



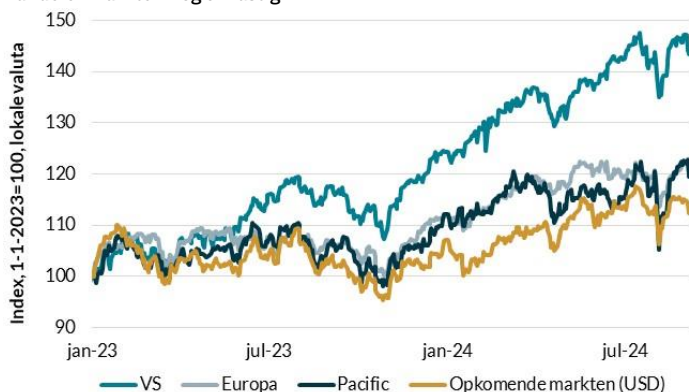
Visie op Asset Allocatie

September 2024

- Recessievrees financiële markten overdreven
- Groei, lage inflatie en dalende rentes positief voor aandelen
- Beleggingsbeleid ongewijzigd

Uiteindelijk gingen aandelen in alle vier regio's die wij onderscheiden (VS, Europa, Pacific en opkomende markten) in augustus met een positief resultaat de maand uit. Maar dat ging niet zomaar. De zwakte op aandelenmarkten die al in de tweede helft van juli zichtbaar was, resulteerde in een forse correctie begin augustus. Vanaf de piek in juli verloor de Amerikaanse S&P500 index ruim 8%, de Europese STOXX 600 index 7% en de Japanse Topix index 24% (in lokale valuta).

Aandelenmarkten nog onrustig



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempens

Aanleiding waren tegenvallende macro-economische cijfers in de VS, die de vrees voor een recessie aanwakkerden. In Japan werd het effect versterkt door een appreciatie van de yen met zo'n 10%, wat traditioneel nadelig is voor Japanse aandelen. Wij denken dat de correctie werd versterkt doordat veel beleggers positief gepositioneerd waren in aandelen en door de dunne handel in de zomermaanden, wat beursbewegingen kan versterken. Ook het sluiten van carry trades, waarin in

beleggingscategorieën met lage rente wordt geleend (zoals de yen) en in categorieën met een hoog verwacht rendement wordt belegd, heeft een rol gespeeld, gezien de sterke appreciatie van de yen.

In de VS daalden rentes stevig, vooral aan de korte kant. Met als gevolg dat de helling van de rentecurve minder negatief werd. In Duitsland was het beeld hetzelfde, maar minder uitgesproken. Hierbij hielpen ook inflatiecijfers, die een verdere daling in de VS en in de eurozone lieten zien. En daarmee werden vooral in de VS meer renteverlagingen door de Fed ingeprijsd. Het VK bewoog niet mee in dit rentebeeld, daar gingen rentes juist iets omhoog. In de loop van augustus konden aandelenmarkten herstellen. De recessievrees in de VS ebde weg, maar rentes bleven laag. Het cijferseizoen liet in de VS degelijke winstgroei zien. Begin september keerde de recessievrees echter weer terug.

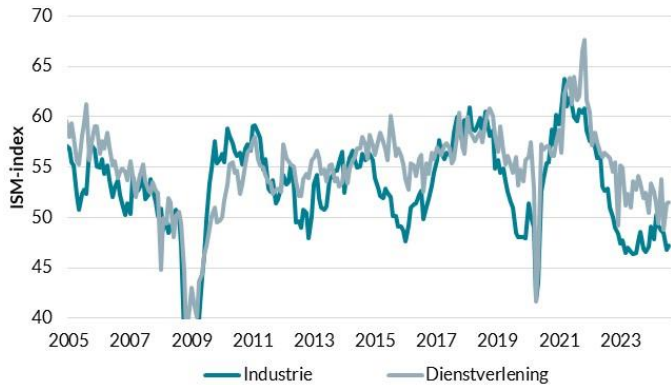
Gedurende en na al deze bewegingen hebben wij ons beleggingsbeleid niet gewijzigd. We hebben oog voor het risico van een verdere afkoeling van de Amerikaanse arbeidsmarkt en consumptie, maar voorzien nog steeds een zachte landing, waarmee een recessie wordt voorkomen. Ook in Europa voorzien we groei, al zij het gematigd. Maar dat is voldoende om winsten te laten groeien. Tezamen met renteverlagingen door centrale banken zien we een positief klimaat voor aandelen.

