



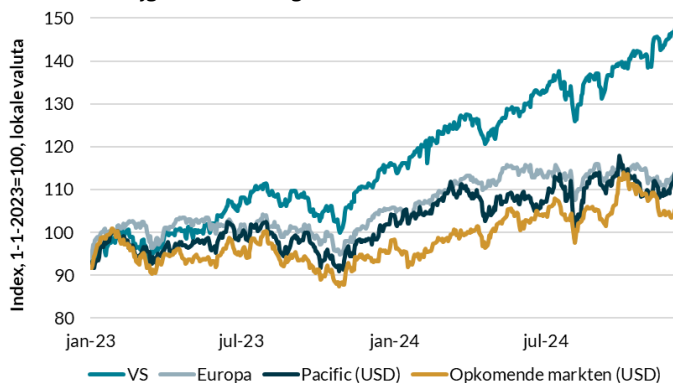
Visie op Asset Allocatie

December 2024

- Amerikaanse aandelen profiteren van verkiezingsuitslag
- Franse begrotingsperikelen geen systeemrisico
- Overweging aandelen gehandhaafd

Het resultaat van de Amerikaanse verkiezingen heeft duidelijke sporen nagelaten op financiële markten. Aandelen in de VS boekten in november de grootse maandelijkse stijging van dit jaar, terwijl aandelen uit opkomende markten voor de tweede maand op rij een verlies moesten slikken. Europa en Pacific wisten nog een klein positief resultaat te boeken. Rentes in de VS stegen aanvankelijk, maar hielden dit niet vast. Voor de gehele maand november was een lichte daling te zien. Rentes daalden ook in het VK en in Duitsland, waarbij de dalingen in Duitsland het grootst waren. Het verschil tussen de VS en Europa was ook zichtbaar in kredietopslagen op bedrijfsobligaties. Die daalden in de VS, maar stegen iets in Europa.

Aandelen VS stijgen na verkiezingen



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempfen

Na de afbouw van Europese aandelen naar neutraal vorige maand, hebben we deze maand ons beleggingsbeleid onveranderd gehouden. We zien de combinatie van groei, dalende inflatie en winstgroei als positief voor aandelen. Waarbij we de vooruitzichten voor de VS op dit moment

sterker vinden. We hebben onze aandelenoverweging dan ook geconcentreerd in de VS.

Amerikaanse aandelen positief na verkiezingen

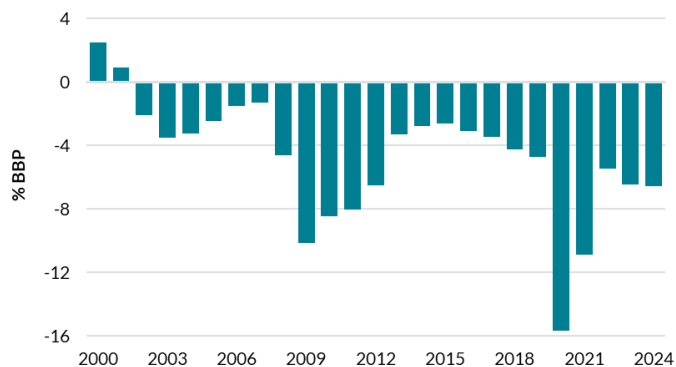
De Republikeinse winst in de presidentsverkiezingen, en de verkiezingen voor het Huis van Afgevaardigden en de Senaat, leidde tot een positieve reactie op Amerikaanse aandelenmarkten. Er wordt vooruitgelopen op positieve effecten van voorstellen die aanstaand president Trump tijdens de campagne heeft gedaan.

Ten eerste zijn daar de door Trump in 2017 ingevoerde belastingverlagingen. Deze verlagingen lopen eind-2025 af, maar Trump wil ze integraal verlengen. Dat zou echter geen effect op de economie hebben. Er verandert immers niks. Een positieve marktreactie op dit punt zou dus vooral opluchting zijn dat huishoudens in de VS in 2026 niet geconfronteerd worden met hogere belastingen.

