



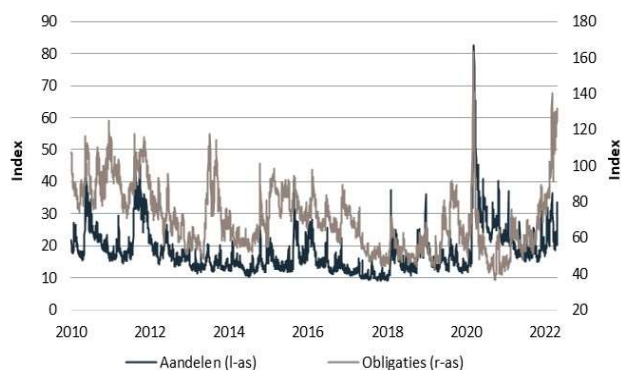
Visie op asset allocatie

OKTOBER 2022

- Rentemarkten onrustig door agressieve centrale banken
- Wereldeconomie koelt verder af
- Voorzichtig beleggingsbeleid gehandhaafd

Het negatieve sentiment dat half augustus financiële markten begon te beheersen, zette zich in september voort. Waarbij de onrust bij staatsobligaties een stuk groter was dan op aandelenmarkten.

Volatiliteit hoger op Amerikaanse obligatiemarkt



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempfen

De redenen zijn genoegzaam bekend. Hoge inflatie, teruglopende groei en agressieve centrale banken hebben een negatieve invloed op het vertrouwen van consumenten, ondernemers en beleggers. Er zijn wel wat lichtpuntjes, maar het negatieve nieuws heeft toch de overhand. En dus waren er voor beleggers weinig mogelijkheden om te schuilen. Op basis van totaalrendementen in lokale valuta verloren aandelen wereldwijd bijna 10%. In Europa was het verlies met 6,3% iets minder groot; de VS gingen met 9,3% onderuit. Obligaties boden nauwelijks bescherming. Staats- en bedrijfsobligaties verloren 3

tot 5%. Vanwege de rentestijgingen had ook vastgoed het zwaar. Wereldwijd was er een verlies van 12%. En waar grondstoffen eerder nog tegen de negatieve trend ingingen, was dat nu ook niet het geval. De Bloomberg index verloor 8,1%.

Wij hebben ons beleggingsbeleid niet gewijzigd. We zijn onderwogen in staatsobligaties, onderwogen in aandelen en overwogen in cash. Aandelenmarkten zijn flink gedaald en het sentiment is zeer negatief. Daarmee vinden we het riskant om nu verder onderwogen te gaan. Vanuit fundamenteel oogpunt vinden we het nog te vroeg om al aandelen te kopen.

Rentes lopen verder op

Rentestijgingen bepaalden het beeld in september.

Kapitaalmarktrentes lopen hard op



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempfen

In de VS steeg de tweejaars rente met 79 basispunten en de tienjaars rente met 64 basispunten. De tienjaars rente in de VS bereikte bijna 4%, een niveau dat we sinds 2008 niet meer hebben gezien. De rentecurve, die al negatief was, vervlakte verder. Waarmee het signaal dat de economie op een recessie afstevent sterker werd. In Duitsland waren de rentestijgingen iets minder groot, 56 basispunten voor de tweejaars rente en 57 basispunten voor de tienjaars, maar toch ook aanzienlijk. Maar onder de grotere geïndustrialiseerde landen spande het VK de kroon. Daar steeg de tweejaars rente met maar liefst 121 basispunten en de tienjaars rente met 130 basispunten. Dat is de grootste maandelijkse rentestijging in decennia.

De reden van al deze rentestijgingen is uiteraard de hardnekkige inflatie en de agressieve toon van centrale banken. Jerome Powell, de baas van de Amerikaanse centrale bank, pookte in augustus het vuurtje al op toen hij liet weten dat de Fed de rente snel zal verhogen om de torenhoge inflatie de kop in te drukken. Zelfs als dat op korte termijn met economische pijn (lees: recessie) gepaard gaat. Een lange tijd van te hoge inflatie veroorzaakt veel meer economische malheur dan renteverhogingen is de achterliggende gedachte.