Gaat de economie van de VS nog landen?

Aanleiding van de correctie op aandelenmarkten waren tegenvallende cijfers over de Amerikaanse arbeidsmarkt en over het producentenvertrouwen in de industrie. Er

wordt al lang gesproken over een landing in de VS. Die kan zacht zijn, waarbij een recessie wordt vermeden, of hard, waarbij wel een economische teruggang plaatsvindt. Of die Amerikaanse economie nou aan het landen is, hangt af van waar je naar kijkt. De industriële sector is geland. De ISM-manufacturing index, waarvan het cijfer van juli mede aanstichter was van de onrust op financiële markten, bleef in augustus steken op 47,2, wat duidt op krimp in de sector. Dit al voor de vijfde maand op rij. Vooral de daling in de component die de nieuwe orders meet is zorgelijk. En ook oplopende prijsdruk is niet wat beleggers op dit moment willen zien.

Industriële sector VS zwakker dan de dienstensector



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Dus zorgde de index ook deze maand voor rode cijfers op aandelenmarkten. Ook de inkoopmanagersindex voor de industrie staat op een laag niveau. Overigens is de landing in de industriële sector nou ook weer niet zo hard. De industriële productie en de orders voor kapitaalgoederen groeien al maanden niet, maar krimpen ook niet. De werkgelegenheid in de sector is stabiel. En om op een recessie in de hele economie te wijzen, zouden de ISM-index en de inkoopmanagersindex nog een stuk moeten dalen.

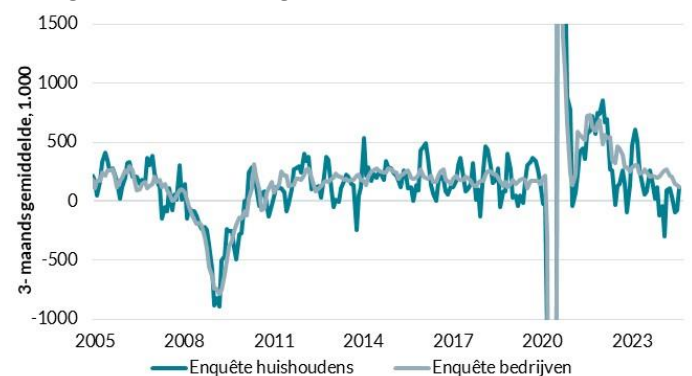
Een andere sector die het moeilijk heeft is de woningbouw. Hogere rentes hebben de betaalbaarheid van woningen flink verslechterd. Verkopen zijn gedaald tot historisch lage niveaus, het vertrouwen onder huizenbouwers staat laag en de bouwactiviteit neemt af. Maar ook hier is de landing niet zo hard. Vanwege een structureel tekort aan woningen zijn huizenprijzen niet gedaald. In juli lag de prijs van een bestaande woning 4,2% hoger dan een jaar eerder. Dit is een verschijnsel dat trouwens ook in andere landen zichtbaar is.

De consument en de dienstensector blijven de lichtpunten van de Amerikaanse economie. De ISM-index voor de dienstensector, die de afgelopen maanden behoorlijk volatiel is geweest, veerde in juli op en hield dat niveau in augustus vast. De inkoopmanagersindex voor de

dienstensector wijst al maanden op degelijke groei. Over de consument schreven we vorige maand al dat de stevige groei in de bestedingen niet houdbaar is. Die groei is namelijk flink hoger dan de inkomensgroei, met als resultaat een dalende spaarquote. Daar gaat een keer een eind aan komen. Wanneer weten we niet. Voorlopig behouden de meeste Amerikanen hun baan, blijven huizenprijzen op peil en stijgen beleggingen. De consument hield het ook in juli nog vol. Dalende inflatie kan de koopkracht nog wat verbeteren. De detailhandelsverkopen groeiden sneller dan verwacht.

