



Visie op Asset Allocatie

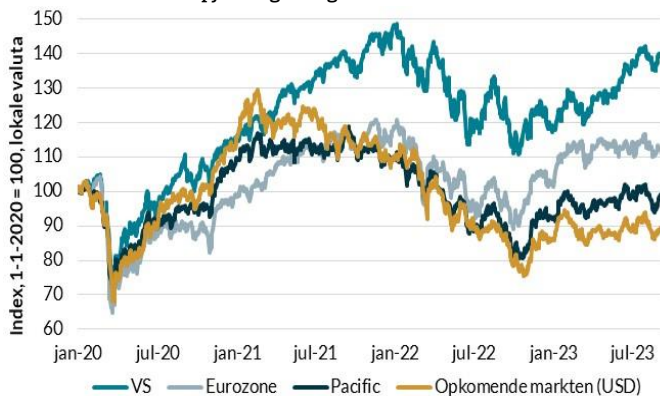
september 2023

- Economische vooruitzichten blijven mager
- Inflatie daalt, maar renteverlagingen nog niet in zicht
- Rentegevoeligheid portefeuille opgehoogd

Augustus was voor financiële markten een rustige maand. Maar voor beleggers was er weinig plezier te beleven aan de brede beleggingscategorieën. Aandelen noteerden lichte verliezen, de wereldwijde index van MSCI ging 3,0% achteruit in lokale valuta. Het verlies was met 6,4% het grootst in opkomende markten en met 1,8% het kleinst in de VS. De eurozone noteerde een verlies van 3,2%, het VK van 3,4%.

noteerden allemaal verliezen. Inflatie- en renteverwachtingen zijn nog steeds dominante thema's op financiële markten. De verwachting dat beide gaan dalen houdt risicovolle beleggingen op de been. Maar wij denken dat economische groeivertraging nog roet in het eten kan gooien. We handhaven daarom ons voorzichtige beleggingsbeleid.

Aandelen doen een stapje terug in augustus



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

De Amerikaans tienjaarsrente liep licht op, wat leidde tot een marginaal negatief rendement op deze staatsobligaties. In Duitsland was de tienjaarsrente nagenoeg onveranderd, waardoor de rentevergoeding tot een miniem positief rendement leidde. Stijgende rentes en oplopende kredietopslagen speelden bedrijfsobligaties parten, maar de relatief hoge rentevergoedingen op high yield bedrijfsobligaties zorgden voor een positief rendement, vooral in de VS. Obligaties uit opkomende markten, beursgenoteerd vastgoed en grondstoffen

Zorgen over eurozone en China houden aan

De economie van de eurozone kwakkelde al een tijd. Per saldo geen groei in het vierde kwartaal van vorig jaar en het eerste kwartaal van dit jaar en een opwaarts vertekende groei in het tweede kwartaal. En aan dat kwakkelen lijkt voorlopig geen einde te komen. Consumenten hebben nog altijd te maken met relatief hoge inflatie. Na een redelijk eind te zijn opgekrabbeld van september 2022 tot juli dit jaar, daalde het consumentenvertrouwen weer wat in augustus. Gecorrigeerd voor inflatie daalden de detailhandelsverkopen in juli. De gevolgen van het verkrappende monetaire beleid van de ECB worden steeds duidelijker zichtbaar. De geldhoeveelheid daalt in recordtempo, wat een indicatie geeft van afnemende consumptieve bestedingen en bedrijfsinvesteringen. De groei van de kredietverlening is vrijwel stilgevallen. Het vertrouwen onder ondernemers is laag. De inkoopmanagersindex voor de industrie steeg weliswaar iets in augustus, maar staat op een zeer laag niveau. De index voor de dienstensector dook naar een niveau dat ook voor deze sector duidt op krimp. Ook de Economic Sentiment en de Duits Ifo-index daalden verder. Kortom, er lijkt niet snel een einde te komen aan het kwakkelen van

de economie van de eurozone. In het VK daalde zowel de inkoopmanagersindex in de industrie als die in de dienstensector. Beide wijzen op krimp.