Hogere beleidsrentes verwacht



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

De Fed verhoogde de rente in september voor de derde maal op rij met 75 basispunten en liet weten nog 150 basispunten aan verhogingen te voorzien tot het eerste kwartaal van volgend jaar. Dat was meer dan markten op dat moment verwachtten. Powell liet ook weten dat zijn boodschap van augustus niet is veranderd en dat de Fed de rente zal

blijven verhogen tot er duidelijke aanwijzingen zijn dat de inflatie daalt.

Ook de ECB verhoogde de rente in september met 75 basispunten. Het basisscenario van de ECB gaat ervan uit dat een recessie kan worden voorkomen, maar tussen de regels door liet ECB-president Lagarde weten het recessie-scenario een gerede kans te geven. Maar zelfs in dat geval zou de ECB de rente voorlopig blijven verhogen. Een hele reeks centrale banken zet inmiddels grote rentestappen om de inflatie te beteugelen.

In het VK kwam daar nog de macro-economische blunder van de kersverse Engelse premier Truss en haar minister van Financiën Kwarteng bovenop. Om geld uit te geven om consumenten te beschermen tegen extreem hoge energieprijzen is wenselijk. Veel landen in Europa doen dit om een zware recessie te voorkomen en armoede bij bepaalde bevolkingsgroepen voor te blijven. Maar om de economie fors aan te jagen met onder andere ongedekte belastingverlagingen, wat de inflatie voedt en waardoor het begrotingstekort hard oploopt, is duidelijk een stap te veel. Door de 'fiscale dwaling' kelderde het pond en liepen rentes zo hard op dat de Bank of England zich genoodzaakt zag in te grijpen op de obligatiemarkt om een financiële crisis te voorkomen.

Fiscale plannen VK leiden tot schok op obligatiemarkt



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

De Bank of England zou bovendien de beleidsrente verder moeten verhogen om de inflatoire effecten van de begrotingsplannen te neutraliseren. Het VK kreeg zelfs een zeldzame draai om de oren van het IMF. Het is een duidelijk signaal hoe financiële markten naar de overheidsbeleidsmakers kijken. De



rentestanden van de zwakkere broeders binnen de eurozone (o.a. Italië) liepen bovengemiddeld op. Door het ingrijpen van de Bank of England en doordat het meest controversiële deel van het plan, het afschaffen van de hoogste schijf van de inkomstenbelasting, werd afgeblazen, keerde de rust enigszins terug

Verwachtingen omtrent het monetaire beleid zijn razendsnel aangepast. De hogere beleidsrentes zouden al in markten verdisconteerd moeten zijn. We denken dat dat voor obligatiemarkten wel grotendeels het geval is. Toch is de hardnekkige inflatie voor ons een reden nog voorzichtig te zijn met vastrentende waarden. Wat betreft aandelen geldt dat de hogere rentes hun invloed nog moeten krijgen op economieën. We denken niet dat dat al volledig is verdisconteerd.

Inflatie blijft hoog

Er zijn tekenen dat de inflatoire druk wat gaat afnemen. Dat zijn de lichtpuntjes die we in de inleiding noemden. Prijzen van veel grondstoffen, waaronder olie en basismetalen, zijn gedaald.

Lichtpuntjes ten aanzien van inflatie



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Problemen in productieketens beginnen af te nemen. In Taiwan en Korea, epicentra van de mondiale chipindustrie, is het vertrouwen onder producenten laag. Zij zien minder gunstige vooruitzichten voor de uitvoer en oplopende voorraden. Ook orders staan onder druk. Dat betekent dat tekorten aan chips beginnen af te nemen.