De arbeidsmarkt koelt af, zonder signalen van een recessie af te geven. Het aantal vacatures daalde in juli verder, maar er zijn nog altijd 1,07 vacatures per werkloze. Normaal ligt dat rond de 0,6. Volgens de maandelijkse enquête onder bedrijven versnelde de banengroei in augustus van het zwakke niveau in juli. Waarbij aangetekend dat de toename wel iets minder was dan verwacht en de cijfers voor juni en juli neerwaarts werden bijgesteld. De enquête onder huishoudens veerde sterk op, waardoor de werkloosheid iets daalde. De stijging van de uurlonen nam iets toe. Over het geheel geen sterke cijfers, maar ook geen cijfers die een duiden op een recessie.

Banengroei VS verbeterd in augustus



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Als we naar de gehele economie kijken is er nauwelijks sprake van een landing. De 0,7% groei in het tweede kwartaal ten opzichte van het eerste was precies gelijk aan de gemiddelde groei in de zeven voorgaande kwartalen. Een indicator die wordt bijgehouden door de Federal Reserve Bank van Atlanta wijst op 0,5% groei in het derde kwartaal. Toch blijven we van mening, met de zwakte in de industrie, de bedrijfsinvesteringen en de huizenmarkt en een afkoelende arbeidsmarkt en consumenten die boven hun stand leven, dat de economie wel zal gaan vertragen

Beeld Europa blijft wisselend

In de eurozone is het beeld niet wezenlijk veranderd. De industrie heeft het moeilijk, getuige een inkoopmanagersindex die in augustus voor de derde maand op rij bleef steken op 45,8. In Italië was wat verbetering te zien, maar in Duitsland, Frankrijk en Nederland daalde de index. Dat vooral de Duitse industrie het zwaar heeft, bleek ook uit de productie, die in juli fors daalde en daarmee ruim 5% lager stond dan een jaar eerder. Het VK vormt een positieve uitzondering. Daar staat de index al vier maanden boven de 50, wat duidt op groei, en steeg de index ook in augustus. In de dienstensector is de situatie positiever. De inkoopmanagersindex voor deze sector steeg in augustus naar 52,9, waarmee de daling in juli ongedaan werd gemaakt. Dit was mede te danken aan een sterke stijging in Frankrijk, waar de negatieve stemming rond de parlamentsverkiezingen plaats maakte voor een positieve stemming rond de Olympische Spelen. Die vertekening was ook te zien in de Economic Sentiment Index voor de gehele eurozone, die in augustus steeg naar het hoogste niveau sinds mei 2023. Ook hier was in Frankrijk een flinke stijging te zien, terwijl de indicator daalde in Duitsland en Italië. Het is dus even afwachten of de opleving door zal zetten. De Duitse Ifo-index geeft nog weinig aanleiding voor optimisme.

Groei in de eurozone, maar matig



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Reële indicatoren, zoals de detailhandelsverkoop, industriële productie en orderposities van bedrijven wijzen eerder op stagnatie dan op groei. Waarom dan toch groei? Die moet komen van de verbeterde koopkracht van de consument. Een koopkracht die vooral in de dienstensector wordt aangewend. In tegenstelling tot de Amerikaanse consument heeft de Europese consument haar besparingen niet aangewend. De spaarquote is juist nog hoog. We gaan er niet van uit dat deze besparingen alsnog gependend zullen worden, maar een aanpassing in het consumptiegedrag zoals in de VS nodig is, kan in Europa

uitblijven. Maar dan moet de consument nog wel een tandje bijschakelen. Herziene cijfers over de groei in het tweede kwartaal lieten een groei van het BBP zien van 0,2% ten opzichte van het eerste kwartaal, iets lager dan de 0,3% die eerder was gepubliceerd. De consumptie kromp echter licht, de bedrijfsinvesteringen daalden harder. Het waren de overheidsbestedingen en de buitenlandse handel die voor groei zorgden.