Inkoopmanagersindices eurozone wijzen op krimp



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Hoewel de herziene groei de afgelopen kwartalen in het VK iets hoger was dan in de eurozone, is de situatie vergelijkbaar: hoge inflatie en krap monetair beleid zetten een flinke rem op de economie.

Ook in China wil het niet vlotten met de groei. In het tweede kwartaal kwam de economie nauwelijks van zijn plaats ten opzichte van het eerste. Vooral de consument laat het afweten. En dat wordt weer veroorzaakt door de crisis op de vastgoedmarkt. Eerder dit jaar stabiliseerden de verkopen van woningen, na dalingen tot bijna 30% in 2022, maar recent daalden ze toch weer verder. Ook prijzen dalen en vanwege de kopersstaking is ook de bouw ingestort. Dit alles heeft geleid tot een sterke daling van het consumentenvertrouwen en detailhandelsverkopen die al ruim twee jaar nauwelijks groeien. Recent kondigde de overheid maatregelen aan die de woningverkopen zouden moeten stimuleren. Zo zijn hypotheekrentes wat verlaagd en hoeft er in sommige steden minder te worden aanbetaald voor nieuwe woningen. Ook kreeg een van de grootste projectontwikkelaars van China uitstel van rentebetalingen op een obligatielening. Dit leidde tot enthousiasme op Chinese aandelenbeurzen, maar hiermee lijkt het structurele probleem niet opgelost. Afgelopen jaren leken woningen een gouden investering, maar van dat vertrouwen is weinig meer over. Nu de Chinese bevolking niet meer groeit, dreigt een overschot aan woningen. Met de crisis in de vastgoedsector en minder vraag uit het buitenland naar Chinese producten staan ook bedrijfsinvesteringen onder druk. Naast maatregelen gericht op de woningmarkt hebben Chinese autoriteiten ook rentes en reserveverplichtingen verlaagd, maar niet zodanig dat dit de groei snel zal aanjagen.

Voor groei moeten we nog steeds vooral naar de VS kijken. Ook in juli durfden consumenten hun portemonnee te trekken, wat een goed begin is voor het derde kwartaal. Of

ze dat volhouden is de vraag. Het vertrouwen onder consumenten daalde namelijk in augustus. Hogere rentes, een zwakke huizenmarkt en een afkoelende arbeidsmarkt eisten hun tol. Bovendien werd de sterke consumptiegroei voor een groot deel gefinancierd met spaargeld. De spaarquote daalde daarmee tot een onhoudbaar laag niveau. Bovendien zal een aanzienlijk deel van de Amerikaanse consumenten binnenkort weer rente en aflossing gaan betalen over hun studieschulden. Dat was vanwege de coronapandemie tijdelijk stopgezet. Aangezien het in sommige gevallen om significante bedragen gaat, zal dat merkbaar zijn in minder consumptie. De arbeidsmarkt biedt nog steeds steun aan consumenten. In juli was het reële beschikbare inkomen 3,8% hoger dan in dezelfde maand een jaar eerder. Dat komt deels door de krappe arbeidsmarkt. Maar die koelt gestaag af: minder vacatures, minder werknemers die vrijwillig hun baan opzeggen en minder nieuwe banen. In juli steeg de werkloosheid naar het hoogste niveau sinds februari vorig jaar, maar dat kwam vooral doordat meer mensen zich aanmeldden op de arbeidsmarkt op zoek naar een nieuwe baan. Op zich geven de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt aanleiding te geloven in een zachte landing, al zien wij de toekomst iets somberder in. Aan de bedrijvenkant zien we afnemend vertrouwen en het stilvallen van de groei van orders voor kapitaalgoederen.

