



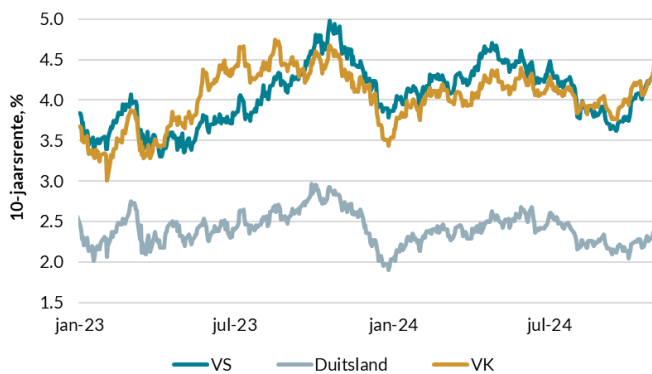
# Visie op Asset Allocatie

november 2024

- Onvoorspelbare Amerikaanse verkiezingen kunnen tot onrust leiden
- Amerikaanse economie en winsten sterker dan Europa
- Aandelenoverweging iets afgebouwd

Hoewel het sentiment op markten in oktober overwegend positief was, sloten veel aandelenmarkten de maand toch af met verliezen. In de VS was het verlies beperkt, in Europa en opkomende markten wat groter. De Japanse beurs wist wel winst te boeken. Rentes stegen flink in de VS en het VK. Daar hadden aandelen gedurende een groot deel van de maand weinig last van, mede omdat rentes de voorgaande drie maanden waren gedaald. Maar aan het einde van de maand begonnen de oplopende rentes aandelenbeleggers toch wat schrik aan te jagen. Zonder overigens het algemene sentiment al te veel aan te tasten. Risico-opslagen op staatsleningen van Zuid-Europese landen, investment grade en high yield bedrijfsobligaties en staatsobligaties uit opkomende markten daalden in oktober.

Rentes lopen weer op in oktober



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempens

In ons beleggingsbeleid hebben we eerder dit jaar de aandelenweging opgehoogd naar een overwogen positie. Sindsdien heeft het positieve rendement van wereldwijde

aandelen een positieve bijdrage geleverd aan het portefeuillerendement. Met de Amerikaanse verkiezingen in het vooruitzicht bestaat er een redelijke kans op meer volatiliteit op financiële markten in het algemeen en aandelenmarkten in het bijzonder. We verlagen daarom de aandelenweging iets, waarbij we wel overwogen blijven. We brengen de weging in Europa terug van overwogen naar neutraal, gezien de matige economische vooruitzichten en verzwakkende winstdynamiek.

## Amerikaanse verkiezingen nek aan nek

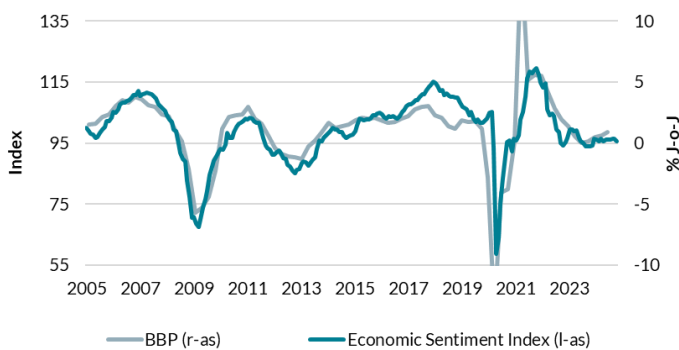
De polls in de VS wijzen op een nek aan nek race tussen vicepresident Harris en ex-president Trump. Wie gaat winnen is met weinig zekerheid te zeggen. De kansen van Trump waren de afgelopen weken toegenomen, maar zijn voorsprong is met de meest recente data ook weer wat gedaald. Harris staat voor een voortzetting van het huidige buitenlandbeleid, waar met bondgenoten wordt opgetrokken, maar ook een kritische houding ten opzichte van China. Trump staat voor confrontatie en een brede invoering van importheffingen. Daarmee is een winst van Trump een groter risico voor aandelenmarkten buiten de VS dan een winst van Harris. Trump wil eerdere belastingverlagingen voortzetten en de vennootschapsbelasting verder verlagen, terwijl Harris eerdere belastingverlagingen voor hogere inkomens wil terugdraaien en de vennootschapsbelasting juist verhogen. Daarmee wordt een overwinning van Harris als een groter risico gezien voor Amerikaanse aandelen. Hoewel het inflatoire beleid van Trump via hogere rentes ook een negatieve invloed op aandelen kan hebben. Voor beide kandidaten geldt dat het enorme begrotingstekort van de VS niet zal afnemen. Waarbij als Trump zijn zin krijgt de

tekorten waarschijnlijk hoger zullen uitvallen dan onder Harris. Echter geldt dat de manoeuvreerruimte van beide kandidaten sterk afhankelijk is van de uitslag van de verkiezingen voor de Senaat en het Huis van Afgevaardigden. Wij zien in de onzekerheid rondom de Amerikaanse verkiezingen een reden om wat minder risico te nemen, maar minstens zo belangrijk zijn de zwakke economische en winstvooruitzichten in Europa.