Industriële opleving zet niet door

In augustus daalde de wereldwijde BBP-gewogen inkoopmanagersindex voor de industrie naar 49,1, het laagste niveau sinds december vorig jaar. Deze indicator daalde in zowel geïndustrialiseerde landen als in opkomende economieën. Waarbij aangetekend dat de indicator in geïndustrialiseerde landen onder de 50 staat, wat duidt op krimp, terwijl hij in de opkomende economieën nog boven de 50 staat. De vertraging in de industrie is ook zichtbaar in de productiecijfers. In juni, de meest recente maand waarover het CPB cijfers heeft gepubliceerd, groeide de industriële productie wereldwijd met 0,6% ten opzichte van dezelfde maand een jaar eerder. Met een verschil tussen geïndustrialiseerde landen, waar de productie met 0,7% kromp en opkomende economieën, waar nog groei zichtbaar was van 3,0%. Maar wel lagere groei dan in eerdere maanden.

Inkoopmanagers wereldwijde industrie minder positief



Dit heeft vooral gevolgen voor opkomende economieën, waar de industrie gemiddeld genomen een groter deel van de economie uitmaakt dan in geïndustrialiseerde landen. Maar ook landen die veel grondstoffen exporteren, hebben hieronder te lijden. Voor verbetering moeten we vooral kijken naar de VS. Maar dat zal op zich laten wachten, aangezien daar nog een aanpassing van de consumptie moet plaatsvinden. In Europa zien we wel potentieel voor groei van de consumptie, maar dat zal mondjesmaat zijn. En

in China kampt de economie en de consument nog altijd met een zeer zwakke huizenmarkt.

Fed: 25 of 50 basispunten?

Financiële markten kijken reikhalzend uit naar 18 september, de dag waarop de Fed het besluit van twee dagen vergaderen bekend zal maken. Dat de Fed de rente gaat verlagen is vrijwel zeker. In de jaarlijkse bijeenkomst van centrale bankiers in Jackson Hole liet Fed-voorzitter Powell weten dat zijn vertrouwen is toegenomen dat de inflatie zich op een duurzaam pad richting 2% beweegt. Het was juist een gebrek aan vertrouwen dat Powell er eerder van weerhield om de rente te verlagen. Verder liet Powell weten dat de arbeidsmarkt is afgekoeld en een verdere afkoeling onwenselijk te achten. Dus is volgens Powell de tijd daar om het beleid aan te passen. De richting is volgens hem duidelijk, de timing en de snelheid van renteverlagingen zal afhangen van hoe de economie reageert. Een renteverlaging in september werd al geruime tijd verwacht. Na de onrust op financiële markten in augustus, zijn markten alweer een stap verder. Wordt het een verlaging met 25 of 50 basispunten? Verlagingen met 50 basispunten aan het begin van de verlagingscyclus zijn eerder voorgekomen, maar dan is er wel iets ernstigs aan de hand. In januari 2001 verlaagde de Fed de rente met 50 basispunten tijdens een ingelaste beleidsvergadering. Toen was het knappen van de internetzeepbel al in volle gang. Technologiebeurs Nasdaq was al gehalveerd en de ISM-index voor de industrie stond op 42,3. Voor de renteverlaging van 50 basispunten in september 2007, dit keer wel tijdens een reguliere vergadering, begon de financiële crisis zich al aan te dienen. Huizenprijzen daalden al sinds 2006, begin 2007 gingen twee verleners van krediet in het lage segment failliet, in juni vielen twee hedgefondsen om en in augustus leidden verliezen op beleggingsproducten gebaseerd op leningen in het meest risicovolle segment tot het opdrogen van de internationale kredietverlening. Financiële markten zijn de laatste tijd onrustig. Ook begin september leidde een tegenvallende ISM-index voor de industrie tot verliezen op aandelenmarkten. Wij achten de onrust echter niet groot genoeg om de Fed te bewegen naar een verlaging met 50 basispunten. Wij gaan uit van drie renteverlagingen dit jaar, steeds op een reguliere beleidsvergadering. Afwisseling van renteverlagingen van 25 en 50 basispunten bemoeilijkt de communicatie voor de Fed. Wij denken dat de Fed voorlopig een voorspelbaar tempo van 25 basispunten per beleidsvergadering preferereert.