Ondernemersvertrouwen en orders VS wijzen op lage investeringsgroei



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

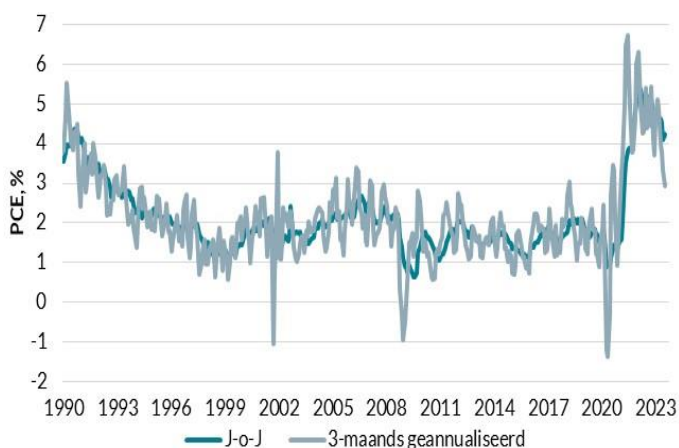
En net als in Europa is het krappe monetair beleid zichtbaar in dalende geldhoeveelheden en dalende kredietverlening.

Inflatie daalt het snelst in de VS

Kijkend naar de meest gebruikelijke cijfers over inflatie, de verandering van de prijzen in de afgelopen twaalf maanden, dan is de inflatie in de VS nog hoog, vooral de onderliggende inflatie. Het totale inflatiecijfer volgens de CPI-index kwam in juli uit op 3,3%. De PCE-index, waar de Fed vooral naar kijkt, stond op exact hetzelfde niveau. De

sterke dalingen in de afgelopen maanden komen vooral door dalende energierijzen. Prijzen voor autobrandstoffen waren in juli 20% lager dan een jaar eerder. Exclusief voedsel en energie noteerde de CPI-index in juli 4,7% en de PCE-index 4,2%. Beide beduidend lager dan de pieken in 2022, maar nog ver boven het doel van de Fed van 2%. Maar deze cijfers slepen twaalf maanden aan data mee, waaronder de nog sterke inflatie eind-2022 en begin dit jaar. De afgelopen maanden is duidelijk lagere inflatie te zien. Op 3-maands basis staat de kerninflatie volgens beide indices rond de 3%.

Inflatie VS daalt



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

En ook alternatieve maatstaven om de onderliggende inflatie te meten hebben recent dalingen laten zien. Het ligt allemaal nog boven het doel van de Fed, maar het gaat de goede kant op. De recente stijging in olieprijsen kan de totale inflatie weer wat opdrijven, maar zolang dat de onderliggende inflatie niet beïnvloedt, kan de centrale bank daar doorheen kijken.

Ook in de eurozone en het VK zijn de inflatiecijfers nog hoog. In augustus bedroeg de totale inflatie en de kerninflatie in de eurozone 5,3%; in het VK respectievelijk 6,8% en 6,9%. In de eurozone en het VK worden de cijfers niet gecorrigeerd voor seizoensinvloeden, waardoor de maandelijkse veranderingen lastiger te interpreteren zijn. In de eurozone liggen de maandelijkse inflatiecijfers de afgelopen maanden wel iets minder boven hun langjarige gemiddelden, wat erop duidt dat de inflatiedruk wat afneemt. Maar sterke loongroei zal de ECB nog wel zorgen baren. In het VK is de inflatie hardnekkiger. Ook in juli was de kerninflatie op maandbasis nog beduidend hoger dan op basis van het langjarig gemiddelde zou mogen worden verwacht.

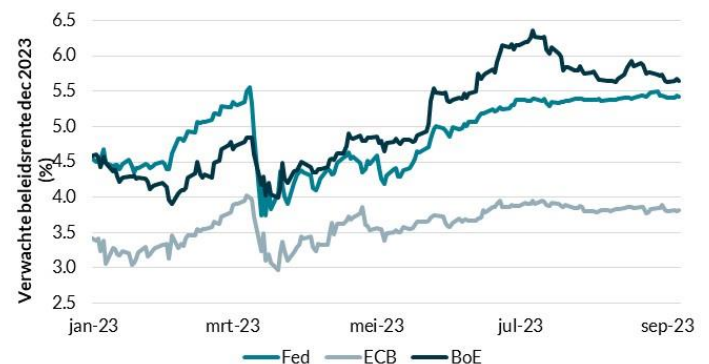
Een land wat totaal geen inflatieprobleem heeft is China. De totale inflatie was daar in juli negatief, -0,3%. Ook exclusief voedsel en energie was de inflatie met 0,8% laag.