### Groei eurozone, maar...

De economie van de eurozone verraste in het derde kwartaal met een groei van 0,4% ten opzichte van het tweede kwartaal. Op jaarbasis versnelde de groei naar 0,9%, het snelste tempo sinds het eerste kwartaal van 2023. De Spaanse economie zette het sterke groeitempo van de voorgaande vier kwartalen door, terwijl de Franse economische groei versnelde. Duitsland verraste met een klein plusje, maar wel na een neerwaartse bijstelling van de groei in het tweede kwartaal. Een gevreesde technische recessie, met twee opeenvolgende kwartalen van krimp, werd daarmee in Duitsland vermeden. In Italië, waar fiscale stimulansen voor huishoudens aflopen, viel de groei terug naar nul. Al met al een sterker groeicijfer voor de eurozone dan verwacht, maar we achten dit niet houdbaar.

Voorlopende indicatoren eurozone wijzen op stagnatie



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Voorlopende indicatoren laten juist zien dat de groene scheuten die we in het voorjaar zagen in de zomer wat weinig water hebben gehad. Zo bleef de inkoopmanagersindex voor de gehele economie in oktober steken in de 50, duidend op stagnatie. In de industrie was een lichte verbetering te zien, maar blijft de situatie zwak, in de dienstensector viel de index iets verder terug. Vooral de daling in de Franse dienstensector is opvallend. Daar lijkt het optimisme rond de Olympische Spelen te hebben plaatsgemaakt voor pessimisme rond het forse pakket belastingverhogingen en bezuinigingen dat de nieuwe regering heeft aangekondigd. Ook de Economic Sentiment Index, de Duitse Ifo-index en de Franse INSEE-index wijzen hooguit op een kwakkelende economie. De fiscale

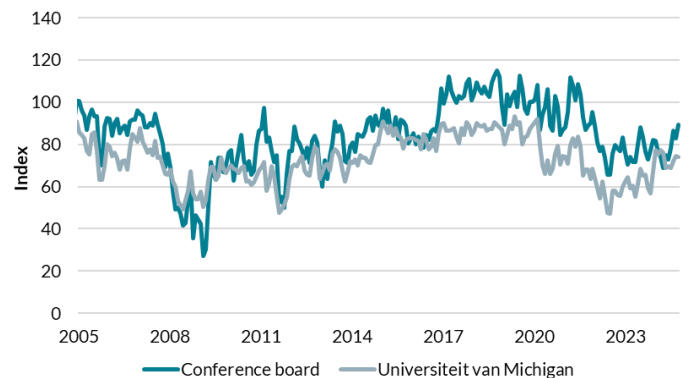
consolidatie die komend jaar vooral in Frankrijk en in mindere mate in Italië zal plaatsvinden zal, hoe noodzakelijk ook vanuit een langere-termijn perspectief, een lichte rem zetten op de groei.

Er zijn overigens nog wel lichtpuntjes. Een daarvan is de consumptieve bestedingen. Met een positieve koopkrachtontwikkeling is er ruimte voor consumenten om meer te besteden. Het consumentenvertrouwen is toegenomen van zeer pessimistisch naar neutraal en de detailhandelsverkoop groeien licht na de dalingen in 2022 en 2023. Maar bij een matige groei en een mogelijke afkoeling van de arbeidsmarkt is er een risico dat Europese consumenten weer in hun schulp kruipen. Een ander lichtpuntje is dat banken hun leningvoorwaarden voor bedrijven nauwelijks nog aanscherpen en voor hypotheek juist versoepelen. Banken zien de vraag naar hypotheek dan ook sterk toenemen. Iets wat overigens in de cijfers over de daadwerkelijke kredietverlening nog niet is terug te zien. De kredietverlening aan bedrijven en huishoudens daalt niet meer, maar stijgt ook nauwelijks.

### VS denderen door

De economische groei over het derde kwartaal kwam in de VS marginaal lager uit dan verwacht, maar met 0,7% groei ten opzichte van het tweede kwartaal is er toch weinig op aan te merken. Temeer daar de groei binnenlands werd gegeneerd. Buitenlandse handel en voorraadvorming droegen negatief bij aan de groei, maar consumptie, overheidsbestedingen en investeringen juist positief.