Over de beslissing van de ECB op 12 september is meer eensgezindheid. Daar wordt een renteverlaging met 25 basispunten verwacht. De communicatie vanuit de ECB heeft deze verwachtingen bevestigd. En de inflatie werkt

ook mee, al zijn er wel componenten die nog hoog zijn. De totale inflatie daalde in augustus naar 2,2%, het laagste niveau sinds juli 2021. Daarmee lijkt de inflatiegolf van de afgelopen jaren voorbij. Maar de kerninflatie, exclusief de volatiele voedsel- en energieprijzen die buiten de invloedssfeer van het rentebeleid van de ECB liggen, daalde slechts licht naar 2,8%. Dat kwam vooral door de inflatie in de dienstensector die iets steeg naar 4,2%. Daar lagen wat tijdelijke factoren aan ten grondslag, maar toch, het is ver boven het doel van de ECB van 2%. Toch zal het de ECB er naar onze mening niet van weerhouden om de rente in september te verlagen. De stijging van de CAO-lonen, een belangrijke oorzaak van de hoge inflatie in de dienstensector, was in het tweede kwartaal namelijk 3,6% ten opzichte van het tweede kwartaal van 2023. In het eerste kwartaal was die loonstijging nog 4,7%. De ECB heeft benadrukt lagere loongroei te willen zien en daar is dus nu bevestiging van.

Inflatie minder groot probleem voor centrale banken



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

In het VK wordt pas weer een renteverlaging verwacht in november. De economie van het VK heeft moeizame jaren achter de rug, met een stagnerende economie in 2022 en 2023 en hardnekkige inflatie. In de eerste twee kwartalen van dit jaar groeide de economie echter robuust. En niet alleen in de industrie, maar ook in de dienstensector staat de inkoopmanagersindex op een hoger niveau dan in de eurozone. De totale inflatie steeg in juli iets naar 2,2%, maar de kerninflatie daalde naar 3,3%. Al met al reden voor de Bank of England om renteverlagingen niet te overhaasten.

Beleggingsbeleid ongewijzigd

Financiële markten reageren nog steeds nerveus op tegenvallende macro-economisch cijfers. De recessievrees komt gemakkelijk terug bij dergelijke tegenvallers. Hierbij moet bedacht worden dat er weinig cijfers zijn die daadwerkelijk op een recessie wijzen. Daarvoor zouden vertrouwensindicatoren veel zwakker moeten zijn. Het

voelt allen wat ongemakkelijk aan met de afkoelende Amerikaanse arbeidsmarkt, de Amerikaanse consument die nog steeds boven zijn of haar stand leeft en de zwakte in de industrie wereldwijd. Hiertegenover staan dalende inflatie en rentedalingen van centrale banken als positieve factoren.

In augustus zijn rentes flink gedaald doordat meer renteverlaging zijn verdisconteerd. De rentecurve, die in de VS sinds de zomer van 2022 negatief is (lagere lange rentes dan korte rentes) en in Duitsland sinds eind 2022, is versteild. Korte rentes zijn sneller gedaald dan lange rentes, waarmee de curve vrijwel niet meer negatief is.