Het tekent de zwakte van de Chinese economie, maar biedt ook ruimte voor monetaire stimulering.

Kunnen centrale banken voor een verrassing zorgen?

Vorige maand schreven we al dat de renteverhogingen in juli zomaar eens de laatste in deze cyclus kunnen zijn geweest. In augustus waren er geen rentevergaderingen van de Fed, de ECB of de Bank of England. En verwijzingen naar het toekomstige monetaire beleid boden geen duidelijke aanknopingspunten. Centrale bankiers hielden zich redelijk op de vlakte en daarmee alle opties open. De trend in de inflatie in de VS die we hierboven beschreven kan voor de Fed aanleiding zijn in september wederom te pauzeren. Ook de afkoelende arbeidsmarkt kan daarvoor een reden zijn. De nog hoge loongroei van meer dan 4% kan een reden zijn de rente verder te verhogen. Maar de *nominale* BBP-groei is al sterk afgenomen. In 2022 bedroeg die groei gemiddeld ruim 7% per kwartaal, in het tweede kwartaal van dit jaar nog 4,1% op jaarbasis. Met een beleidsrente die hoger ligt dan de nominale groei, is het monetaire beleid al restrictief. Dat kan de Fed weerhouden van verdere renteverhogingen. Markten verwachten geen renteverhogingen meer van de Fed.

Geen verdere renteverhogingen verwacht voor Fe en ECB



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Voor de ECB werd in juli nog verwacht dat de rente in september nog een keer verhoogd zou worden. Maar dat is inmiddels niet meer het geval. De aanleiding voor de getemperde verwachtingen lijkt ons niet zozeer in de inflatiecijfers te liggen, maar meer in de zwakke economische en vertrouwensindicatoren. Dat tekent de lastige situatie voor de ECB: de inflatie is te hoog, de lonen stijgen te snel, maar de economie is zwak. Vanwege de nog hogere inflatie dan in de VS is de nominale BPP-groei minder sterk gedaald. Een renteverhoging in september is mogelijk, maar lang geen zekerheid. Wat dat betreft is de positie van de Bank of England duidelijker. Met een iets minder zwakke economie en hogere inflatie is de BoE nog

niet klaar met het verhogen van de rente. Een renteverhoging in september is vrij zeker, mogelijk gevolgd door een laatste verhoging in november. Daarmee zou de nu verwachte piek in de rente van 5,5% wel 75 basispunten lager liggen dan eerder werd verwacht.

Kunnen centrale banken gaan verrassen met snelle renteverlagingen? Die kans is voor de Fed wat groter geworden om twee redenen. Ten eerste heeft de dalende trend in de inflatie ingezet. Ten tweede zijn verwachtingen voor renteverlagingen vanwege de meevallende economische groei naar achter geschoven. Waar eerder door markten de eerste renteverlaging vier maanden na de laatste verhoging werd voorzien, is dat nu bijna een jaar. Dat is wat ons betreft een stuk realistischer, maar biedt ook ruimte voor een verrassing als de Fed de rente eerder verlaagd. Wij denken dat dat dan wel gepaard zou gaan met een sterke verzwakking van de economie. Voor de ECB worden geen renteverlagingen voorzien in de komende twaalf maanden. Ook hier is het best mogelijk dat de ECB eerder verlaagt dan nu verwacht. Voor het VK, waar de rente eerst verder zal worden opgetrokken, zijn renteverlagingen voorlopig nog niet aan de orde.

Winstdaling VS, groei Europa

Het cijferseizoen over het tweede kwartaal zit erop. Er is een grote discrepantie te zien tussen de VS en Europa. In de VS daalden de winsten met 5,8% ten opzichte van het tweede kwartaal van vorig jaar. In Europa was juist een winststijging te zien van 7,1%. Voor beide regio's waren deze uitkomsten beter dan verwacht, waarbij de meevaller in Europa groter was. In Europa waren de beter dan verwachte uitkomsten veel sterker geconcentreerd dan in de VS. In de VS wist bijna 80% van de bedrijven de verwachtingen te overtreffen, in Europa slechts 50%. In Europa nam de financiële sector verreweg het grootste deel van de winststijging voor zijn rekening. Met hogere rentes konden banken hun rentemarges ophogen, terwijl er niet al te veel aan de stroppenpotten werd toegevoegd. In Europa werd de winstgroei gerealiseerd ondanks dalende omzetten, maar hierbij is het beeld ook vertekend door de financiële sector. In de VS viel de omzetgroei vrijwel stil.