Ten tweede de vennootschapsbelasting. Trump verlaagde die in zijn eerste ambtsperiode van 35% naar 21% en zou nu verder omlaag willen naar 15%. Het is de vraag of dit voorstel door het Congres komt. Naar internationale maatstaven is een tarief van 21% al vrij laag. In Duitsland en Japan ligt het tarief rond 30%, in het VK en Frankrijk op 25%. In Ierland is het met 13% uitzonderlijk laag. Volgens het Government Accountability Office betaalden grote, winstgevendende ondernemingen in de VS in 2018 gemiddeld slechts 9% vennootschapsbelasting. Dat geeft geen aanleiding de tarieven nog eens extra te verlagen. Maar het belangrijkste is het begrotingstekort. Dat is met ongeveer 6% hoog voor een goed draaiende economie in vreedstijd. Het tekort zou verder oplopen en het valt te bezien of

fiscale haviken onder de Republikeinen in het Congres daarmee akkoord gaan. Gezien de geringe meerderheden kan een klein aantal Republikeinse tegenstemmers de belastingverlaging al om zeep helpen. Een belastingverlaging in een economie die dicht tegen haar capaciteitsgrenzen aan zit, kan inflatoir uitwerken als het leidt tot meer bestedingen. Tenzij er bezuinigingen tegenover staan. Elon Musk heeft als beoogd hoofd van het Department of Government Efficiency grootse bezuinigingsplannen, maar we moeten afwachten hoe realistisch die zijn.

Hoog begrotingstekort VS



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Het derde punt is deregulering. Ook in een minder gereguleerde maatschappij als de VS is daar vast winst te halen. De effecten zullen niet direct in de groei zichtbaar zijn, maar aangezien aandelenmarkten vooruitkijken, zullen ze wel hierop vooruitlopen.

Ook de invoertarieven die Trump wil invoeren houden de gemoederen sterk bezig. Er wordt gesproken over een algemeen tarief van 10%, een tarief van 25% op invoer vanuit Canada en Mexico en een tarief van 60% voor invoer vanuit China. Invoertarieven beschermen sommige Amerikaanse bedrijven tegen buitenlandse concurrentie. Dat is gunstig voor de winstgevendheid. Maar voor andere bedrijven en voor consumenten betekent het ook hogere prijzen, wat juist ongunstig is voor de winsten van deze bedrijven en de bestedingen van consumenten. Invoertarieven zullen deels worden gecompenseerd door een appreciërende US dollar, wat producten en diensten uit het buitenland goedkoper maakt in de VS. Sinds september is de dollar al 6% geapprecieerd ten opzichte van de euro. Meer dan de helft van een eventueel invoertarief van 10% is daarmee al ongedaan gemaakt. Het dreigen met tarieven kan een middel zijn om andere doelen te behalen. Maar gezien de vasthoudendheid van Trump op dit punt, verwachten we wel een ophoging van de Amerikaanse invoertarieven. Een algemeen tarief van 10% is economisch te overzien. Met hogere tarieven zullen ook

de negatieve effecten groter worden, waarmee we de kans daarop kleiner achten.

Ten slotte, het deporteren van ongedocumenteerde immigranten. In 2022 waren er naar schatting 11,5 miljoen van deze immigranten. Minder dan de 12,2 miljoen in 2007, maar meer dan de 10,2 miljoen in 2019. Vooral de afgelopen jaren heeft het hoge aantal immigranten geholpen om de arbeidsmarkt niet oververhit te laten raken. Als dit arbeidsaanbod (deels) wegvalt, zal dat tot tekorten leiden op de arbeidsmarkt, vooral in sectoren als landbouw en bouw. Tekenend is dat enkele bedrijven en werkgeversorganisaties hun zorgen over tekorten op de arbeidsmarkt bij grote deportatieaantallen al hebben geuit. Mogelijke gevolgen zijn hogere lonen, hogere inflatie en daarmee hogere rentes. In zijn eerste termijn wist Trump ruim 300.000 immigranten per jaar het land uit te zetten. Obama kwam boven 400.000 per jaar uit. Dat zijn fracties van de 11,5 miljoen die nu in de VS zijn. Grootscheepse deportaties zijn kostbaar, inflatoir en vereisen medewerking van de staten. De haalbaarheid is dus twijfelachtig. Scherpere controles op immigratie kunnen wel leiden tot minder nieuwe immigranten en dus minder nieuw arbeidsaanbod en als gevolg daarvan een krappere arbeidsmarkt.

Al met al zijn er grote onzekerheden rond het beleid van Trump. Het kan tot hogere groei, winsten en inflatie leiden, maar er zitten ook negatieve kanten aan. De recente stijging van Amerikaanse aandelen loopt hierop vooruit, maar is tegelijkertijd ook gedreven door degelijke economische indicatoren in de VS.