Consumentenvertrouwen VS loopt op



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Voorlopende indicatoren schetsen in de VS een positiever beeld dan in de eurozone. Ja, de vertrouwensindicatoren zijn in de industrie zwak, net als in de eurozone, maar in de dienstensector een stuk sterker. Volgens de indicator van de Conference Board steeg het consumentenvertrouwen sterk in oktober. De maandelijkse stijging was het grootst sinds maart 2021 en het niveau het hoogst sinds juli vorig jaar. Consumenten waren positiever in hun vooruitzichten

en in hun beoordeling van de arbeidsmarkt. Volgens de indicator van de universiteit van Michigan zijn consumenten nog minder optimistisch, maar ook in die indicator is verbetering te zien.

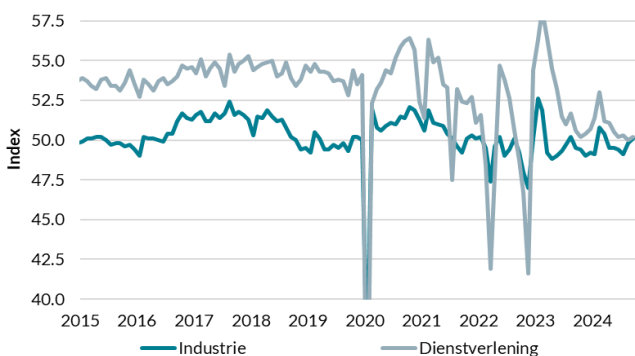
De arbeidsmarktcijfers hebben de afgelopen maanden een wat gemengd beeld laten zien, maar wijzen per saldo op wat afkoeling zonder sterke verslechtering. De banengroei was sterk in september en de werkloosheid daalde voor de tweede maand op rij. Maar het aantal openstaande vacatures daalde, minder werknemers zegden vrijwillig hun baan op en het aantal gedwongen ontslagen nam toe. Met nog steeds meer openstaande vacatures dan werklozen en lage aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen was er overigens sprake van een gezonde afkoeling van de arbeidsmarkt. Oktober bracht slechtere cijfers. De werkgelegenheid steeg nauwelijks. De werkloosheid bleef vooral onveranderd doordat minder mensen op zoek waren naar een baan. Het totaal aantal gewerkte uren daalde. De cijfers van oktober zijn echter neerwaarts beïnvloed door stakingen en door orkanen die de VS troffen. De stakingen hadden een tijdelijk neerwaarts effect van zo'n 40.000 banen, het effect van de orkanen is nog moeilijk in te schatten. Bemoedigend is dat consumenten recent juist meer vertrouwen in de arbeidsmarkt hebben gekregen en het aantal aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen in de voorlaatste week van oktober daalde naar het laagste niveau sinds april.

Concluderend voorzien we aanhoudende groei in de Verenigde Staten.

### Chinese groei trekt wat aan

Vorige maand schreven we dat we de monetaire en fiscale maatregelen die de Chinese overheid heeft aangekondigd niet als beslissend zien in de strijd tegen de vastgoedcrisis en het risico op een langdurige periode met deflatie. Die mening is niet veranderd, waarbij er wel op korte termijn wat positieve effecten kunnen zijn. Maar het vooralsnog ontbreken van stimulering van de vraagkant maakt ons niet positief.

Chinese inkoopmanagersindices iets omhoog



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In oktober zien we wel wat verbetering in de inkoopmanagersindices, zonder dat deze wijzen op een sterk aantrekkende groei. In september was het nog te vroeg om verbetering in de kredietverlening te zien. Dat de detailhandelsverkopen en de industriële productie in die maand wat verbeterden, lag ook niet aan de fiscale en monetaire impulsen. De economie kreeg in die maand onderliggend marginaal wat meer momentum. Met nog steeds een zeer zwakke huizenmarkt met een prijsdaling van 9,1% van bestaande woningen ten opzichte van september 2023.

In andere opkomende economieën zien we per saldo de economische activiteit recent wat afnemen. De opleving van de industrie die eerder dit jaar zichtbaar was in de inkoopmanagersindices valt wat terug. Dit is ook te zien in de productiecijfers en de uitvoer. Een handelsoorlog tussen de VS en China, wat een reëel risico is gezien de Amerikaanse verkiezingen, zou kunnen leiden tot verplaatsing van productiefaciliteiten van China naar meer Amerika-gezinde landen. Of de productie daar veilig is voor Amerikaanse invoertarieven valt overigens nog te bezien, afgaand op de campagne-uitspraken van Trump.

