

# VISIE OP ASSET ALLOCATIE

OKTOBER 2023

- *Financiële markten onder druk door hoger rentes*
- *Rendementen brede beleggingscategorieën waren in september overwegend negatief*
- *Wij hebben onze onderweging aandelen teruggebracht, maar handhaven ons voorzichtige beleggingsbeleid.*

September was wederom een lastige maand voor beleggers. Brede beleggingscategorieën hadden in meer of mindere mate last van stijgende kapitaalmarktrentes en behaalden overwegend negatieve rendementen. Verschillende centrale bankiers maakten duidelijk dat de rente nog geruime tijd hoog blijft, tegen de verwachtingen van sommige marktparticipanten in. Na de dalingen op de aandelenmarkten van de afgelopen twee maanden en realistischere marktverwachtingen omtrent het monetaire beleid, hebben we onze onderweging in aandelen teruggebracht. Wij handhaven ons voorzichtige beleggingsbeleid.

## **ECB verhoogt rente opnieuw**

De Europese Centrale Bank (ECB) heeft de beleidsrente in september opnieuw met 25 basispunten opgetrokken naar het hoogste niveau ooit, ondanks de afkoelende Europese economieën. Voor een deel van de beleggers kwam dit dan ook als een verrassing. Tijdens de persconferentie lichtte ECB-president Lagarde toe dat het huidige renteniveau naar verwachting voldoende restrictief is om de inflatie weer richting de doelstelling van 2% over middellange termijn te laten bewegen. Een duidelijk signaal dat de ECB voorlopig klaar is met het verhogen van de beleidsrente.

Een renteverlaging zit er echter voorlopig niet in. Hiervoor is de inflatie nog altijd te hoog. Afgelopen maand namen de prijzen met 4,3% toe ten opzichte van een jaar eerder. De kerninflatie kwam uit op 4,5% jaar-op-jaar. Hoewel het prijspeil de afgelopen maanden aanzienlijk minder snel stijgt, verwachten we niet dat deze trend in dezelfde mate doorzet. Sterke loonstijgingen als gevolg van een krappe arbeidsmarkt gooien roet in het eten. Ook de ECB gaat er vanuit dat het 2%-doel pas in 2025 in beeld komt.

## **Fed is agressief**

Hoewel de Amerikaanse centrale bank (Fed) haar rentebeleid in september niet aanpaste, was de ondertoon agressiever dan in voorgaande maanden. Zo bleek uit de update van de renteverwachtingen van de Fed-leden, de zogenaamde “dot plot” dat de mediane Fed-bankier uitgaat van nog één renteverhoging dit jaar en twee renteverlagingen volgend jaar. Daarnaast publiceerde de Fed haar nieuwe economische ramingen. Voor zowel dit als volgend jaar rekent de centrale bank op groei. Verder voorziet de Fed lagere werkloosheid dan eerder gedacht en inflatie die pas in 2026 op het doel van 2% uitkomt. Met andere woorden, voorlopig is er geen aanleiding om de beleidsrente te verlagen.

### Kapitaalmarktrentes lopen verder op

Het mantra van centrale bankiers dat de beleidsrentes nog geruime tijd hoog blijven, is eindelijk ook tot beleggers doorgedrongen. Beleggers stelden hun renteverwachtingen bij, waardoor de rentes op staatsobligaties sterk opliepen, zowel in de eurozone als de Verenigde Staten en met name aan de lange kant. Eind september lag de Duitse 10-jaars rente rond 3%, terwijl de 10-jaars rente in de VS boven de 4,5% uitkwam. En deze stijgende rentes vertaalden zich in negatieve rendementen voor staatsobligaties.

Niet alleen staatsobligaties werden geraakt door de bijstelling van renteverwachtingen door beleggers. Ook bedrijfsobligaties deden het slecht. Ondanks de onrust op financiële markten, liepen de risico-opslagen op bedrijfsobligaties nauwelijks op. Maar door de oplopende rentes op staatsobligaties stegen de totale rentes op veilige bedrijfsobligaties