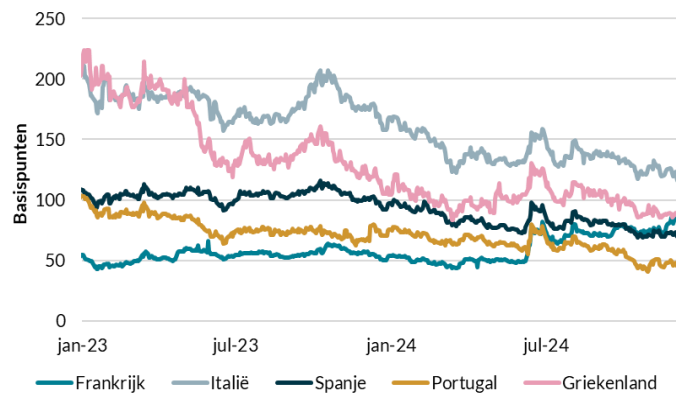
Politiek op de radar

Het is niet alleen in de VS waar politieke ontwikkelingen markten bezighouden. In Frankrijk verlopen de onderhandelingen over de begroting uiterst moeizaam. Dat er bezuinigd moet worden, is wel duidelijk. Het begrotingstekort zal volgens de Europese Commissie dit jaar uitkomen op 6,2% van het BBP, het hoogste tekort van de Europese Unie. De staatsschuld is opgelopen tot 112,7%. De Commissie verwacht voor volgend jaar een begrotingstekort van 5,3% en een verder oplopende staatsschuld. Allemaal ruim boven de begrotingsregels van de Europese Unie. De minderheidsregering van premier Barnier had een pakket maatregelen ingediend dat bestaat uit bezuinigingen en belastingverhogingen. Om dat pakket door te voeren, poogde Barnier het parlement buiten spel te zetten, maar vervolgens overleefde hij een motie van wantrouwen niet. Daarmee moet president Macron op zoek naar een nieuwe premier, terwijl het al maanden kostte om Barnier benoemd te krijgen. Waarmee de politieke chaos compleet is. Overigens kan de Franse overheid wel blijven functioneren. Als de politieke impasse voortduurt,

geldt de begroting van 2024 ook voor volgend jaar. Een sluiting van de overheid zoals in de VS regelmatig voorkomt, dreigt in Frankrijk dus niet.

De impact op financiële markten blijkt vooral uit de risico-opslag op Franse staatsobligaties ten opzichte van Duitse. Tot de vervroegde parlementsverkiezingen afgelopen juni bewoog de risico-opslag rond 50 basispunten. Na de verkiezingen liep de opslag uit tot 80 basispunten, om daarna te stabiliseren boven 70 basispunten. Deze week liep de opslag op tot 90 basispunten. Daarmee is echter geen sprake van een financiële crisis. Tijdens de crisis in de eurozone in 2012 liep de Franse risico-opslag op tot bijna 150 basispunten. Momenteel is de Franse opslag iets hoger dan de Spaanse en vergelijkbaar met de Griekse, maar bijvoorbeeld voor Italië beweegt de opslag tussen 120 en 150 basispunten. Bemoedigend is ook dat de risico-opslagen buiten Frankrijk niet oplopen. Op de dag dat de regering-Barnier viel daalde de Franse risico-opslag iets, bereikte de Italiaanse opslag het laagste punt in drie jaar, daalden risico-opslagen op bedrijfsobligaties met een paar basispunten, stegen Europese aandelen en was de euro nagenoeg onveranderd. De val van de regering-Barnier was voor financiële markten dus geen verrassing. Het is vooralsnog een geïsoleerd probleem. Wat overigens wel op een ongunstig moment komt, gezien het economische en politieke klimaat in Europa.

Stijging risicopremie beperkt tot Franse staatsobligaties



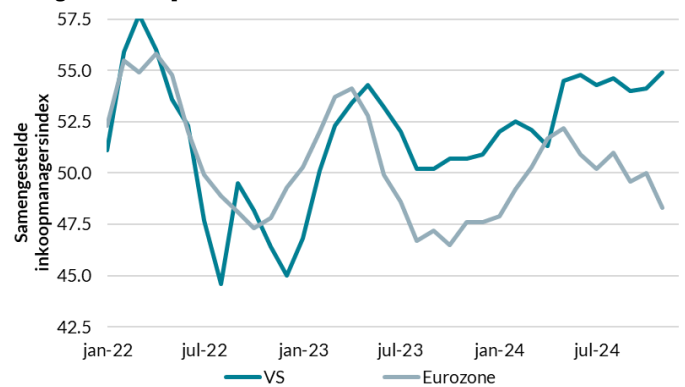
Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Financiële markten werden even opgeschrikt door politieke ontwikkelingen in Zuid-Korea. De president riep onverwacht de staat van beleg af, omdat hij bedreigingen vanuit Noord-Korea zag. De Koreaanse won en Koreaanse aandelen daalden, maar de verliezen waren beperkt. Nadat het parlement bijeen was gekomen en tegen de staat van beleg had gestemd, konden markten herstellen. Wereldwijd had dit voor markten nauwelijks gevolgen.