Recent hielden de BRICS-landen (oorspronkelijk Brazilië, Rusland, India, China en Zuid-Afrika, maar inmiddels flink uitgebreid) een top waarin economische samenwerking werd besproken. Het tekent de tijd waarin door geïndustrialiseerde landen gedomineerde instellingen zoals het IMF aan prestige en invloed verliezen. Op de BRICS-top werd gesproken over een digitaal betalingssysteem in lokale valuta, waarbij de dominantie van de Amerikaanse dollar zou worden doorbroken. Maar gezien de politieke verschillen tussen de landen, het feit dat veel van deze landen een handelsoverschot met de VS hebben en dus dollars verdienen, veel schulden die in dollars luiden en de ongeëvenaarde liquiditeit van financiële markten in de VS, voorzien we geen sterke afkalving van de invloed van de dollar binnen afzienbare tijd.

### Rente stijgt

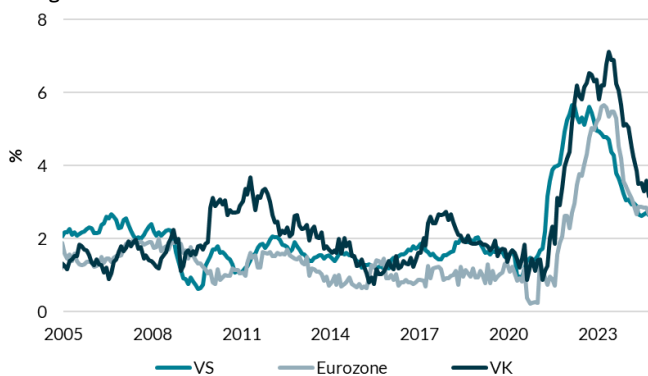
De afgelopen weken zijn rentes stevig opgelopen. In de VS is de tweejaarsrente van 3,5% eind-september gestegen tot 4,1%. De tienjaarsrente heeft een vergelijkbare ontwikkeling laten zien. In het VK is zowel de tweejaars- als de tienjaarsrente gestegen van net onder 4% tot 4,4%. In Duitsland is de ontwikkeling wat gematigder. De tweejaars- en tienjaarsrente stegen met zo'n 0,3%-punt tot 2,3% respectievelijk 2,4%.

Voor een deel waren deze rentestijgingen een reactie op de wat doorgeschooten rentedalingen tot half september. In

het voorjaar en het begin van de zomer stonden rentes nog hoger dan nu het geval is. Maar vooral in de VS en het VK zijn er ook fundamentele factoren.

In de VS zijn de groeivoorzichten verbeterd. Die hogere groei kan inflatiedaling in de weg staan. In oktober daalde de totale inflatie nog wel, maar was de kerninflatie onveranderd. Per saldo ligt de kerninflatie volgens de PCE-index al sinds juni op 2,7%, boven het doel van 2% dat de Fed nastreeft. Nu heeft de Fed een dual mandaat, waarbij de bank ook streeft naar volledige werkgelegenheid. Een afkoelende arbeidsmarkt geeft de Fed dan ook de gelegenheid de rente te verlagen, ondanks dat niet aan de inflatiedoelstelling wordt voldaan. In markten worden inmiddels wel minder renteverlagingen verdisconteerd. Een verlaging op 7 november, tijdens de eerstkomende beleidsrentevergadering van de Fed, is vrijwel zeker, maar daarna zou de Fed weleens een pauze kunnen inlassen. Met als gevolg hogere rentes. Naast percepties ten aanzien van het monetaire beleid, zou ook het begrotingsbeleid een rol kunnen spelen. Zorgen over de enorme begrotingstekorten worden wel genoemd, maar die zorgen waren een maand geleden niet minder. Wel zou de toegenomen kans op een overwinning van Trump een rol gespeeld kunnen hebben. Niet alleen vanwege mogelijk nog grotere tekorten onder Trump, maar ook vanwege het inflatoire effect van een fiscale impuls en importheffingen. Kijkend naar het economische plaatje zien we weinig aanleiding voor verdere rentestijging, maar de verkiezingen kunnen voor volatiliteit zorgen.

