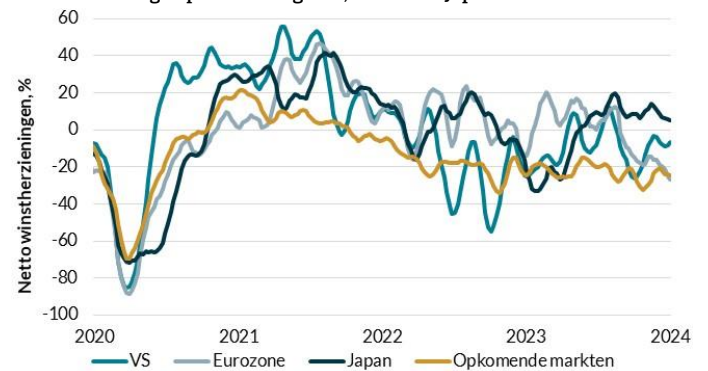
Aandelenmarkten blijven overwegend positief gestemd. De S&P500 aandelenindex heeft dit jaar al tien keer een nieuwe *all-time high* neergezet en nadert de grens van de

5000 punten. De grotere kans op een zachte landing voeden het positieve sentiment.

Het bedrijfscijferseizoen helpt ook. Tot nu toe rapporteren bedrijven in de S&P500 over het vierde kwartaal van 2023 een winstgroei van 4% ten opzichte van het vierde kwartaal van 2022. Die groei komt overigens wel voor een groot deel van enkele grote technologiebedrijven. Die trekken de winstgroei in de sector duurzame consumptiegoederen en communicatiediensten naar bijna 50%. In de sectoren energie, basisindustrie, gezondheidszorg en financiële dienstverlening dalen de winsten juist. In totaal zijn de winsten nu 7%-punt hoger uitgekomen dan verwacht, maar de verwachtingen waren vooraf wel fors neerwaarts aangepast. In Europa, waar nog minder bedrijven hebben gerapporteerd, groeien winsten tot nu ook met een kleine 4% ten opzichte van het jaar ervoor. Dat is ongeveer conform de verwachtingen. Ook in Europa zit de zwakte in de sectoren energie en basisindustrie en de kracht in de sector duurzame consumptiegoederen. Japanse bedrijven rapporteren een winstgroei van 18%, wat 7% -punt hoger is dan verwacht.

De trend in de bedrijfswinsten is wat minder positief. In de VS bewegen de gerealiseerde winsten al een tijd zijwaarts en neemt het momentum in de verwachte winsten wat af. In de eurozone is het momentum van de verwachte winsten negatief. In beide regio's worden verwachte winsten overwegend neerwaarts bijgesteld; in de eurozone in grotere mate. In Japan zien we juist positieve winstbijstellingen en een positief winstmomentum.

Winstherzieningen per saldo negatief, behalve in Japan



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Met de grotere kans op een zachte landing in de VS, nemen de zorgen voor de houdbaarheid van de bedrijfswinsten in de VS ook wat af. Wat nu vooral opvalt aan de Amerikaanse aandelenmarkt is het zeer positieve sentiment. Vanuit contrair oogpunt is dit een risico voor verdere opwaartse bewegingen. In Europa maken we ons met een kwakkelende economie en afnemende inflatie nog wel zorgen over de houdbaarheid van de winsten en lijken deze zorgen ook bevestigd te worden door de winstcijfers.

Beleggingsbeleid: aandelen naar neutraal

In ons beleggingsbeleid waren we al een tijd onderwogen in aandelen. We maakten ons zorgen over de impact die de sterke monetaire verkrapping zou kunnen hebben op economieën en daarmee op de positieve winstverwachtingen en vooral in de VS hoge waarderingen. Deze zorgen zijn niet geheel verdwenen, maar we zien ook de voortdurende weerbaarheid van de Amerikaanse economie. Door de positieve trend in aandelenmarkten was onze onderweging in aandelen kleiner geworden en al dicht tegen een neutrale weging aan komen te liggen. We hebben nu besloten onze aandelenpositie op te hogen van onderwogen naar neutraal. We kiezen ervoor om onze overweging in Japan uit te breiden. In Japan is het monetaire beleid nog altijd zeer ruim. De ontwikkeling van de bedrijfswinsten is recent sterker dan in de VS en in Europa. In het geval van tegenvallende economische of marktontwikkelingen kan bovendien een appreciërende Japanse yen, die dan als vluchthaven kan gelden, wat bescherming bieden.