Indicatoren VS en Europa lopen uiteen

De kracht van de Amerikaanse economie tegenover de Europese werd duidelijk uit de inkoopmanagersindices van november. In de VS stegen de indices voor de industrie en de dienstensector, in Europa daalden ze. In de VS staat de index voor de industrie onder de 50, net als in de eurozone en het VK, maar wel op een minder laag niveau. Vooral de 43 die in Duitsland en Frankrijk werd genoteerd is zorgelijk. In de dienstensector is het verschil duidelijker. In de VS steeg de index naar 57, het hoogste niveau sinds maart 2022. In het VK zakte de index terug naar 50,8, in de eurozone naar 49,5. Waarmee het optimisme van eerder dit jaar is verdwenen.

Divergentie voorlopende indicatoren VS en eurozone



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

De economie van de eurozone kent twee gezichten. Gezinsinkomens groeien, besparingen zijn hoog en de werkloosheid is voor Europese begrippen laag. Het consumentenvertrouwen daalde weliswaar in november, maar heeft sinds het dieptepunt in 2022 een sterke verbetering laten zien. Geschoond voor inflatie stegen de detailhandelsverkopen in september met 2,8% ten opzichte van dezelfde maand een jaar eerder, de sterkste stijging sinds het herstel van de coronapandemie in 2022. Daartegenover staat de malaise in de industrie, waar het vertrouwen onder ondernemers laag is, de productie daalt en de orders teruglopen. Dat heeft ook zijn weerslag op de bedrijfsinvesteringen, die in de eerste helft van 2024 daalden. Per saldo voorzien we voor 2025 een matig positieve groei in de eurozone.

In de VS staat de consument er goed voor. De inkomens groeien en het netto vermogen van gezinnen is gemiddeld genomen hoog. Uiteraard is dit scheef verdeeld, maar het geeft geen aanleiding om te vrezen voor een terugval in de consumptie. Temeer daar rentebetalingen relatief laag zijn. Ook in het bedrijfsleven zien we geen grote onevenwichtigheden. Als geheel is het bedrijfsleven zeer winstgevend en bedrijfsinvesteringen zijn hoog, maar niet excessief. De groei van de Amerikaanse economie kan in 2024 rond 2,8% uitkomen. Dat is ook voor de VS relatief

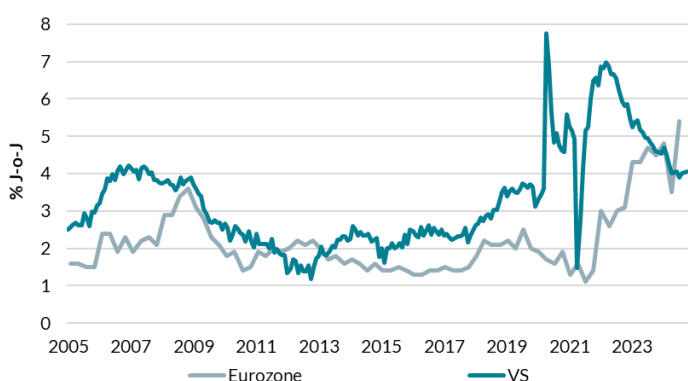
hoog. We verwachten voor 2025 een normalisering naar een iets gematigder niveau. De hoge rentes van het afgelopen jaar moeten nog deels doorwerken en er is onzekerheid over de beleidsmaatregelen van Trump. Maar aangezien een aantal fiscale impulsen in 2025 afloopt, verwachten we een iets minder ruim begrotingsbeleid.

Inflatiedaling stukt voorlopig

Het inflatiebeeld in de VS en in Europa vertoont meer gelijkens dan het groeibeeld. De totale inflatie is in beide regio's gedaald, waarbij de inflatie in de VS met 2,6% in oktober wel iets hoger was dan de 2,3% in de eurozone en in het VK. De kerninflatie is de afgelopen tijd vooral in het VK gedaald, van 5,1% in januari naar 3,3% in oktober. In de eurozone fluctueert de kerninflatie al sinds april op of net iets boven 2,7%, in de VS rond 3,3%.