Ondertussen worden winstverwachtingen in de VS weer naar boven bijgesteld, na afwaarderingen tot in maart. In Europa zijn winstverwachtingen vrijwel continu verhoogd sinds het dieptepunt in juli 2020. Daarmee is vooral in Europa de ontwikkeling van de STOXX-aandelenindex meer in lijn gekomen met de winstverwachtingen. Dat is ook in de VS het geval, hoewel daar nog meer optimisme zit ingeprijsd. Wij bekijken de toenemende winstverwachtingen met enige scepsis. Ten eerste daalt de

nominale groei snel, wat de winstgroei negatief beïnvloedt. Lagere inflatie is positief voor bedrijven vanuit kostenooipunt, maar zet ook neerwaartse druk op de omzet en op de mogelijkheden voor bedrijven om prijsverhogingen door te berekenen. Verder nemen rentekosten voor bedrijven gestaag toe. Bovendien staan winsten in de VS op een recordniveau en ruim boven de trend op de lange termijn. Voor 2023 wordt vrijwel geen winstgroei verwacht. Dat is redelijk realistisch, al moeten de winsten in de tweede helft van het jaar wel verbeteren om dat te halen. Maar winstgroei van meer dan 10% in 2024 en 2025 lijkt wel erg ambitieus. Recent zijn dure Amerikaanse aandelen weer wat duurder geworden. Wij blijven dan ook voorzichtig. Europese aandelen zijn nog steeds zeer goedkoop ten opzichte van Amerikaanse, maar ook hier vinden we de verwachte winstgroei van 7% in 2024 en 9% in 2025 vanaf een recordhoogte te ambitieus.

Beleggingsbeleid: rentegevoeligheid portefeuille verhoogd

Sinds 2022, toen centrale banken in geïndustrialiseerde landen rentes begonnen te verhogen, zijn korte en lange rentes flink opgelopen. In de VS en het VK tot (ruim) boven de 4%, in Duitsland tot iets boven 2,5%.

Kapitaalmarktrentes zijn flink gestegen



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Nu het einde van de renteverhogingen in zicht is en de inflatie over zijn piek heen is, denken we dat ook de lange rentes in de buurt komen van hun hoogtepunt. We hebben daarover wat meer overtuiging in de VS, waar een overwogen positie in staatsobligaties hebben. In Europese staatsobligaties hadden we een onderwogen positie en waren onze beleggingen geconcentreerd in obligaties met kortere looptijden. Daarmee was de rentegevoeligheid van deze positie lager dan die van de markt. Positief voor het beleggingsresultaat als rentes stijgen, maar negatief als rentes dalen. We hebben nu de rentegevoeligheid meer marktconform gemaakt door obligaties met een kortere looptijd in te ruilen voor obligaties met een langere looptijd. Obligaties met een langere looptijd hebben een

lagere rentevergoeding dan obligaties met een kortere looptijd, maar het verschil is recent afgenomen. We achten de kans dat de rente verder stijgt beperkt. Vanuit een wat langer termijn perspectief geven we dan tijdig de voorkeur aan obligaties met een rentegevoeligheid in lijn met de markt, die meer kunnen profiteren van een toekomstige rentedaling.