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Wereldwijd (MSCI AC)	983	3.0%	11.2%	1.4%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3234	3.6%	12.1%	2.0%
Opkomende markten (MSCI EM)	983	-1.9%	3.7%	-3.9%
Verenigde Staten (S&P500)	4943	5.2%	13.4%	3.6%
Eurozone (EURO STOXX 50)	481	2.6%	9.7%	1.5%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7613	-1.0%	2.6%	-1.6%
Japan (Topix)	2557	6.8%	10.1%	8.0%
Nederland (AEX)	824	5.9%	11.9%	4.8%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	4.16	11	-41	30
Japan	0.71	11	-21	9
Duitsland	2.32	18	-31	30
Frankrijk	2.82	14	-41	26
Italië	3.90	6	-55	18
Nederland	2.61	15	-37	29
Verenigd Koninkrijk	4.01	22	-28	47

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	100	-9	-29	-4
Eurozone	129	-14	-24	-6

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	350	-18	-54	16
Eurozone	374	-34	-91	-21
Opkomende markten (USD)	392	-11	-32	8
Opkomende markten (Lokale valuta)	208	-19	-9	-27

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Wereld	-4.3%	5.7%	-6.1%
Noord-Amerika	-4.0%	7.2%	-5.5%
Europa	-3.8%	7.3%	-6.4%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Bloomberg index	-2.2%	-8.3%	-2.2%
Basismetalen	-2.6%	-3.4%	-5.5%
Brent olie (USD per vat)	77.28	-9.7%	-0.5%
Goud (USD per troy ounce)	2020	-1.8%	-2.2%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 6 februari 2024

Bron: Refinitiv

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Neutraal
<p>Na een aarzelende start van het jaar wisten aandelenmarkten de weg omhoog weer te vinden. Per saldo leverde dat in de VS en in Europa kleine plusjes op, terwijl Japan een zeer sterke maand kende. Aandelen uit opkomende markten verloren juist terrein. Vooral het positieve sentiment in de VS, waar de S&P500 al meerdere keren een nieuw record neerzette, is opvallend. Dit positieve sentiment is voornamelijk gedreven door de sterke Amerikaanse economie en de toegenomen kans op een zachte landing. Renteverlagingen komen wat later dan eerder verwacht en de verwachtingen voor de VS zijn wat agressief, maar we vinden het monetaire beleid over het algemeen redelijk ingeprijsd. Wat betreft bedrijfswinsten maken we ons meer zorgen over Europa dan de VS. Gezien de verbeterde economische vooruitzichten hebben we besloten onze aandelenweging op te hogen van onderwogen naar neutraal. We kopen Japanse aandelen bij, waarmee we onze overweging in de regio Pacific vergroten. In Japan is het monetaire beleid nog zeer ruim, is de cyclus minder ver gevorderd en is de ontwikkeling van de bedrijfswinsten sterker. Het defensieve karakter van de yen kan bij tegenvallende ontwikkelingen bescherming bieden. We vinden het gezien het zeer positieve sentiment op Amerikaanse aandelenmarkten geen goed moment om nu Amerikaanse aandelen bij te kopen. In Europa maken we ons nog te veel zorgen over bedrijfswinsten. Naast de overweging in Pacific houden we hiermee een kleine onderweging in de VS, een iets grotere onderweging in Europa en een neutrale positie in opkomende markten.</p>	
Staatsobligaties	Overwogen
<p>In januari was de daling van de tweejaarsrente in de VS een uitzondering. Verder stegen rentes. In het VK aan de korte en aan de lange kant vrij sterk, in de Duitsland en in de VS vooral aan de lange kant. Fundamenteel gezien denken we dat rentes verder kunnen dalen, vanwege zeer matige groei in Europa en een afnemend momentum in de VS en vanwege dalende inflatie. Op kortere termijn is de potentie voor rentedalingen beperkt. De Amerikaanse economie blijkt weerbaar, renteverlagingen komen wat later dan eerder verwacht en er zijn al veel renteverlagingen ingeprijsd. Als rentes op korte termijn stabiel blijven, profiteren Amerikaanse staatsobligaties van hogere rentes. Binnen onze overwogen positionering zijn we overwogen in de VS en onderwogen in de eurozone.</p>	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
<p>Het optimisme op financiële markten ging niet voorbij aan de markt voor investment grade bedrijfsobligaties. Risico-opslagen daalden in de VS en in Europa voor de derde maand op rij. De dalingen waren in januari overigens zeer beperkt, wat vooral te wijten is aan het al lage niveau van de risico-opslagen. 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 eigen 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.</p>	
Bedrijfsobligaties high yield	Onderwogen
<p>In januari stegen risico-opslagen op Amerikaanse high yield bedrijfsobligaties, maar daalden ze in de eurozone. Net als investment grade bedrijfsobligaties, hebben ook high yield obligaties aan relatieve aantrekkelijkheid ingeboet ten opzichte van staatsobligaties met de hogere rentes in de laatste categorie. Maar onze negatieve visie op deze categorie komt vooral voort uit het feit dat de markt voor high yield obligaties geen rekening houdt met een verdere groeivertraging. In de VS stond de risico-opslag eind januari op 350 basispunten, in de eurozone op 374 basispunten. Dit is in beide regio's beduidend lager dan het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar. 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.</p>	