Daling kerninflatie stopt



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In het VK steeg de rente sterk na de presentatie van de begrotingsplannen van de nieuwe Labourregering. Het meeste aandacht trokken de forse belastingverhogingen ter waarde van ongeveer 1% van het BBP. Vooral op te brengen door werkgevers en deels door het hoger belasten van vermogens. Maar doordat de uitgaven met zo'n 2% van het BBP worden verhoogd (voor twee derde lopende uitgaven en één derde investeringen), zal het overheidstekort hoger uitvallen. Volgens het Office for

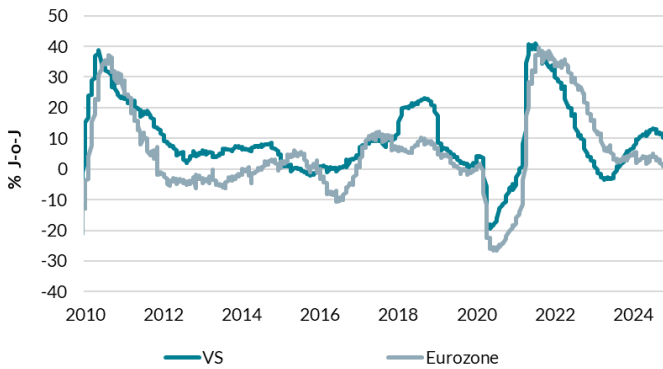
Budget Responsibility gaat het om de grootste fiscale verruiming in de afgelopen decennia. Aangezien de extra uitgaven eerder effect zullen hebben dan de belastingverhogingen, zal dit de groei op korte termijn stimuleren. Waarmee ook de inflatie mogelijk hardnekkiger wordt en de Bank of England de rente minder snel zal verlagen. In die zin valt de reactie van de obligatiemarkt nog mee, al zal de Labourregering met haar nadruk op fiscale verantwoordelijkheid op beter hebben gehoopt. Maar een Truss-moment, genoemd naar de paniek in obligatiemarkten na de aankondiging van belastingverlagingen zonder bezuinigingen in september 2022, bleef uit. Dit keer lag de nadruk op investeringen, in plaats van belastingverlagingen, en werden de cijfers officieel doorgerekend. Daarmee is er minder een beeld van onverantwoord fiscaal beleid ontstaan.

In de eurozone is er weinig aanleiding voor rentestijging. Wij denken dat bij de huidige groei en inflatievooruitzichten de Duitse rente hooguit tot 2,5% zou kunnen oplopen, maar niet veel verder. Met het verslechteren van de voorlopende indicatoren is in toenemende mate gespeculeerd op een renteverlaging met 0,5%-punt door de ECB. Maar met een groei van 0,4% in het derde kwartaal en een kerninflatie die in oktober op 2,7% uitkwam en in feite al zes maanden stabiel is, voorzien wij geen versnelling van de renteverlagingen van de ECB. Wij houden het op stappen van 0,25%-punt tijdens de komende vergaderingen.

## Degelijke winstcijfers VS

Zo'n 70% van de bedrijven in de S&P500 aandelenindex heeft tot nu toe winstcijfers over het derde kwartaal gerapporteerd. De cijfers zijn degelijk. Met bijna 9% winstgroei ten opzichte van het derde kwartaal van vorig jaar, zijn de cijfers beter dan verwacht. Ook een gemiddelde omzetgroei van 5% valt mee. De zwakte in de industrie, die we in de macro-economische cijfers zien, is ook terug te zien in de winstcijfers. In de sectoren energie, basisindustrie en industrie dalen de winsten. De grote technologiebedrijven nemen traditiegetrouw een belangrijk deel van de winststijging voor hun rekening, maar er is ook verbreding te zien. Het aantal bedrijven dat positief verrast is, met 75% gemiddeld. Het aantal bedrijven dat de winstvooruitzichten naar boven bijstelt ligt hoger dan in het voorgaande kwartaal en ook hoger dan gemiddeld. Een kleine meerderheid van de aandelenanalisten stelt de winsten naar beneden bij, maar de mate waarin is beperkt. Per saldo blijven de winstverwachtingen voor 2025 op peil. We zien de winstontwikkelingen als positief voor Amerikaanse aandelen.

### Winstcijfers VS beter dan Europa



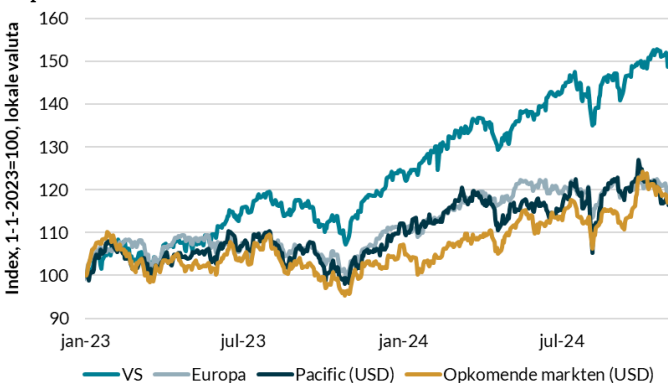
Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In Europa maken we ons meer zorgen om de winsten. De gerapporteerde winstgroei over het derde kwartaal is slechts 1,5%. Waar bedrijven vorig jaar met een stagnerende economie en stijgende prijzen hun winsten op peil wisten te houden, lijken ze daar nu meer moeite mee te krijgen. De bedrijven die kwartaalcijfers hebben gepubliceerd, melden gemiddeld een lichte daling van de omzet. Een relatief klein aantal bedrijven weet aan de omzetverwachting te voldoen. De winstdynamiek is in Europa zwakker dan in de VS. Het aantal analisten dat de winstverwachting neerwaarts bijstelt, is beduidend hoger dan in de VS. Bovendien daalt de verwachte winst voor 2025 fors. Tegen deze achtergrond valt de zijwaartse beweging van de Europese aandelenindex de afgelopen maand nog mee. De kwakkelende Europese economie en de verzwakking in de winstdynamiek zijn de belangrijkste redenen om onze overweging in Europese aandelen terug te brengen naar neutraal