In de VS zal de inflatie de komende maanden vooral gaan dalen door het effect van lagere olie- en

benzineprijzen, mits olieprijsen niet weer gaan stijgen. De kerninflatie, die energie- en voedselprijzen niet meeneemt en belangrijker is voor het rentebeleid van de Fed, zal echter nog wel hoog blijven. Maar ook daar ligt wat verlichting in het verschiet. De snel afkoelende huizenmarkt heeft een temperend effect op woningprijzen en huren. Juist de component woonkosten heeft een aanzienlijk opwaarts effect op de kerninflatie. Maar voor dat deze daling van huizenprijzen en huren tot een ommekeer leidt in kerninflatie, zal nog even duren. Voor de Fed is het nog veel te vroeg om een kalmere toon aan te slaan. Net als andere centrale banken kijkt de Fed op het moment vooral in de achteruitkijkspiegel in plaats van vooruit. Het wil eerst bewijs zien dat de inflatie daalt. Aangezien monetair beleid met vertraging inwerkt op de economie, is er een gerede kans dat de Fed doorschiet met haar renteverhogingen.

In de eurozone schoot de inflatie in september naar 10% en de kerninflatie naar 4,8%. In Duitsland kwam het cijfer volgens de methode van Eurostat uit op 11% en in Nederland op een weliswaar wat vertekende, maar toch ongekende 17%. In de eurozone is het gat tussen de totale inflatie en de kerninflatie groter dan in de VS. Een groter deel van de totale inflatie wordt dus veroorzaakt door voedsel- en energieprijzen (vooral energieprijzen). Dat vergroot ook het potentieel voor snelle inflatiedaling in de eurozone. Toch verwachten we dat niet, vanwege de hoge gas- en elektriciteitsprijzen. Ook voor de ECB is er dus nog werk aan de winkel.

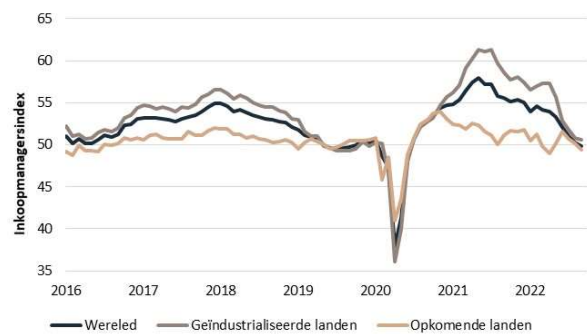
In het VK lag de inflatie in augustus op 10%. Ook daar is voorlopig nog geen sprake van een mildere centrale bank. De fiscale plannen van de overheid drukken weliswaar de inflatie op korte termijn door maximering van energieprijzen, maar het stimulerende fiscale beleid zal de Bank of England juist aanzetten tot meer renteverhogingen.

Wereldeconomie koelt af

De wereldeconomie koelt steeds verder af. Dat werd in september duidelijk uit de inkoopmanagersindices voor de industrie. In meer dan de helft van de 34 landen waar deze indices voor bestaan, werden inkoopmanagers somberder. En in 21 landen staat de index lager dan 50, wat duidt op krimp of op zijn minst afnemend groeimomentum. In de eurozone

daalden ook de Economic Sentiment Index, het consumentenvertrouwen en de Duits Ifo-Index naar niveaus die duiden op een recessie. Gezien de sterk negatieve koopkracht en de problemen in de industrie zou dat best een flinke recessie kunnen zijn. Maar de krappe arbeidsmarkt zal bedrijven toch enigszins terughoudend doen zijn met het ontslaan van personeel. Bovendien is de fiscale steun weer groot. Vooral de maximering van energieprijzen voor consumenten en soms ook kleine bedrijven beperkt de negatieve impact.

Afnemend vertrouwen in de industrie



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

In de VS duiden de sterk negatieve rentecurve en de daling van de samengestelde voorlopende indicator op een recessie. Maar de sterke arbeidsmarkt, groei in de dienstensector en stijgende inkomens maken de dreiging wel minder acuut. Sinds de piek in juni zijn benzineprijzen met ruim 25% gedaald. Dat heeft een positief effect op het consumentenvertrouwen. Toch zijn Amerikaanse consumenten terughoudend. In augustus stegen het reëel beschikbaar inkomen en de consumptie beide met een bescheiden 0,1% ten opzichte van juli. Maar op jaarbasis lag het reële inkomen 4,5% lager en de consumptie 1,8% hoger. Herziene cijfers tonen aan dat consumenten hun besparingen uit de coronaperiode nu aanwenden om hun consumptie op peil te houden. Met het lage consumentenvertrouwen lijkt het erop dat ook de Amerikaanse consument het lastig heeft. De besparingen van de Amerikanen lopen snel terug. Dus stijgende reële inkomens zijn ook voor de VS van belang.