Inflatiedaling lijkt logischer in de eurozone vanwege de matige economische groeivoorzichten. De zeer lage groei van de bancaire kredietverlening past bij het beeld van matige groei. De werkloosheid is met 6,3% laag, maar er zijn tekenen dat de arbeidsmarkt wat afkoelt. De werkgelegenheid groeit minder hard en het aantal openstaande vacatures daalt. In het derde kwartaal stegen de cao-lonen met 5,4% op jaarbasis. Dat is een versnelling ten opzichte van het tweede kwartaal, maar kwam vooral door eenmalige loonbetalingen in Duitsland. Kijkend naar recent afgesloten loonakkoorden en de lagere werkgelegenheids groei, dan achten we het ontstaan van een loon-prijsspiraal onwaarschijnlijk. Als de loonstijging afneemt, kan ook de inflatie in de dienstverlening afnemen. In de loop van 2025 kan de inflatie dan dalen naar het doel van de ECB van 2%.

Loongroei eurozone tijdelijk omhoog; VS verenigbaar met 2% inflatie



LSEG, Van Lanschot Kempen

In de VS is er met een sterkere economie en mogelijk inflatoire impulsen van het economisch beleid van Trump een opwaarts risico voor de inflatie. Vooral vanwege invoertarieven. Maar gezien het relatief gesloten karakter van de Amerikaanse economie is het effect van hogere

invoertarieven in de orde van grootte van tienden van procenten, geen hele procenten. Belangrijker zijn de afkoelende economie en arbeidsmarkt. De loongroei is al gedaald tot rond 4%. Met een groei van de arbeidsproductiviteit van 2% betekent dat dat de loonkosten per eenheid product 2% stijgen. Verenigbaar met 2% inflatie dus. De belangrijke wooncomponent in het Amerikaanse inflatiecijfer, die achterloopt op de huurontwikkeling, zal ook dalen, aangezien huren minder snel stijgen. We voorzien voor 2025 wat verdere daling van de Amerikaanse inflatie.

Meer beleidsrenteverlagingen

De verwachtingen voor het rentebeleid van de Amerikaanse Fed zijn de afgelopen maanden sterk herzien. In september prijsden markten tot eind-2025 nog tien renteverlagingen door de Fed in, inmiddels zijn dat er nog maar drie. Een deel van die aanpassing vinden wij logisch. Die tien renteverlagingen waren er wel heel veel voor een economie die een zachte landing doormaakt. Dat zou meer passen bij een recessie. En ook de aanhoudende groei en de niet verder dalende kerninflatie geven aanleiding tot minder renteverlagingen. Drie renteverlagingen lijkt ons echter ook wel weer wat zuinigjes. Hierbij moet vooral bedacht worden dat de beleidsrente van de Fed nog boven het evenwichtsniveau ligt en daarmee restrictief is. Dat evenwichtsniveau is trouwens niet met zekerheid vast te stellen, maar schattingen lopen uiteen van 2,25 tot 3,75%. Dat is ruim onder het huidige niveau van 4,5 tot 4,75% wat de Fed op dit moment nastreeft. Bij drie renteverlagingen zou de beleidsrente dus net aan de bovenkant van de bandbreedte van neutraal uitkomen. Met een economie die richting zijn lange-termijn trendmatige groeipad beweegt en inflatie die richting het doel van de Fed beweegt, denken wij dat de rente iets meer verlaagd kan worden dan markten nu voorzien.

Voor de ECB worden tot eind-2025 zes renteverlagingen ingeprijsd. Voor de komende beleidsvergadering 25 basispunten, waarbij ook rekening wordt gehouden met 50 basispunten. Dat lijkt ons een forse stap. Zoals hierboven vermeld, zijn voorlopende indicatoren verzwakt en is het beeld in de industrie niet fraai, maar aan de consumptiekant zijn er lichtpuntjes. Dit laatste zal, naar onze mening, de ECB-beleidsmakers van een stap van 50 basispunten weerhouden. De huidige marktverwachting impliceert dat de ECB zo af en toe een pauze zal inlassen in het verlagingproces. De rente zou dalen van de huidige 3,25% naar 1,75%. De evenwichtsrente in de eurozone ligt volgens de ECB rond nul in reële termen. Met een inflatie van 2% betekent dat een nominale rente van 2%. Een rente iets onder het evenwichtsniveau achten wij realistisch, gezien de matige groeivoorzichten. Bovendien zou licht stimulerend monetair beleid dan tegenwicht kunnen