### Verkleining overweging aandelen

In ons beleggingsbeleid hebben we eerder dit jaar onze aandelenpositionering opgehoogd naar een overwogen positie.

### Outperformance Amerikaanse aandelen



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

We zagen verbeteringen in de Europese economie, terwijl de Amerikaanse economie keer op keer positief verraste.

Dalende inflatie maakte het voor centrale banken mogelijk de rente te gaan verlagen en er was verbetering in de bedrijfswinsten. In de VS is dit beeld niet veranderd. Het zijn dan ook vooral Amerikaanse aandelen die een positieve bijdrage hebben geleverd aan het rendement van onze portefeuilles.

We kiezen er nu voor om de aandelenoverweging, die door de stijgende koersen ook was gegroeid, iets terug te brengen. We zien een toenemende kans op volatiliteit rond de Amerikaanse verkiezingen, maar belangrijker zijn de tegenvallende groei- en winstontwikkelingen in Europa. Daarom kiezen we ervoor de overweging in Europa terug te brengen. Daar gaan we naar een neutrale positie.

Verder houden we ons beleggingsbeleid ongewijzigd. 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 in deze categorie dan in 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 kijken naar wereldwijde investment grade bedrijfsobligaties geven we de voorkeur aan de eurozone. Daar zijn de risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties minder extreem laag dan in de VS.

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. Staatsobligaties van opkomende landen geven een aantrekkelijk rendement, maar dit komt voor een belangrijk deel door zeer hoge rentes bij de zwakkere landen in de index. 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 zien we nog geen instapmoment. We vinden de waardering ten opzichte van renteniveaus duur voor wereldwijd ontwikkeld en neutraal voor Europa. Rentelasten nemen toe naarmate schulden worden gefinancierd. Ten aanzien van grondstoffen hebben we twijfels over de kracht van de Chinese economie en zien we voldoende aanbod van olie. Een teken aan de wand wat ons betreft is dat olieprijsen de afgelopen maanden daalden ondanks toenemende geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten.

# Marktvooruitzichten

## Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Wereldwijd (MSCI AC)	1122	-1.3%	4.0%	14.9%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3660	-0.9%	4.0%	15.5%
Opkomende markten (MSCI EM)	1122	-4.3%	3.2%	9.6%
Verenigde Staten (S&P500)	5729	0.4%	5.2%	20.1%
Eurozone (EURO STOXX 50)	504	-1.6%	2.1%	6.3%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	8177	-1.2%	-1.3%	5.7%
Japan (Topix)	2644	-1.7%	-2.2%	11.7%
Nederland (AEX)	884	-2.9%	-2.6%	12.3%

## Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	4.37	64	39	51
Japan	0.94	10	-10	31
Duitsland	2.41	36	16	38
Frankrijk	3.16	33	17	60
Italië	3.68	30	4	-3
Nederland	2.66	33	11	34
Verenigd Koninkrijk	4.45	50	56	91

## Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	86	-6	-14	-18
Eurozone	103	-13	-8	-32

## Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	283	-24	-52	-51
Eurozone	319	-26	-41	-76
Opkomende markten (USD)	334	-27	-72	-50
Opkomende markten (Lokale valuta)	218	-42	-31	-17

## Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Wereld	-5.4%	2.3%	2.6%
Noord-Amerika	-3.6%	2.6%	6.7%
Europa	-8.9%	-1.3%	-2.3%

## Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Bloomberg index	-3.2%	2.6%	-0.6%
Basismetalen	-4.6%	6.7%	4.0%
Brent olie (USD per vat)	73.53 -1.4%	-8.5%	-5.4%
Goud (USD per troy ounce)	2743 3.1%	12.1%	32.8%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 1 november 2024