In opkomend markten zien we divergentie tussen grondstoffenexporteurs en -importeurs. Vooral in industrieel geïntendeerde landen in Noordoost-Azië

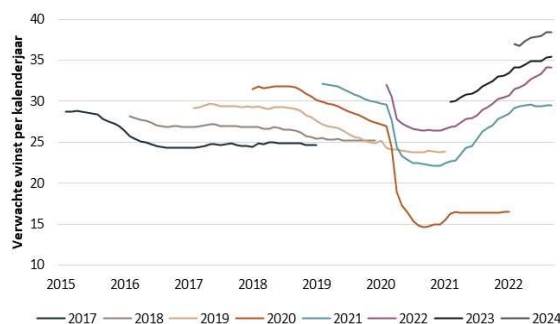
en Oost-Europa die grondstoffen importeren, staat de groei sterker onder druk.

Onze visie op de wereldeconomie is niet veranderd. We gaan uit van een recessie in Europa, vooral vanuit de consument. Voor de VS voorzien we pas later een recessie, veroorzaakt door krapere financiële condities, zoals hogere rente, wijdere risico-opslagen en de dure dollar. En bij zulke zwakte in deze twee grote regio's en de problemen in China, valt van opkomende markten ook niet al te veel te verwachten. Door zulke economische zwakte zal de inflatie wel gaan dalen. Maar centrale banken vinden de inflatie nog veel te hoog. Bovendien hebben ze net een fout gemaakt door de inflatoire druk enorm te onderschatten, dus een draai zal niet snel gemaakt worden.

Winstverwachtingen te rooskleurig

Voor 2023 verwachten analisten 7,3% winstgroei in de VS en 3,6% in Europa. Tot zover dit jaar zijn de winstverwachtingen in de VS iets naar beneden bijgesteld. In Europa heeft juist een opwaartse herziening plaatsgevonden. Dat lijkt opmerkelijk gezien de verslechterende economische vooruitzichten in Europa, maar komt vooral doordat de gerealiseerde winsten hoger uitvallen dan gedacht. Met die hogere basis gaan dan ook de verwachtingen omhoog. Het *niveau* komt dus hoger te liggen, maar doordat de verwachtingen minder snel toenemen, neemt de verwachte *winstgroei* wel degelijk af. Aan het begin van het jaar werd nog een groei van 8,1% verwacht voor Europese winsten voor 2023.

Winstverwachtingen Europa te positief



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen



De wisselkoers speelt hier ook een belangrijke rol. Bij een sterkere dollar worden winsten van Europese bedrijven die in dollars worden behaald, omgerekend in euro's meer waard. En de dollar is dit jaar al 14% geapprecieerd ten opzichte van de euro. Er bestaat een sterk verband tussen de relatieve winstdynamiek in de VS ten opzichte van Europa en de wisselkoers. Bij een sterke dollar is de winstdynamiek in Europa relatief sterk en bij een zwakke dollar die van de VS. Maar de dollar zal niet voortdurend blijven appreciëren, dus we voorzien dat dit positieve effect voor Europa zal wegvallen.

Een andere reden voor de nog positieve winstverwachtingen is de inflatie. Hoge inflatie leidt tot hoge nominale groei en daarmee hoge nominale omzetgroei. Dat zou moeten leiden tot hoge winstgroei. Nou blijkt uit historische analyse dat het positieve verband tussen inflatie en winstgroei vooral bestaat als ook de reële groei positief is. Oftewel als producten of diensten niet alleen duurder worden, maar er ook meer wordt verkocht. Als de reële groei negatief wordt en bedrijven dus minder producten verkopen, wordt het veel moeilijker om marges, omzetten en winsten op peil te houden. Vaste kosten kunnen immers niet snel worden aangepast. Wij verwachten negatieve reële groei. Daarom vinden we de huidige winstverwachtingen nog te rooskleurig.