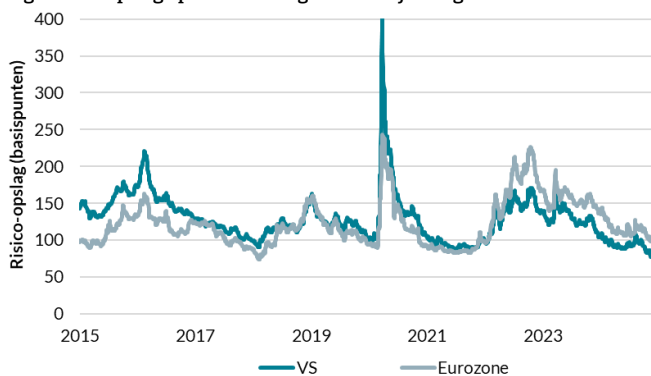
bieden aan restrictief fiscaal beleid (door minder grote begrotingstekorten in vergelijking met dit jaar).

Voorkeur voor aandelen

Voor 2025 denken we dat aandelen hogere rendementen zullen behalen dan obligaties. We denken dat het monetaire beleid over het algemeen redelijk is verdisconteerd en voorzien daarmee geen grote veranderingen in marktrentes. Het rendement op staatsobligaties zal dan ook vooral bestaan uit de couponrentes. We denken dat er iets meer potentieel voor rentedaling is in de VS, waarmee we een relatieve voorkeur hebben voor Amerikaanse staatsobligaties.

Voor investment grade bedrijfsobligaties geldt het omgekeerde. Risico-opslagen zijn in de VS en in de eurozone laag, maar in de VS iets extremer. We verwachten geen grote schokken op de markt voor bedrijfsobligaties, maar risico-opslagen hoeven maar weinig uit te lopen om bedrijfsobligaties op achterstand te zetten ten opzichte van staatsobligaties. In de eurozone vinden we de risico-opslag nog wel hoog genoeg en geven we de voorkeur aan investment grade bedrijfsobligaties ten opzichte van staatsobligaties. Met de krappe risico-opslagen van high yield bedrijfsobligaties nemen we liever risico in aandelen. Het opwaarts potentieel voor high yield bedrijfsobligaties is met die lage risico-opslagen immers beperkt.

Lage risico-opslag op investment grade bedrijfsobligaties

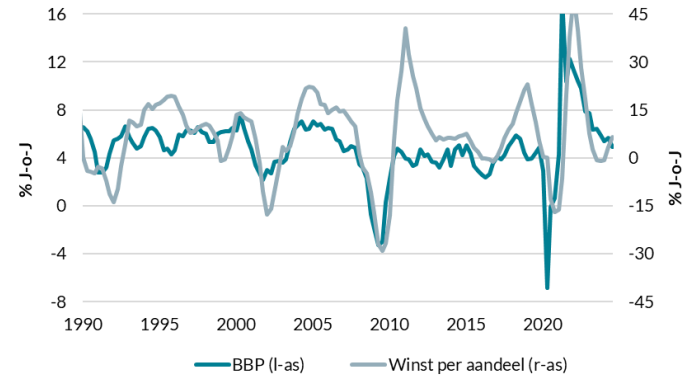


Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Voor aandelen is de winstontwikkeling cruciaal. En voor die winstgroei is de nominale economische groei bepalend. In de VS stukt de winstgroei als de nominale groei lager uitkomt dan 3%, in de eurozone geldt dit bij een niveau van 2,25%. Wij voorzien hogere nominale groei dan deze percentages en daarmee verwachten we dus ook winstgroei. Wellicht is de door analisten verwachte winstgroei van 14% in de VS iets te optimistisch, maar we denken niet dat een kleine neerwaartse herziening een negatief effect op aandelenmarkten hoeft te hebben.

Winstverwachtingen zijn wel vaker te optimistisch aan het begin van het jaar. In Europa wordt een winstgroei verwacht van 8%, wat we realistischer achten.

Nominale BBP-groei sterk bepalend voor winstgroei



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Tot begin december staat de S&P500 in 2024 bijna 27% hoger. De STOXX 600 moet het doen met een plus van 8% en opkomende markten met 7%. In opkomende markten was de toename van de index in lijn met de winstgroei. Per saldo is de koers-winstverhouding iets gedaald. Ook in Europa was het verschil tussen de index en de winsten beperkt. De waardering liep iets op. In de VS is de index veel harder gestegen dan de winsten. Vooral in de technologiesector is vooruitgelopen op een gunstige winstontwikkeling. Daarmee zijn Amerikaanse aandelen hoog gewaardeerd ten opzichte van hun eigen geschiedenis, ten opzichte van andere regio's en ten opzichte van obligaties. Voor aandelen uit Europa, opkomende markten en Pacific zien we een neutrale waardering. Die hoge waardering in de VS vormt een risico, maar we voorzien voor 2025 geen schok – denk aan oplopende rentes of een sterke winstdaling – die de waardering sterk zal doen dalen. Wel houdt de hoge waardering het opwaarts potentieel beperkt. Met name Amerikaanse aandelen, maar ook aandelen uit de andere regio's, zullen het vooral moeten hebben van de winstgroei. Daarmee zien we wel een hoger potentieel rendement in 2025 dan voor obligaties.