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereldwijd (MSCI AC)	986	-0.7%	3.2%	13.0%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	2973	-0.4%	3.6%	14.2%
Opkomende markten (MSCI EM)	986	-3.2%	-0.1%	3.1%
Verenigde Staten (S&P500)	4497	0.4%	5.2%	17.1%
Eurozone (EURO STOXX 50)	4269	-1.5%	-0.6%	12.5%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7438	-1.7%	-2.1%	-0.2%
Japan (Topix)	2378	4.5%	7.1%	25.7%
Nederland (AEX)	747	-3.3%	-2.1%	8.4%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	4.26	23	58	39
Japan	0.66	1	22	24
Duitsland	2.61	5	23	4
Frankrijk	3.14	4	22	2
Italië	3.74	-5	15	-60
Nederland	2.95	5	21	4
Verenigd Koninkrijk	4.53	15	32	85

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	120	2	-40	-10
Eurozone	157	8	-12	-10

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	372	-18	-57	-97
Eurozone	449	4	-28	-63
Opkomende markten (USD)	418	4	-130	-35
Opkomende markten (Lokale valuta)	210	-12	-48	-75

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereld	0.6%	0.0%	0.0%
Noord-Amerika	0.9%	0.3%	0.6%
Europa	-1.0%	0.0%	-5.0%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Bloomberg index	1.1%	8.0%	-2.1%
Basismetalen	-1.0%	1.1%	-7.5%
Brent olie (USD per vat)	90.04	5.0%	19.0%
Goud (USD per troy ounce)	1934	-0.3%	-1.2%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 6 september 2023

Bron: Bloomberg

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Negatief
<p>In augustus boekten aandelen in alle brede regio's verliezen. Deze waren met 1,8% het kleinst in de VS, gevolgd door iets grotere verliezen van rond de 3% in de eurozone, het VK en de Pacifische regio. Hekensluiter waren opkomende markten met een verlies van 6,4%. Wij maken ons wat betreft aandelen vooral zorgen om de afnemende groei in combinatie met het krappe monetaire beleid. De inflatie zal gaan dalen, maar niet zo snel dat centrale banken markten zullen redden bij tegenvallende winsten. We vinden verwachtingen voor winstgroei te rooskleurig. We vinden ook dat waarderingen van aandelen de economische risico's onvoldoende reflecteren. Het is hoogst ongebruikelijk dat het dieptepunt in aandelenmarkten al wordt bereikt voordat een recessie begint of voordat centrale banken een draai maken naar renteverlagingen. De onderweging is groter in de VS dan in Europa vanwege de hogere waardering van Amerikaanse aandelen, de waarschuwingssignalen voor een recessie in de VS en de zwakkere winstontwikkeling. Aandelen uit opkomende markten zijn goedkoop, maar vanwege de zwakke cyclus in de wereldwijde industrie en de problemen in de Chinese economie, vinden we deze aandelen niet aantrekkelijk. We zijn neutraal gepositioneerd in opkomende markten.</p>	
Staatsobligaties	Neutraal
<p>De tweejaarsrente in de VS daalde met 1,4 basispunt, terwijl de tienjaarsrente met 15 basispunten steeg. De rentecurve werd daarmee iets minder negatief, maar blijft een recessie signaleren. In het VK steeg de korte rente juist sneller dan de lange, waardoor de rentecurve negatiever werd. In Duitsland daalden de korte en de lange rente, zij het minimaal. We vinden dat de tekenen van lagere inflatie en een einde aan de renteverhogingen in de VS sterker zijn dan in de eurozone. We zijn dan ook overwogen in Amerikaanse staatsobligaties. In de eurozone zijn we nog wel onderwogen. De ECB is wellicht nog niet klaar met het verhogen van de rente, inflatie is hardnekkig hoog, de werkloosheid is laag en loonstijgingen nemen toe. We denken dat het einde van de rentestijging dichtbij is. Daarom hebben we onze positionering wat gedraaid van overwegend obligaties met een korte looptijd en lage rentegevoeligheid naar een meer neutrale positie. Het renteverskil tussen obligaties met een korte en die met een lange looptijd is recent kleiner geworden. We maken de positie in eurozone obligaties hiermee rentegevoeliger, waarmee we voorsorteren op rentedalingen.</p>	
Bedrijfsobligaties investment grade	Negatief
<p>Bewegingen in risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties waren in augustus minimaal: een stijging met 6 basispunten in de VS en 8 basispunten in de eurozone. Doordat de onderliggende rente op staatsobligaties in de VS steeg, maar in Duitsland licht daalde, was de rentestijging op investment grade bedrijfsobligaties hoger in de VS. Ook na de beperkte stijgingen van de risico-opslagen in augustus vinden we dat lage risico-opslagen contrasteren met economische indicatoren die in veel gevallen wijzen op een groeivertraging. De ratingtrend verslechtert door druk op winsten en credit fundamentals. Oplopende wanbetalingen raken in eerste instantie high yield obligaties, maar dit kan doorsijpelen naar zorgen om risico-opslagen bij investment grade. De plaatsing van nieuwe obligatieleningen door bedrijven begint ook wat moeilijker te worden. De risico-opslag ligt ongeveer op het gemiddelde van de afgelopen tien jaar, wat we te laag achten voor een recessiescenario. Binnen investment grade bedrijfsobligaties hebben we nu een relatieve voorkeur voor de eurozone ten opzichte van de VS. De risico-opslag is in de eurozone iets hoger en de rentegevoeligheid lager.</p>	
Bedrijfsobligaties high yield	Negatief
<p>Ook op de markt voor high yield bedrijfsobligaties was het rustig in augustus. De risico-opslag steeg in de VS met 5 basispunten en in de eurozone met 16 basispunten. In de VS ligt de risico-opslag nog steeds onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar. In de eurozone ligt de opslag daar maar 26 basispunten boven. In de VS stond de rente op high yield bedrijfsobligaties eind-juli op 7,9%, in de eurozone op 7,1%. Het renteniveau klinkt aantrekkelijk, maar recessies zijn ook in deze markt nog niet verdisconteerd. In een recessie lopen risico-opslagen in deze categorie gemakkelijk op tot 1000 basispunten. In de VS stonden ze eind juni op 390 basispunten, in de eurozone op 456 basispunten. Een negatief scenario met afnemende groei en hoge inflatie is daarmee slechts beperkt ingeprijsd. We zien ook neerwaartse risico's, zoals lagere winstgroei en oplopende wanbetalingen. Herfinanciering van leningen, die gemiddeld genomen kortere looptijden hebben dan bij investment grade obligaties, wordt voor bedrijven ook aanmerkelijk duurder. We houden vast aan onze negatieve opinie.</p>	