Beleggingsbeleid ongewijzigd

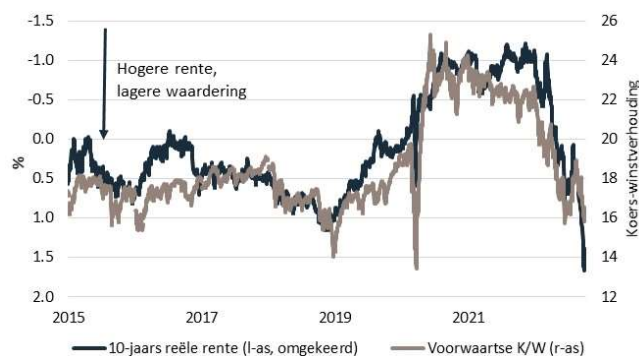
Met de forse neerwaartse marktbevingen op aandelenmarkten zit er al veel meer slecht nieuws ingeprijsd. Op basis van verschillende waarderingsmaatstaven noteren Europese aandelen al stevig onder het historische gemiddelde. Dat geldt ook voor Japanse aandelen en nog het meest voor aandelen uit opkomende markten. Zelfs Amerikaanse aandelen zijn op basis van de historie van de afgelopen twintig jaar niet meer echt duur te noemen. De discount van Europese aandelen ten opzichte van Amerikaanse aandelen is enorm. Op basis van de verwachte koers-winstverhouding zijn Europese aandelen ruim 30% goedkoper dan Amerikaanse. Gemiddeld door de tijd is dat 15%.

Nou is waardering geen reden om op tactische basis te kopen of te verkopen. Sentiment kan dat wel zijn, hoewel we hier over het algemeen terughoudend mee zijn. Het sentiment op aandelenmarkten is op dit moment negatief. Dat blijkt uit enquêtes onder

beleggers, de verhouding tussen uitstaande call- en putopties, positionering in aandelenfutures en de positionering van hedgefondsen en asset allocatiefondsen. Veel aandelenmarkten zijn ook *oversold*. We zien dit niet als signalen om al aandelen te kopen, maar het is wel een risico voor onze onderwogen positie. Een klein beetje positief nieuws, bijvoorbeeld in de vorm van lagere inflatie of lagere rentes, kan tot een opleving van de koersen leiden.

Maar het belangrijkste is dat we fundamenteel negatief zijn over aandelen. Hoge inflatie, oplopende rentes, afzwakkende groei en te hoge winstverwachtingen zijn de redenen dat we vasthouden aan onze onderwogen positie in aandelen.

Waardering Amerikaanse aandelen onder druk door hogere rente



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Ook bij obligaties zijn de waarderingen door de stijgende rentes en dus dalende prijzen verbeterd. Risico-opslagen zijn zodanig opgelopen naar niveaus die passen bij lage groei. Maar in het geval van een recessie kunnen de risico-opslagen nog wel verder oplopen. En als we de risico-opslagen vergelijken met de onderliggende rentes op staatsobligaties, dan is er een stuk minder verbetering in de waarderingen zichtbaar. Voor staatsobligaties zou een groot deel van de renteverhogingen van centrale banken wel verdisconteerd moeten zijn. Toen we onze aandelenpositie in de VS in augustus verkleinden, hebben we Amerikaanse staatsobligaties gekocht. Overigens met relatief korte looptijden om het negatieve effect van eventueel verder oplopende rentes te beperken.

Gedurende het jaar hebben we ons beleggingsbeleid in een aantal stappen voorzichtiger gemaakt. We hebben onze positie in Europese high yield bedrijfsobligaties en in grondstoffen verkocht, zijn eerst onderwogen gegaan in Europese aandelen en later ook in Amerikaanse aandelen. We zijn al geruime tijd onderwogen in staatsobligaties en hebben als gevolg een hoge cashpositie.