Einde in zicht van negatieve helling rentecurve



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Een negatieve rentecurve is (vooral in de VS) een sterke aanwijzing voor een op handen zijnde recessie. De tijd tussen het inverteren van de rentecurve en de recessie is echter nogal variabel. Een negatieve rentecurve zonder recessie zou uniek zijn, maar niet onmogelijk. Het lijkt er nu op dat aan dit signaal een einde komt, maar traditioneel begint de recessie pas als de curve normaliseert. Het teken is er dus nog, nu afwachten of het deze keer anders is. We denken dat het proces van herprijzen van het monetair beleid ten einde is en zien weinig ruimte voor verdere rentedalingen. Er zou juist sprake kunnen zijn van enige overreactie. Voor het einde van het jaar prijzen markten nu vier renteverlagingen in in de VS. Aangezien er nog maar drie beleidsvergaderingen zijn dit jaar, zou dat betekenen dat de Fed de rente tenminste éénmaal met 50 basispunten zou moeten verlagen. Dat achten wij onwaarschijnlijk.

We zijn onderwogen in obligaties. Vooral Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties vinden we onaantrekkelijk. We vinden dat de lage risico-opslagen onvoldoende rendement geven voor het hogere risico dan op staatsobligaties. Die risico-opslagen hoeven maar een beetje op te lopen om de categorie achter te laten lopen op staatsobligaties. We geven daarmee binnen Amerikaanse investment grade obligaties de voorkeur aan

staatsobligaties. Als we echter kijken naar wereldwijde investment grade bedrijfsobligaties geven we de voorkeur aan de eurozone. Daar zijn rentes wat minder neerwaarts doorgeschoten dan in de VS en zijn de risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties minder extreem laag dan in de VS.

We hebben onze overwogen positie in aandelen gehandhaafd. De economische groei kan wat tegenvallen, waarmee winstverwachtingen wat omlaag zouden moeten. In Europa zien we al dat meer analisten hun verwachtingen neerwaarts bijstellen. Overigens zonder dat de totale winstverwachtingen al dalen. Maar zolang winsten blijven stijgen, zien we dit als een steun voor aandelenmarkten. Zeker met dalende inflatie en vooral met centrale banken die hun beleidsrentes verlagen. De meest recente cijfers over de Amerikaanse arbeidsmarkt, die door beleggers met argusogen worden bekeken, gaven ook wat opluchting.

Voor hoogrentende bedrijfsobligaties zijn we voorzichtig, aangezien deze bedrijven scherper gefinancierd zijn en dus meer last hebben van hogere rentes die geleidelijk doorkomen in de rentelasten door herfinanciering van leningen. Obligaties van opkomende landen geven een aantrekkelijk rendement, maar deze aantrekkelijkheid zit met name bij de zwakkere landen en tevens is er nog weinig risicopremie ingeprijsd voor onrust rondom de Amerikaanse verkiezingen in november en een eventuele verdere groeivertraging. Vandaar de neutrale positie.

Voor vastgoed vinden we de onzekerheden rond rentes en de mogelijke afwaardering van panden nog te groot voor een instapmoment. Ten aanzien van grondstoffen hebben we vooral twijfels over de kracht van de Chinese economie. Een teken aan de wand wat ons betreft is dat olieprijsen daalden terwijl geopolitieke spanningen opliepen en de olieproducerende landen besloten hun productiebeperkingen langer te handhaven.

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Wereldwijd (MSCI AC)	1076	6.6%	2.3%	11.8%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3567	6.7%	2.4%	12.6%
Opkomende markten (MSCI EM)	1076	5.9%	1.3%	5.1%
Verenigde Staten (S&P500)	5503	6.1%	2.8%	15.4%
Eurozone (EURO STOXX 50)	499	5.6%	-4.1%	5.3%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	8242	2.9%	-0.1%	6.6%
Japan (Topix)	2621	17.7%	-4.6%	10.7%
Nederland (AEX)	892	3.7%	-2.9%	13.3%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	3.73	-5	-55	-14
Japan	0.88	9	-13	25
Duitsland	2.21	3	-29	18
Frankrijk	2.91	-7	-8	35
Italië	3.57	-11	-24	-14
Nederland	2.49	-1	-30	17
Verenigd Koninkrijk	3.92	4	-27	38

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	99	-13	8	-5
Eurozone	115	-12	8	-20