Vermogenscategorie

Staatsobligaties opkomende markten

Neutraal

Staatsobligaties van opkomende landen uitgegeven in dollars hadden een klein licht positief rendement in januari (in euro's). De rentevergoeding en het valuta-effect compenseerden het negatieve prijseffect van de rentestijging. Staatsobligaties in lokale valuta handelden vlak. Na positieve marktreacties sinds lagere inflatiecijfers eind oktober, en daardoor het vooruitzicht op renteverlagingen van centrale banken in de eerste helft van 2024, was er nu een adempauze. Onze neutrale visie op staatsobligaties opkomende landen in dollars is een afweging tussen de aantrekkelijke rentevergoeding, relatief wijde risico-opslagen ten opzichte van andere categorieën en dalende inflatie in de VS enerzijds. Anderzijds verwachten we dat de economische groei wereldwijd vertraagt en de Chinese economie lijkt maar niet te kunnen versnellen. Echter zijn risico's op een recessie in de VS op de korte termijn afgenomen. Staatsobligaties 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 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 de beleggingscategorie, ook relatief ten opzichte van algemene aandelen. Door lagere inflatiecijfers, en daardoor dalende rentes, kon beursgenoteerd vastgoed herstellen. 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 voor beursgenoteerd vastgoed. Dat bleek ook in januari toen de categorie licht negatieve rendementen liet zien nadat rentes weer wat waren toegenomen. Ondanks dat transacties wat zijn aangetrokken, blijven deze op een laag niveau. Prijzen van vastgoedobjecten kunnen nog dalen, voordat het aantal transacties verder normaliseert. We houden een neutrale opinie. De waardering is relatief laag, maar op korte termijn verwachten we onvoldoende verdere rentedalingen en we 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 januari was de brede grondstoffenindex van Bloomberg nagenoeg onveranderd. Hogere olieprijsen werden tenietgedaan door lagere prijzen voor basismetalen en goud. De bewegingen waren echter beperkt. 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. De beperkte fiscale stimulering in China, wat leidt tot matige groei in investeringen in infrastructuur en woningen, beperkt de potentie voor prijsstijgingen van basismetalen. De OPEC-landen en Rusland houden het aanbod beperkt, maar dit wordt deels tenietgedaan door hogere productie in niet-OPEC landen, vooral in de VS. Daarmee is de oliemarkt voldoende voorzien van aanbod. De dure goudprijs is vooral het resultaat van ruim monetair beleid en de grote hoeveelheid liquiditeit die dat heeft gecreëerd en de goudaankopen van centrale banken. Goud is interessant in tijden van onzekerheid, maar gezien de hoge prijs is er al veel onzekerheid en/of rentedaling in de goudprijs verdisconteerd.



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 – Senior 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