Marktoverzicht

Aandelen				
	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereldwijd (MSCI AC)	894	-4.1%	-3.1%	-22.9%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	2512	-3.6%	-2.2%	-22.3%
Opkomende markten (MSCI EM)	894	-8.1%	-10.0%	-27.5%
Verenigde Staten (S&P500)	3791	-3.4%	-0.9%	-20.5%
Eurozone (EURO STOXX 50)	3484	-1.7%	0.9%	-18.9%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7086	-2.7%	-2.0%	-4.0%
Japan (Topix)	1907	-1.2%	2.0%	-4.3%
Nederland (AEX)	670	-1.3%	1.5%	-16.1%
Staatsobligaties (10-jaar)				
	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	3.63	44	75	212
Japan	0.22	-2	-1	15
Duitsland	1.87	35	54	205
Frankrijk	2.46	31	54	226
Italië	3.87	7	228	282
Nederland	2.19	34	49	222
Verenigd Koninkrijk	3.88	96	168	290
Bedrijfsobligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	153	8	-7	61
Eurozone	220	15	3	125
Hoogrentende obligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	509	16	-69	226
Eurozone	623	38	-29	305
Opkomende markten (USD)	543	32	-5	174
Opkomende markten (Lokale valuta)	336	-22	-75	-110
Vastgoed				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereld		-9.2%	-7.2%	-19.6%
Noord-Amerika		-7.9%	-5.1%	-17.6%
Europa		-15.0%	-13.9%	-40.6%
Grondstoffen				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Bloomberg index		-2.6%	-0.5%	17.9%
Basismetalen		1.8%	-2.7%	-16.1%
Brent olie (USD per vat)	91.80	0.0%	-11.3%	25.2%
Goud (USD per troy ounce)	1731	1.0%	-1.9%	-5.4%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 5 oktober 2022