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	329	-64	9	-5
Eurozone	354	-48	30	-41
Opkomende markten (USD)	388	-42	-3	4
Opkomende markten (Lokale valuta)	267	2	38	32

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Wereld	8.3%	10.0%	5.1%
Noord-Amerika	8.0%	13.8%	8.9%
Europa	7.9%	3.4%	3.5%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Bloomberg index	1.3%	-6.6%	-3.5%
Basismetalen	2.8%	-10.7%	-1.9%
Brent olie (USD per vat)	73.23	-4.2%	-5.4%
Goud (USD per troy ounce)	2508	4.1%	6.6%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 5 september 2024

Bron: Refinitiv

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Overwogen
<p>Aandelenmarkten zijn de laatste tijd onrustig. In augustus werden over het algemeen plusjes genoteerd, maar begin augustus vond wel een forse correctie plaats. Beurzen herstelden, maar ook begin september waren er weer een paar slechte dagen. We begrijpen de zorgen, waaronder die over de Amerikaanse consument die nog altijd meer uitgeeft dan er binnen komt en de afkoelende Amerikaanse arbeidsmarkt. Dit terwijl de economie van de eurozone slechts moeizaam op gang komt en die van China zwak is. We zien ook positieve kanten. We denken dat de groei voldoende zal zijn om winsten te laten groeien, terwijl de inflatie daalt en centrale banken rentes zullen verlagen. Winstverwachtingen voor de komende twaalf maanden worden naar boven bijgesteld, hoewel het aantal analisten dat naar boven bijstelt we afneemt. Iets om in de gaten te houden. We hebben een neutrale positie in Pacific en opkomende markten. In Pacific hebben we eerder dit jaar winst genomen op een overweging in Japan en hebben we twijfels over Hong Kong. In opkomende markten vinden we de groei, het momentum en de revisies van de winsten niet sterk genoeg voor een overwogen positie.</p>	
Staatsobligaties	Overwogen
<p>In de VS daalde de tweejaarsrente in augustus sneller dan de tienjaarsrente. De helling van de rentecurve was daarmee vrijwel vlak, voor het eerst sinds de zomer van 2022. In Duitsland was eenzelfde ontwikkeling te zien, zij het wat minder uitgesproken. In het VK stegen rentes, aan de lange kant meer dan aan de korte kant. Wij zagen eerder beperkte ruimte voor rentedalingen, aangezien met de negatieve rentecurve lagere inflatie en minder krap monetair beleid al werden ingeprijsd. Het risico op tegenvallende groei is recent toegenomen, maar we denken dat rentemarkten wat doorgeschooten kunnen zijn in hun pessimisme. Daarmee sluiten wij op korte termijn een rentestijging niet uit, maar op langere termijn zien we met lagere inflatie en renteverlagingen door centrale banken geen structurele stijging van marktrentes.</p>	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
<p>Risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties liepen begin augustus wat op, maar waren aan het eind van de maand vrijwel terug op het niveau van het begin van de maand. Onze opinie dat de lage risico-opslagen contrasteren met economische indicatoren die in veel gevallen wijzen op een afnemend groeimomentum in de VS en matige groei in de eurozone is hiermee niet gewijzigd. Door hogere marktrentes de afgelopen jaren is bovendien de verhouding tussen het bedrijfsresultaat en de rentelasten verslechterd. Blootstelling naar commercieel vastgoed is een risico voor sommige Amerikaanse en Duitse banken. De risico-opslag ligt in de VS zo'n 25 basispunten onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar, in de eurozone 15 basispunten. Met de daling van rentes op staatsobligaties in augustus maakt de risico-opslag momenteel een groter deel uit van de rentevergoeding op bedrijfsobligaties. Dat maakt bedrijfsobligaties iets aantrekkelijker ten opzichte van staatsobligaties, maar niet voldoende voor een neutrale positie. Binnen investment grade bedrijfsobligaties hebben we een relatieve voorkeur voor de eurozone ten opzichte van de VS. De risico-opslag is in de eurozone iets hoger en de rentevoeligheid lager.</p>	
Bedrijfsobligaties high yield	Onderwogen
<p>Bij high yield bedrijfsobligaties was de afgelopen tijd een gelijkwaardig beeld te zien als in investment grade bedrijfsobligaties. De risico-opslag liep begin augustus op, maar daalde verder in de maand. Per saldo daalde de opslag in de VS en in de eurozone. Daarmee staan risico-opslagen in de VS en in de eurozone nog ruim onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar. Daarmee is een zeer positief economisch scenario ingeprijsd. 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. Zelfs als de economie ook de komende kwartalen blijft groeien, vinden wij de risico-opslag gering. Bedrijven krijgen namelijk wel te maken met hogere rentelasten. Bovendien hebben Amerikaanse consumenten hun (overtollige) spaargelden inmiddels gebruikt. Een slecht teken is dat wanbetalingen op hun credit card- en autoleningen flink oplopen. Bovendien weten we dat als het solide sentiment op deze markt verslechtert, de liquiditeit van deze obligaties snel opdroogt en risico-opslagen stijgen.</p>	