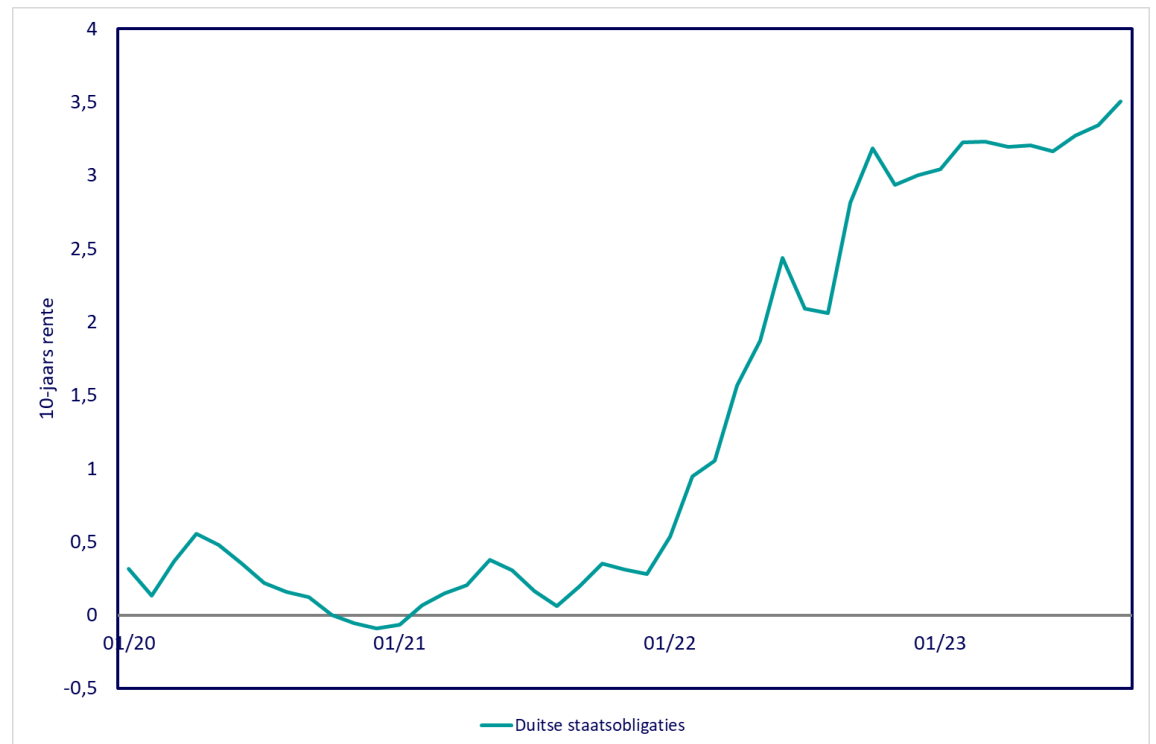
wel degelijk.

### Gevolgen groeivertraging niet ingeprijsd

De huidige risico-opslagen zijn niet in lijn met onze verwachting van een groeivertraging. De renteverhogingen die centrale banken de afgelopen anderhalf jaar hebben doorgevoerd hebben een steeds groter remmend effect op de economische groei. Volgens consensus-schattingen van economen groeit de wereld-economie dit jaar met slechts 2,7%, terwijl er voor 2024 wordt gerekend op 2,6%. Ter vergelijking, 'normaal' ligt de groei rond 3,5%.

Deze groeivertraging gaat vermoedelijk gepaard met een verslechtering van de rating-trend. Immers, de winstgevendheid van het bedrijfsleven wordt aangetast en de credit fundamenteen verslechteren. We voorzien dan ook meer wanbetalingen. Hoewel hoogrentende obligaties hier als eerste last van krijgen, kunnen de zorgen over de

Figuur 1: 10-jaars rente op Duitse staatsobligaties loopt verder op



omvang van risico-opslagen doorspijpen naar 'veilige' bedrijfsobligaties. We blijven dan ook negatief over deze beleggings-categorieën.

### Omslagpunt economie VS nabij

De verbazingwekkende veerkracht van met name de Amerikaanse economie heeft ertoe geleid dat beleggers meer en meer uit lijken te gaan van een zachte landing. Goed economisch nieuws wordt door aandelenbeleggers inmiddels als slecht nieuws beschouwd. Indien de Amerikaanse economie goed blijft draaien, is er geen reden voor de Fed om de beleidsrente te verlagen.