Op dit moment hebben we onze aandelenoverweging geconcentreerd in de VS, waar we het klimaat met degelijke economische groei, dalende rente en een positieve winstdynamiek als positief zien voor aandelen. We hebben een neutrale visie op Europese aandelen. De economische groei lijkt kwetsbaar en winstverwachtingen worden neerwaarts bijgesteld. Dit kan in de loop van 2025 verbeteren, maar dan moet er wel meer duidelijkheid komen over de economische cyclus en over het handelsbeleid van de VS.

Vastgoed is rentegevoelig. Aangezien we in 2025 geen grote rentebewegingen voorzien, gaan we ervan uit dat het effect van rentes op beursgenoteerd vastgoed beperkt zal zijn. Met onzekerheid rond de waarderingen van de onderliggende objecten, nemen we geen positie in in vastgoed. Voor grondstoffen vinden we de vraag- en aanbodverhoudingen niet positief. De zwakte in de wereldwijde industrie en de afnemende groei in China beperken de vraag, terwijl vooral het potentiële aanbod van olie ruim voldoende is.

Marktvooruitzichten

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Wereldwijd (MSCI AC)	1098	3.9%	5.9%	19.4%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3830	4.6%	6.5%	20.9%
Opkomende markten (MSCI EM)	1098	-2.2%	0.7%	7.2%
Verenigde Staten (S&P500)	6050	5.6%	9.4%	26.8%
Eurozone (EURO STOXX 50)	504	0.1%	-0.4%	6.4%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	8359	2.2%	0.7%	8.1%
Japan (Topix)	2754	4.1%	0.7%	16.4%
Nederland (AEX)	890	0.7%	-2.1%	13.1%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	4.23	-14	40	37
Japan	1.08	14	15	45
Duitsland	2.06	-35	-22	3
Frankrijk	2.90	-26	-10	34
Italië	3.25	-44	-42	-47
Nederland	2.28	-38	-28	-4
Verenigd Koninkrijk	4.25	-20	25	71

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	80	-6	-18	-24
Eurozone	105	2	-10	-30

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	266	-17	-65	-68
Eurozone	325	6	-19	-70
Opkomende markten (USD)	332	-2	-65	-52
Opkomende markten (Lokale valuta)	220	1	-43	-16

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Wereld	1.0%	-1.3%	3.6%
Noord-Amerika	3.1%	0.8%	10.0%
Europa	-0.6%	-4.0%	-2.9%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Bloomberg index		-0.6%	2.4%
Basismetalen		-1.5%	3.3%
Brent olie (USD per vat)	73.61	0.1%	-0.6%
Goud (USD per troy ounce)	2641	-3.7%	6.5%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 3 december 2024