Bron: Bloomberg



Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Negatief
<p>Hardnekkige inflatie, agressieve centrale banken, hogere rentes en afnemende groei zetten aandelen fors lager in september. Aandelen uit Europa, Pacific en opkomende markten zijn goedkoop. De waardering van Amerikaanse aandelen is neutraal. Toch staan waarderingen nog boven niveaus die gangbaar zijn tijdens recessies. We verwachten een recessie in Europa en, later, in de VS en daarmee ook zwakke groei in opkomende markten. Waarderingen en winstverwachtingen zijn hierop naar onze mening nog niet voldoende aangepast. We houden daarom vast aan onze onderweging in Amerikaanse en Europese aandelen. Het sentiment op aandelenmarkten is zeer negatief en beleggers hebben gemiddeld genomen lage positioneringen in aandelen. Vanuit contrair oogpunt is dat positief voor aandelen. Maar we denken dat de negatieve fundamentele factoren de komende tijd nog de overhand zullen hebben.</p>	
Staatsobligaties	Negatief
<p>Rentemarkten zijn uitzonderlijk volatiel. Centrale banken geven aan rentes sneller te willen verhogen dan verwacht, waardoor rentes over het hele spectrum omhoog gaan. De aankondiging van sterk stimulerende fiscale plannen in het VK, waar de centrale bank de economie juist probeert af te koelen, leidde zelfs tot recordstijgingen in lange rentes. Maar over het algemeen gaat de stijging aan de korte kant harder dan aan de lange, waardoor rentecurves vervlakken. Toch tonen rentemarkten ook aan dat langere termijn inflatieverwachtingen niet uit de hand lopen. Met een sterke groeivertraging in het vooruitzicht denken we dat de grootste stijging van renteverwachtingen en rentes achter de rug is. Toch zijn we nog voorzichtig. Centrale banken kijken vooral in de achteruitkijkspiegel naar de torenhoge inflatie. We houden onze positionering daarom laag en in relatief korte looptijden, wat het renterisico verkleint.</p>	
Bedrijfsobligaties investment grade	Neutraal
<p>Met het negatieve sentiment op financiële markten stegen risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties in september. In de VS met 19 basispunten en in de eurozone met 23 basispunten. De beweging in onderliggende rentes op staatsobligaties was een stuk groter, waardoor de rente op investment grade bedrijfsobligaties in de VS opliep tot 5,6% en in de eurozone tot 4,2%. Dergelijke renteniveaus zijn aantrekkelijk vanuit historisch perspectief. In de VS ligt het ook boven het dividendrendement op aandelen, hoewel dat enigszins vertekend is aangezien Amerikaanse bedrijven een relatief groot deel aan kapitaal teruggeven aan beleggers via aandeleninkoop. We houden vast aan een neutrale weging, vanwege het verkrappende monetaire beleid en de grote kans op recessies. Risico-opslagen staan nog niet op niveaus die passen bij recessies. Wanbetalingen zijn nog laag, maar die zullen ook oplopen als het economische tij tegen gaat zitten.</p>	
Bedrijfsobligaties high yield	Neutraal
<p>Bij high-yield bedrijfsobligaties liepen risico-opslagen in de VS fors op met 68 basispunten en in de eurozone met 71 basispunten. Met de oplopende rente op onderliggende staatsobligaties bereikte de rente op high-yield bedrijfsobligaties in de VS ruim 9% en in de eurozone ruim 8%. Dat klinkt aantrekkelijk, maar recessies zijn ook in deze markt nog niet geheel verdisconteerd. In een recessie lopen risico-opslagen in deze categorie gemakkelijk op tot 1000 basispunten. In de VS stonden we eind september op 552 basispunten, in de eurozone op 649 basispunten. Hoewel een negatief scenario met afnemende groei en hoge inflatie voor een groot deel is ingeprijsd, zien we ook neerwaartse risico's, zoals lagere winstgroei en oplopende wanbetalingen. Herfinanciering van leningen, die gemiddeld genomen kortere looptijden hebben dan bij investment grade, wordt voor bedrijven ook beduidend duurder.</p>	
Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
<p>Genoteerd vastgoed staat bekend als een defensieve sector binnen aandelen. Bovendien hebben de kasstromen voor een deel een koppeling met inflatie. Oplopende rentes vormen echter wel een risico voor deze beleggingscategorie, ook relatief ten opzichte van algemene aandelen. De hoop op een minder strak monetair beleid is in augustus en september vervlogen en rentestanden in ontwikkelde markten staan weer hoger dan aan het begin van de zomer. Hierdoor is ook het herstel van genoteerd vastgoed van gedurende de zomer ongedaan gemaakt. Europees genoteerd vastgoed is zelfs gedaald onder niveaus van de coronacrisis. De daling zat met name in de meer rentegevoelige sectoren (logistiek en woningen), maar ook in de meer cyclische sectoren (kantoren en winkels). De waardering van genoteerd vastgoed is gedaald, waardoor we de categorie niet langer als duur zien. Europa is inmiddels goedkoop ten opzichte van algemene Europese aandelen. Los van onzekerheden over groei, hebben oplopende rentes flink impact gehad op de koersen van genoteerd vastgoed. Zodra de rentedruk afneemt, kan genoteerd vastgoed herstellen. Het is echter nu nog te vroeg voor een draai van centrale banken.</p>	
Staatsobligaties opkomende markten	Neutraal
<p>In september nam, gedreven door de onrust op obligatiemarkten in ontwikkelde markten, de rentevergoeding op staatsobligaties uit opkomende markten genoteerd in dollars maar liefst 1,2% toe, waarvan 55 bps door een stijging van de risico-opslag. Voor obligaties in lokale valuta steeg de rentevergoeding 40 bps. Een rente van meer dan 9% en 7% voor obligaties in dollars en in lokale valuta is op zich aantrekkelijk. Temeer daar de economieën van deze landen op een aantal punten zijn verbeterd. Bovendien hebben centrale banken in opkomende landen tijdig de rente verhoogd toen inflatie opliep. Echter zijn staatsobligaties uit opkomende landen kwetsbaar voor een duurdere dollar, krappere financiële condities en afnemende wereldwijde groei (onder andere in China). Schulden van opkomende landen zijn over het algemeen hoog. Inflatie is ook in opkomende landen hoog, maar neemt recent wat af (o.b.v. middeling op een 3-maands horizon). Verlichting van de druk kan ontstaan wanneer centrale banken, met name de Fed, een minder krap monetair beleid gaan voeren. Dit is echter nog niet aan de orde.</p>	