Bron: Refinitiv

# Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
<b>Aandelen</b>	<b>Overwogen</b>
<p>Japanse aandelen gingen in oktober hoger, maar de VS en Europa boekten verliezen. Waarbij aangetekend dat het verlies in de VS kleiner was dan in Europa. Gezien de economische vooruitzichten is dat verklaarbaar. De Amerikaanse economie groeide in het derde kwartaal wederom degelijk en de vooruitzichten zijn stabiel. De economie van de eurozone kende ook een goed kwartaal qua groei, maar de vooruitzichten zijn wat verslechterd. De winstdynamiek is in de VS ook beter dan in Europa. Dat Amerikaanse aandelen het in oktober moeilijk hadden, kwam door stijgende rentes. Daar konden aandelen een tijd goed mee omgaan vanwege positieve groeivooruitzichten, maar er zit ook een grens aan. Aangezien de Fed en de ECB de beleidsrente verder zullen verlagen, voorzien we geen blijvend negatief effect vanuit rentemarkten. We hebben onze overweging in aandelen wat gereduceerd. Mogelijke volatiliteit rondom de Amerikaanse verkiezingen speelt een rol in deze beslissing, maar vooral ook de mindere groeivooruitzichten en verslechterde winstdynamiek in Europa. We brengen de weging in Europa daarom terug naar neutraal. We blijven overwogen in de VS en in de regio's Pacific en opkomende markten behouden we een neutrale positie.</p>	
<b>Staatsobligaties</b>	<b>Neutraal</b>
<p>In oktober stegen rentes in de VS en het VK fors. In het VK gingen korte en lange rentes gelijk op, in de VS steeg de korte rente sneller dan de lange rente. De helling van de rentecurve bleef in de VS wel positief. In het VK werd de opwaartse druk op de rentes versterkt door de aangekondigde fiscale plannen van de nieuwe Labourregering, die zullen leiden tot een hogere financieringsbehoefte van de overheid. In Duitsland was de rentestijging beperkter. De stijging van de rentes komt na rentedaling in voorgaande maanden en is een reactie op de degelijke groei in de VS en zijwaarts bewegende kerninflatie. Voor de Fed worden beduidend minder renteverlagingen verwacht dan enkele maanden geleden. In de VS werpen ook de presidentsverkiezingen hun schaduw vooruit op de obligatiemarkt, vooral vanwege een toegenomen risico op inflatoir beleid als Trump president zou worden. Vorige maand waarschuwden we al voor oplopende rentes op korte termijn. Vanaf de huidige niveaus zien we weinig verder opwaarts potentieel. We denken dat de inflatie verder zal dalen en centrale banken rentes verder zullen verlagen.</p>	
<b>Bedrijfsobligaties investment grade</b>	<b>Onderwogen</b>
<p>In de VS daalde de risico-opslag op investment grade bedrijfsobligaties in oktober voor de derde maand op rij. In de eurozone maakte de daling in oktober de stijgingen in augustus en september in één keer ongedaan. Door de grotere stijging van de onderliggende rente op staatsobligaties noteerden investment grade bedrijfsobligaties wel een negatief rendement. In de VS vinden we de risico-opslag zeer laag en daarmee investment grade bedrijfsobligaties onaantrekkelijk ten opzichte van staatsobligaties. De economische vooruitzichten in de VS zijn op korte termijn verbeterd, maar risico-opslagen hoeven maar weinig uit te lopen om investment grade bedrijfsobligaties te laten achterlopen op staatsobligaties. Ook in de eurozone is de risico-opslag laag, maar minder extreem dan in de VS. In de eurozone maakt de risico-opslag een aanzienlijk groter deel uit van de totale rentevergoeding dan in de VS. Dit reflecteert de minder positieve vooruitzichten in de eurozone, maar we denken niet dat die zodanig negatief zijn dat de risico-opslag op relatief veilige bedrijfsobligaties zal gaan oplopen. Binnen investment grade bedrijfsobligaties hebben we een relatieve voorkeur voor de eurozone ten opzichte van de VS.</p>	
<b>Bedrijfsobligaties high yield</b>	<b>Onderwogen</b>
<p>In de VS en in de eurozone daalde de risico-opslag op high yield bedrijfsobligaties in oktober voor de derde maand op rij. Dit tekent het positieve sentiment op financiële markten. Een positief sentiment dat met de lichte daling op sommige aandelenmarkten in oktober niet is gebroken. Risico-opslagen in de VS en in de eurozone liggen ruim onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar; in de VS bijna 130 basispunten, in de eurozone ruim 100. 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 voorzichtige visie op deze categorie komt vooral voort uit het feit dat de markt voor high yield obligaties geen rekening houdt met een mogelijke 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 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