Vermogenscategorie

Staatsobligaties opkomende markten

Neutraal

De onrust op financiële markten begin augustus ging niet voor bij aan obligaties uit opkomende markten. Maar ook hier was het van korte duur. Per saldo daalde de risico-opslag. Ook bij obligaties genoteerd in lokale valuta daalde de rente. Per saldo kwam er dus voor beide categorieën een positief rendement uit de bus. Wij vinden de rentevergoeding op obligaties uit opkomende markten uitgegeven in dollars aantrekkelijk en risico-opslagen relatief wijd ten opzichte van andere categorieën. Hardnekkige inflatie in de dienstensector en hoge rentes in ontwikkelde landen vormen risico's, maar we verwachten dat de Fed de rente dit jaar kan gaan verlagen door afnemende inflatie in de VS. Staatsobligaties uit opkomende markten genoteerd in lokale valuta kunnen profiteren van afnemende inflatie en renteverlagingen in opkomende landen, hoewel het proces van dalende inflatie en renteverlagingen de afgelopen tijd wat gestokt is. De rentevergoeding is relatief laag ten opzichte van ontwikkelde landen en hierdoor neemt de relatieve aantrekkelijkheid af.

Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

Met dalende rentes heeft beursgenoteerd vastgoed twee positieve maanden achter de rug. De stijging is sterker in de VS dan in Europa, terwijl opkomende markten achterblijven. We hebben een neutrale opinie. De waardering is relatief laag ten opzichte van aandelen, maar niet ten opzichte van renteniveaus. Op korte termijn maken we ons zorgen over de duurzaamheid van de recente rentedaling en daarbij maken we ons eveneens zorgen over de financiering van de vastgoedsector. Aangescherpte kredietvoorwaarden bij banken compliceert de toegang tot (her)financiering wat leidt tot opwaartse druk op rentelasten. Transacties zijn onlangs wat aangetrokken, maar deze blijven op een laag niveau. Prijzen van vastgoedobjecten kunnen nog wat verder dalen, voordat het aantal transacties normaliseert.

Grondstoffen

Neutraal

De brede grondstoffenindex van Bloomberg was in augustus per saldo onveranderd. Olieprijzen daalden, terwijl basismetalen stegen na de forse dalingen in juni en juli. Goud zette zijn opmars voort. Oliemarkten zijn krap en voorraden laag, maar de wetenschap dat de OPEC-landen voldoende productiecapaciteit hebben en hier verstandig mee omgaan, houdt voordat het opwaarts potentieel voor olieprijs beperkt. Ook de zwakte in de wereldwijde industrie en in China zet de olieprijs onder druk. Voor basismetalen zien we weinig opwaarts potentieel om dezelfde redenen. De goudprijs is nog altijd hoog. 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
j.vanleenders@vanlanschotkempen.com
M +31 6 82 83 11 89

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.

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



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00
vanlanschotkempen.com/investment-management