Grondstoffen

Neutraal

Vooral door de daling van olieprijsen met zo'n 10% in september, daalde de grondstoffenindex. Doordat basismetalen een verlies van 4,4% noteerden, prijzen van landbouwproducten met 1,7% daalden en goud met 2,9%, verloor de totale index 8,3%. De daling van grondstoffenprijzen is direct gerelateerd aan de afkoelende wereldeconomie. Vooral China's grondstoffenhonger is door de coronalockdowns en de vastgoedcrisis flink gestild. Onzeker tijden zouden normaal gesproken moeten leiden tot een hogere goudprijs, maar de sterke rentestijging, vooral reële rentes, staat zo'n stijging in de weg. Europese gasprijzen daalden met 27% in september, doordat vulling van de gasvoorraden sneller ging dan verwacht. Maar €170 per MWh begin oktober is nog altijd een niveau dat veel pijn veroorzaakt bij gezinnen en bedrijven. En op middellange termijn blijft de gasvoorziening in Europa uitdagend. Doordat Rusland minder grondstoffen levert vanwege sancties, kan er snel krapte op markten ontstaan. Maar daarvoor moet de wereldeconomie wel aantrekken, terwijl die nu juist vertraagt. Dat er nu minder krapte is op grondstoffenmarkten blijkt ook uit de afgenomen backwardation. Spotprijzen liggen nog wel hoger dan future contracten, maar in minder mate dan in het recente verleden. Dat maakt grondstoffen minder interessant als belegging.

JOOST VAN LEENDERS

Senior beleggingsstrateeg

joost.vanleenders@kempen.nl

06 8283 1189



VAN LANSCHOT KEMPEN ASSET RESEARCH & COMMUNICATION:

Yaela van Raalte – Hoofd ARC

Michel Iglesias del Sol – Hoofd investment strategy

Robert de Groot – Hoofd investment research en communicatie

Maarten van der Pas – Hoofd editorial desk

Alastair Greenlees – Hoofd investment strategy UK

Arif Saad – Hoofd investment strategy UK

Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg

Duco Smit – Senior beleggingsstrateeg

Jorn Veeneman – Beleggingsstrateeg

Mees Vlasveld – Beleggingsstrateeg

Jack Horvest – Investment Specialist

Ellen Engelhart – Specialist obligaties

Bob Stroeken – Specialist aandelen

Tim Verhagen – Specialist aandelen

Effi Bialkowski – Specialist beleggingsfondsen

Bas Kooman – Investment writer



DISCLAIMER

De informatie die is opgenomen in deze publicatie is uitsluitend bestemd voor algemene doeleinden. Deze publicatie is geen aanbod en u kunt aan deze publicatie geen rechten ontleen. Bij de totstandkoming van deze publicatie hebben wij de grootst mogelijke zorgvuldigheid betracht bij de selectie van externe bronnen. Wij kunnen niet garanderen dat de informatie van deze bronnen die in deze publicatie is opgenomen juist en volledig is of in de toekomst zal blijven. Wij aanvaarden geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. Wij zijn niet verplicht de informatie die we hebben opgenomen in deze publicatie te actualiseren of te wijzigen. Alle rechten ten aanzien van de inhoud van de publicatie worden voorbehouden, inclusief het recht van wijziging.

OVERIGE INFORMATIE

Van Lanschot Kempen NV is statutair gevestigd aan de Hooge Steenweg 29, 5211 JN te 's-Hertogenbosch, KvK 's-Hertogenbosch nr. 16038212 met btw-identificatienummer NL0011.45.770.B01, is als bank geregistreerd in het Wft-register en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank NV (DNB), Postbus 98, 1000 AB Amsterdam, en de Autoriteit Financiële Markten (AFM), Postbus 11723, 1001 GS Amsterdam.

Eventuele klachten kunt u richten aan Van Lanschot Kempen NV of de afdeling Klachtenmanagement van het hoofdkantoor, Postbus 1021, 5200 HC 's-Hertogenbosch.