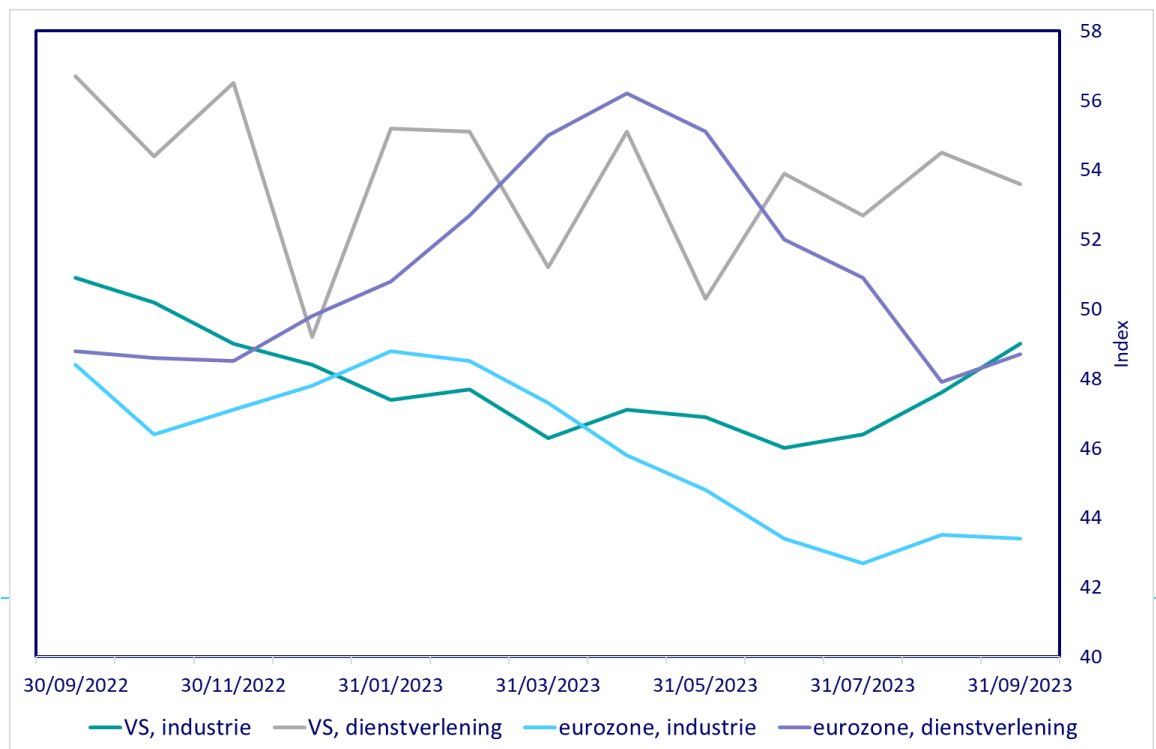
Overigens lijkt een omslagpunt voor de Amerikaanse economie nabij. De harde economische cijfers laten nog steeds een gemengd beeld zien. Arbeidsmarktcijfers blijven robuust en dit geeft de Amerikaanse consument vertrouwen. Zij laten hun geld nog steeds rollen. Tegelijkertijd nemen de

overtollige besparingen die zijn opgebouwd tijdens de Covid-pandemie af. De San Francisco Fed gaat er vanuit dat het corona-spaargeld inmiddels grotendeels is uitgegeven. Daarnaast zit de tijdelijke aflossings-vrije periode voor studieleningen erop. De financiële positie van veel Amerikanen verslechterd in rap tempo, waardoor het de vraag hoe lang deze groeimotor nog blijft draaien. Zo zien creditcardbedrijven de kredietverlening toenemen. Ook diverse voorlopende indicatoren wijzen op een omslagpunt. Onder andere de inkoopmanagersindex (PMI) bevindt zich nog maar nipt boven 50, de grens tussen groei en krimp.

### Eurozone kwakkt door

In de eurozone groeit de economie al enkele kwartalen nauwelijks. Voorlopende indicatoren wijzen ook niet op verbetering. Consumenten blijven pessimistisch, mede als gevolg van een dalende koopkracht. En producenten blijven eveneens negatief. De

Figuur 2: Inkoopmanagersindices wijzen op krimp



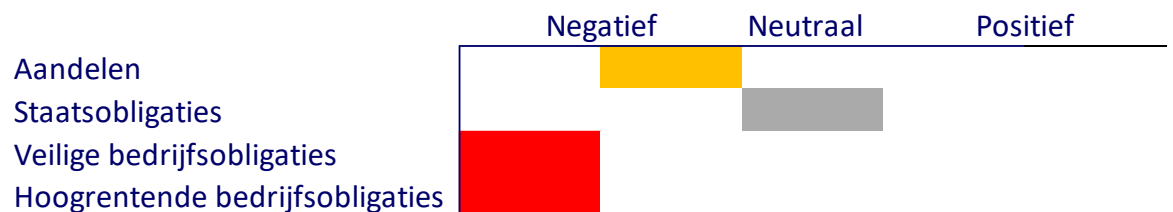
PMIs voor de eurozone blijven wijzen op krimp, zowel in de productie- als de dienstensector. De ECB verlaagde haar prognoses voor de economische groei in 2023 en 2024 aanzienlijk, naar respectievelijk 0,7% en 1,0%. Dit lijkt echter nog steeds te optimistisch.

#### **Verlaging onderweging aandelen**

Gezien de zwakke economische vooruitzichten in combinatie met snel verkrappende financiële condities door rentestijgingen blijven we onderwogen aandelen. Wel hebben we na de koersdalingen op de aandelenmarkten van de afgelopen twee maanden en realistischere marktverwachtingen omtrent het monetaire beleid onze onderweging verkleind.

Al met al handhaven we ons voorzichtige beleggingsbeleid. Niet alleen vanwege de economische situatie, maar ook omdat we nog veel ruimte zien voor negatieve 'gebeurtenissen'. De oorlog in de Oekraïne duurt voort, de kans op een loonprijsspiraal blijft aanwezig en oliepijzen stijgen weer. Het risico bestaat dat inflatie langer hoog blijft dan markten verwachten of economieën sterker krimpen.

Figuur 3: Visie op asset allocatie





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 extern bronnen, Wij kunnen niet garanderen dat de informatie van deze bronnen die in deze publicatie zijn 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 overgenomen 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.