Vermogenscategorie

Staatsobligaties opkomende markten

Neutraal

Het rendement voor obligaties van opkomende landen uitgegeven in dollars was in augustus negatief. De risico-opslag steeg met 24 basispunten en de onderliggende Amerikaanse rente met 13 basispunten. De rente op deze obligaties steeg dus met 37 basispunten. De rentevergoeding van 8,5% op jaarbasis was daarmee niet genoeg om de prijsdaling te compenseren. Voor obligaties in lokale valuta was er eveneens een negatief rendement vanwege een stijgende rente. Onze neutrale opinie is een afweging tussen de aantrekkelijke rentevergoeding en dalende inflatie in de VS enerzijds en tegenvallende groei in China en nog een krap monetair beleid in de VS en de eurozone anderzijds. Er is nog geen zicht op renteverlagingen van de Fed vanwege de groei in de dienstensector en de nog solide arbeidsmarkt. Ondanks de Chinese heropening zijn afnemende wereldwijde economische groei, een mogelijke recessie in de VS en lagere uitvoer uit opkomende landen risico's voor de beleggingscategorie. Obligaties genoteerd in lokale valuta kunnen gaan profiteren van afnemende inflatie en renteverlagingen, waar een paar centrale banken een begin mee hebben gemaakt. Ook de relatief hoge rentevergoedingen lijken aantrekkelijk. Toch hebben we ook voor obligaties in lokale valuta een neutrale visie, gezien de risico's van lage groei en oplopende wanbetalingen.

Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

Vastgoed volgde in augustus de neerwaartse trend van aandelen. De wereldwijde index ging met 3,6% omlaag, waarmee de winst van juli verdampte. Alle regio's deelden in de neerwaartse beweging, met een uitschieter van 7,9% in opkomende markten. Beursgenoteerd vastgoed staat bekend als een defensieve sector binnen aandelen. Bovendien hebben de kasstromen voor een deel een koppeling met inflatie. Hogere rentes vormen echter wel een risico voor deze beleggingscategorie, ook relatief ten opzichte van algemene aandelen. Daarbij is de beleggingscategorie, vanwege de relatief hoge mate van schuldfinanciering (met name in Europa), eveneens gevoelig voor de kredietvoorwaarden van banken. Recent hebben commerciële banken hun kredietvoorwaarden flink aangescherpt, vooral voor vastgoed. Dit compliceert de toegang tot herfinanciering en leidt tot opwaartse druk op rentelasten voor bedrijven. Ondanks de goedkope waardering van genoteerd vastgoed houden wij een neutrale visie. Gegeven de sterke arbeidsmarkten is het nog te vroeg voor een draai van centrale banken naar renteverlagingen, waardoor de rentedruk hooguit beperkt afneemt. De naar verwachting strengere kredietvoorwaarden van banken leiden tot hogere rentelasten voor genoteerd vastgoed. Daarbij hebben de afwaarderingen van vastgoedobjecten pas gedeeltelijk plaatsgevonden, wat ook langs deze weg impact heeft op de balansen van genoteerd vastgoedbedrijven.

Grondstoffen

Neutraal

In juni noteerde de brede grondstoffenindex van Bloomberg een klein verlies van 1,2%. Olieprijzen stegen met 2%, maar basismetalen daalden met 5,1% en goud met 1,3%. Voor het jaar tot nu toe staan grondstoffenprijzen in de min, vooral vanwege prijsdalingen van basismetalen. Daarmee wordt een minder rooskleurig economisch scenario ingeprijsd. Vanwege recente ontwikkelingen in gasmarkten en sommige landbouwproducten is de roll yield, het rendement wat te behalen is door te beleggen in futures op grondstoffen, de afgelopen tijd verslechterd. Met haperende groei in China en de industriële sector, die het wereldwijd moeilijk heeft, vinden wij het nog te vroeg om in te stappen in grondstoffen. Over het algemeen voor grondstoffen geldt dat vanwege de sancties tegen Rusland en de daardoor lagere leveringen er snel krapte op markten kan ontstaan. Bovendien kijken de OPEC-landen en Rusland met argusogen naar de balans tussen vraag en aanbod op de oliemarkt. Onlangs kondigden Saudi-Arabië en Rusland hun vrijwillige productiebeperkingen te handhaven tot het einde van het jaar. Pas eind-juli brak de olieprijs uit de bandbreedte waar die al sinds eind-april in handelde. Goud is interessant in tijden van onzekerheid, maar goud staat relatief heel hoog ten opzichte van de reële rente in de VS. Er is dus al veel onzekerheid en/of rentedaling in de goudprijs verdisconteerd.



Joost van Leenders
Senior beleggingsstrateeg
Joost.vanleenders@kempen.nl
M 06 82 83 11 89

VAN LANSCHOT KEMPEN ASSET RESEARCH & COMMUNICATION:

Yaela van Raalte – Hoofd ARC

Luc Aben – Hoofdeconoom

Pieter Heijboer – Hoofd investment strategy

Robert de Groot – Hoofd investment research en communicatie

Maarten van der Pas – Hoofd editorial desk

Alastair Greenlees – Hoofd investment strategy UK

Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg

Jorn Veeneman – Beleggingsstrateeg

Mees Vlasveld – Beleggingsstrateeg

Panashe Bera – Beleggingsstrateeg

Jack Horvest – Investment Specialist

Ellen Engelhart – Specialist obligaties

Robbert van Riel – Specialist obligaties

Bob Stroeken – Specialist aandelen

Tim Verhagen – Specialist aandelen

Effi Bialkowski – Specialist beleggingsfondsen

Bas Kooman – Investment writer

Hester van Breugel – Specialist communicatie

Rixt Hoekstra – Specialist communicatie

Disclaimer

Van Lanschot Kempen Investment Management NV heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. Dit document dient slechts ter informatie. De inhoud is niet bedoeld als beleggingsadvies, biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen en dient ook niet te worden beschouwd als een aanbod of als een uitnodiging om enige van de hierin genoemde financiële instrumenten te kopen of te verkopen.



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00

vanlanschotkempen.com/investment-management