Bron: Refinitiv

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Overwogen
<p>Amerikaanse aandelen profiteerden in november van de uitslag van de verkiezingen in de VS en boekten hun beste maand van 2024. Europese aandelen noteerden een klein plusje, ondanks onzekerheid over het toekomstige handelsbeleid van de VS, terwijl aandelen uit opkomende markten voor de tweede maand op rij een behoorlijke daling lieten zien. De verschillen komen niet alleen door de verkiezingen. De economische groei in de VS is degelijk en de vooruitzichten zijn stabiel. In de eurozone zijn de vooruitzichten meer gemengd. De winstdynamiek is in de VS ook beter dan in Europa. Verdere renteverlagingen door de Fed en de ECB zien we als positief. Onze aandelenoverweging is geconcentreerd in de VS. In de overige regio's hebben we een neutrale positie.</p>	
Staatsobligaties	Neutraal
<p>Amerikaanse rentes stegen in eerste instantie na de verkiezingen vanwege mogelijke inflatoire effecten van het beleid van de regering-Trump. Maar de nominatie van de minister van Financiën temperde de zorgen. Per saldo daalden rentes in november licht aan zowel de korte als aan de lange kant. In het VK waren grotere dalingen te zien, waarmee de stijging van oktober nog niet ongedaan werd gemaakt. De grootste dalingen waren te zien in Duitsland, wat vooral het gevolg was van tegenvallende voorlopende economische indicatoren. In Frankrijk liepen risico-opslagen op vanwege vastgelopen begrotingsonderhandelingen. Met het inprijzen van minder renteverlagingen voor de Fed en ook enigszins in het VK, maar juist meer in de eurozone vinden we het monetair beleid redelijk geprijsd. In de VS zien we wat meer potentie voor rentedaling dan in Duitsland, aangezien de Fed iets meer zou kunnen verlagen dan op dit moment verwacht. We zijn neutraal in staatsobligaties met een licht overwogen positie in de VS en een onderwogen positie in de eurozone.</p>	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
<p>In de VS zette de daling van de risico-opslag op investment grade bedrijfsobligaties in november door. Aangezien de risico-opslag historisch laag is, zijn de dalingen de afgelopen vier maanden mondjesmaat geweest. In de eurozone was de risico-opslag nagenoeg onveranderd. Door de bewegingen in de onderliggende rente op staatsobligaties was het rendement in de VS en de eurozone nagenoeg gelijk (in lokale valuta). 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 degelijk, 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. Bovendien zijn investment grade bedrijfsobligaties in de eurozone minder gevoelig voor renteveranderingen dan Amerikaanse. Binnen investment grade bedrijfsobligaties hebben we daarom een relatieve voorkeur voor de eurozone ten opzichte van de VS.</p>	
Bedrijfsobligaties high yield	Onderwogen
<p>De daling van de risico-opslag op high yield bedrijfsobligaties was in de VS in november iets groter dan die op investment grade bedrijfsobligaties. Omgekeerd was de stijging van de risico-opslag in de eurozone ook groter dan de stijging bij investment grade. Het tekent het verschil in richting tussen de VS en de eurozone de afgelopen maand. Onze visie op high yield bedrijfsobligaties is niet veranderd. We vinden risico-opslagen zeer krap, waarmee deze categorie relatief onaantrekkelijk is ten opzichte van staatsobligaties. 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. Met de lage risico-opslagen vinden we het opwaarts potentieel ook lager dan voor aandelen.</p>	
Staatsobligaties opkomende markten	Neutraal
<p>In november daalde de rentevergoeding licht op staatsobligaties opkomende landen uitgegeven in US dollars, met name door een lagere onderliggende rente in de VS. Ook bij obligaties genoteerd in lokale valuta was een lichte rentedaling te zien. Dit leidde voor beide categorieën tot een positief rendement. Wij vinden de rentevergoeding op obligaties uit opkomende landen 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. Groei voor opkomende landen is voldoende op peil en er is een relatief lage blootstelling naar Azië in vergelijking met aandelen opkomende markten of obligaties in lokale valuta. Dit vermindert de kwetsbaarheid voor invoertarieven van Trump, die vooral gericht zijn op China. Al blijft het wel een risico. Staatsobligaties van opkomende landen in lokale valuta kunnen profiteren van renteverlagingen aldaar. De daling van de (kern)inflatie stopt wat, maar zet naar verwachting wel door in 2025. Echter vinden we de rentevergoeding van obligaties in lokale valuta ten opzichte van ontwikkelde landen te gering. Ook kunnen valuta onder druk komen door invoertarieven en hogere blootstelling van obligaties in lokale valuta naar Aziatische landen.</p>	

Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
<p>Sinds 2022-2023, toen renteniveaus stegen, is beursgenoteerd vastgoed achtergebleven bij algemene aandelen. Door hogere renteniveaus worden huuropbrengsten relatief minder aantrekkelijk en stijgen rentelasten van vastgoedbedrijven. Sindsdien beweegt de beleggingscategorie sterk mee met renteverwachtingen. Na de eerdere rentestijging sinds medio september, waren rentes in november weer in staat te dalen. De lagere rentes leidden tot een positief rendement voor beursgenoteerd vastgoed, met een wat grotere stijging voor wereldwijd ontwikkeld dan in Europa. Verder geldt dat, behoudens de sector kantoren, leegstand beperkt is. Huurgroei wordt gesteund door inflatie en economische groei. Wij verwachten dat dit doorzet gegeven het beperkte nieuwe aanbod in de vastgoedsector. 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 Europa neutraal gewaardeerd. 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.</p>	
Grondstoffen	Neutraal
<p>In november was de brede grondstoffenindex van Bloomberg nagenoeg onveranderd. Olieprijzen daalden licht, net als prijzen van basismetalen. Ook de goudprijs zette een stapje terug. Koffie en Amerikaans gas werden juist een stuk duurder. 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 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. 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.</p>	

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