Het positieve sentiment ging in oktober ook niet voorbij aan staatsobligaties uit opkomende markten genoteerd in US dollars. De risico-opslag daalde voor de derde maand op rij. Toch had ook deze categorie last van de onderliggende rentestijging in de VS. Per saldo steeg de rentevergoeding. Ook bij obligaties genoteerd in lokale valuta was een rentestijging te zien. Beperkte daling van de inflatie stond daar rentedaling in de weg. Wij vinden de rentevergoeding op obligaties uit opkomende markten uitgegeven in dollars aantrekkelijk en risico-opslagen relatief wijd ten opzichte van andere categorieën. De aantrekkelijkheid zit wel met name bij de zwakkere landen. Bij de overige, sterkere, landen is weinig risicopremie ingeprijsd, bijvoorbeeld voor de gevolgen van de Amerikaanse verkiezingen in november. Staatsobligaties opkomende landen in lokale valuta kunnen profiteren van renteverlagingen aldaar. De daling van (kern)inflatie stopt wat in opkomende landen, maar de Fed die de rente verlaagt, geeft steun. Echter vinden we de rentevergoeding relatief laag ten opzichte van ontwikkelde landen en hierdoor neemt de relatieve aantrekkelijkheid af.

### Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

De maandelijkse bewegingen van beursgenoteerd vastgoed worden nog steeds sterk bepaald door rentebewegingen. De rentestijgingen in de VS en Europa lieten dan ook hun sporen na. Vastgoed noteerde grotere verliezen dan aandelen en ook de grootste verliezen in enkele maanden, na de eerdere sterke maanden van juli tot september. We houden een neutrale visie. De waardering is relatief goedkoop ten opzichte van algemene aandelen. Ten opzichte van renteniveaus is wereldwijd ontwikkeld beursgenoteerd vastgoed duur en vinden we Europees beursgenoteerd vastgoed neutraal gewaardeerd. Vastgoed heeft te maken met hogere rentes bij herfinanciering en scherpe kredietvoorwaarden bij banken. Al halen de wat lagere rentes in vergelijking met de piek hier wel wat druk van de ketel. Transacties liggen nog op een laag niveau, maar zijn recent wel aan het toenemen. Als het aantal transacties normaliseert, komt er meer duidelijkheid over de waarde van de onderliggende vastgoedobjecten.

### Grondstoffen

Neutraal

De brede grondstoffenindex van Bloomberg daalde iets in oktober. Tegenover een verdere stijging van de goudprijs en een lichte stijging van de olieprijs stonden dalingen van prijzen van basismetalen. Oliemarkten zijn krap en voorraden laag, maar de wetenschap dat de OPEC-landen voldoende productiecapaciteit hebben en hier verstandig mee omgaan, houdt het opwaarts potentieel voor olieprijsen 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. We denken dat de goudprijs vooral ondersteund wordt door goudaankopen van centrale banken. Hoelang dit nog zal duren, kunnen we niet voorspellen. Goud is interessant in tijden van onzekerheid, maar gezien de hoge prijs is er al veel onzekerheid en/of rentedaling in de goudprijs verdisconteerd.



## Auteur

Joost van Leenders  
Senior beleggingsstrateeg  
j.vanleenders@vanlanschotkempen.com  
M +31 6 82 83 11 89

### **Van Lanschot Kempen Investment Strategy & Tactische Asset Allocatie**

Yaela van Raalte – Hoofd Investment Research  
Luc Aben – Hoofdeconoom  
Pieter Heijboer – Hoofd Investment Strategy  
Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg  
Jorn Veeneman – Senior beleggingsstrateeg  
Danny Dekker - 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.

### Overige informatie

Dit document van Van Lanschot Kempen Investment Management NV (VLK Investment Management) wordt u slechts ter informatie aangeboden en biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen. De informatie in dit document is niet compleet zonder de mondelinge toelichting gegeven door een medewerker van VLK Investment Management.

VLK Investment Management 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. VLK Investment Management wil uitdrukkelijk voorkomen dat de benchmarks die gebruikt worden in dit document gepubliceerd of beschikbaar worden gemaakt voor het publiek in de zin van de Benchmarkverordening. Daarom is de informatie in dit document uitsluitend voor intern zakelijk en niet commercieel gebruik aan u ter beschikbaar gesteld. Gebruik van (de informatie uit) dit document anders dan voor de doeleinden als hierboven beschreven, is alleen geoorloofd na voorafgaande toestemming van VLK Investment Management.



### INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300  
1077 WZ Amsterdam  
Postbus 75666  
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00  
[vanlanschotkempen.com/investment-management](https://vanlanschotkempen.com/investment-management)