

# VISIE OP ASSET ALLOCATIE

DECEMBER 2023

- *Markten prijzen beleidsrenteverlagingen voor 2024 in*
- *Dalende kapitaalmarktrentes stuwden aandelen en obligaties omhoog.*
- *Wij houden vast aan een voorzichtig beleggingsbeleid.*

November markeerde het einde van een periode van zorgen over inflatie en angst voor een recessie die de financiële markten gedurende de afgelopen drie maanden negatief beïnvloedde. Zowel aandelen- als obligatiebeleggers behaalden positieve resultaten dankzij een voortdurende dalende inflatie en de verwachting dat centrale banken hun beleidsrentes in 2024 kunnen verlagen. Ondanks deze positieve signalen handhaven wij een voorzichtig beleggingsbeleid, omdat niet alle problemen zijn opgelost.

## **Snelle inflatiedaling voorbij**

In de eurozone vertoont de inflatie al geruime tijd een neerwaartse trend. In november bedroeg de inflatie 2,4% (j-o-j), terwijl de kerninflatie, de inflatie waarbij volatiele componenten zoals voedsel- en energieprijzen buiten beschouwing worden gelaten, op 3,6% uitkwam. We voorzien een verdere daling, mede door zwakke wereldwijde vraag naar goederen en diensten, afnemende opwaartse effecten van hogere energiekosten op prijzen en een vertraging van de loonstijgingen.

Desalniettemin neemt het tempo waarmee de inflatie daalt waarschijnlijk af. Dit zien we nu al in de Verenigde Staten (VS). Na een snelle daling, lijkt de daling van de kerninflatie inmiddels te stagneren. Volgens de favoriete maatstaf van de Fed, de PCE-inflatie, steeg het

algemeen prijspeil in november met 3,0% ten opzichte van een jaar eerder en kwam de kerninflatie op 3,6% uit. In oktober bedroeg de inflatie en kerninflatie respectievelijk 3,0% en 3%.

## **ECB verlaagt rente in 2024**

We verwachten dat de inflatie in de eurozone rond midden 2024 de inflatiedoelstelling van 2% zal bereiken. Hoewel de Europese Centrale Bank (ECB) zelf nog verwacht dat de inflatie tot in 2025 boven 2% blijft, achten we het waarschijnlijk dat de inflatieverwachtingen met de nieuwe groei- en inflatieramingen in december naar beneden worden bijgesteld. Toch lijken de marktverwachtingen voor beleidsrenteverlagingen door de ECB ons nog een tikkeltje agressief. Voor de rentevergadering in april 2024 is een renteverlaging voor 85% ingeprijsd en voor juni zelfs voor 100%. Wij voorspellen dat de eerste renteverlaging pas in de tweede helft van 2024 zal plaatsvinden gezien het verwachte verloop van de inflatie.

## **Economisch beeld Europa blijft somber**

Aan het sombere economische beeld in de eurozone verandert vermoedelijk weinig in de komende kwartalen. Volgens onze prognoses blijft de economische groei gematigd in 2024. De effecten van de monetaire verkrapping

werken met een aanzienlijke vertraging door in de economie. De gevolgen blijven begin volgend jaar nog voelbaar. Dit is in lijn met voorlopende indicatoren. Ook al lijken deze momenteel uit te bodemen, ze wijzen niet op herstel. Pas tegen het einde van 2024 verwachten we dat de economie van de eurozone weer aan kracht wint en de economische groei boven het trendmatige tempo uitkomt.

### Gematigde groei in VS

Hoewel de Amerikaanse economie er iets beter voor staat dan die van de eurozone, wijzen voorlopende indicatoren op hooguit matige economische groei. Mogelijk neemt de omvang van de economie in het vierde kwartaal van 2023 zelfs af, doordat de voorraadvorming in het derde kwartaal een grote aanjager van de activiteit was en we verwachten dat de voorraden vanaf het vierde kwartaal een grote rem zullen zetten op de economische groei. Daarnaast gaan consumenten vermoedelijk ook minder

bijdragen aan de groei. De arbeidsmarkt zwakt af. Zo stijgen de werkloosheidsuitkeringen al een aantal weken op rij, bleef de banengroei (non-farm payrolls) afgelopen maand achter bij de verwachtingen en liep de werkloosheid onverwacht op. In combinatie met de vertragende reële inkomensgroei tempert dit vermoedelijk de consumptieve bestedingen. De detailhandelsverkopen zijn het vierde kwartaal dan ook matig begonnen. We rekenen erop dat de groei medio 2024 weer aantrekt, vooral door de verwachte versoepeling van de financiële voorwaarden.

### Fed voert in 2024 ook renteverlaging door

De Amerikaanse centrale bank, de Federal Reserve of Fed, handhaafde in november haar beleidsrente op 5,25% tot 5,50%, waarbij zij erop wees dat het monetaire beleid voorlopig restrictief blijft. Een verdere verhoging van de beleidsrente werd door Fed-president Jerome Powell zelfs niet uitgesloten, mochten de inflatieontwikkelingen daar aanleiding toe geven. Toch was de toon van de vergadering

Figuur 1: Kerninflatie daalt



per saldo aan de *dovish* kant. Op de kapitaalmarkten daalde de ingeprijsde kans op een nieuwe renteverhoging. Medio 2024 wordt er zelfs gerekend op een renteverlaging. Voor de rentevergadering van mei 2024 is een renteverlaging voor zo'n 70% ingeprijsd; voor juni bijna 80%. Gezien de afnemende inflatiedruk, afkoelende arbeidsmarkt de groeivertraging lijkt ons dit een realistische verwachting. Zeker gezien het feit dat de huidige beleidsrente ver boven de fictieve beleidsrente ligt waarbij de economie nog gestimuleerd noch afgeremd wordt. Deze neutrale rente ligt volgens schattingen voor de VS rond 2,5%. Ook bij renteverlagingen blijft het Amerikaanse rentebeleid daardoor voorlopig restrictief.

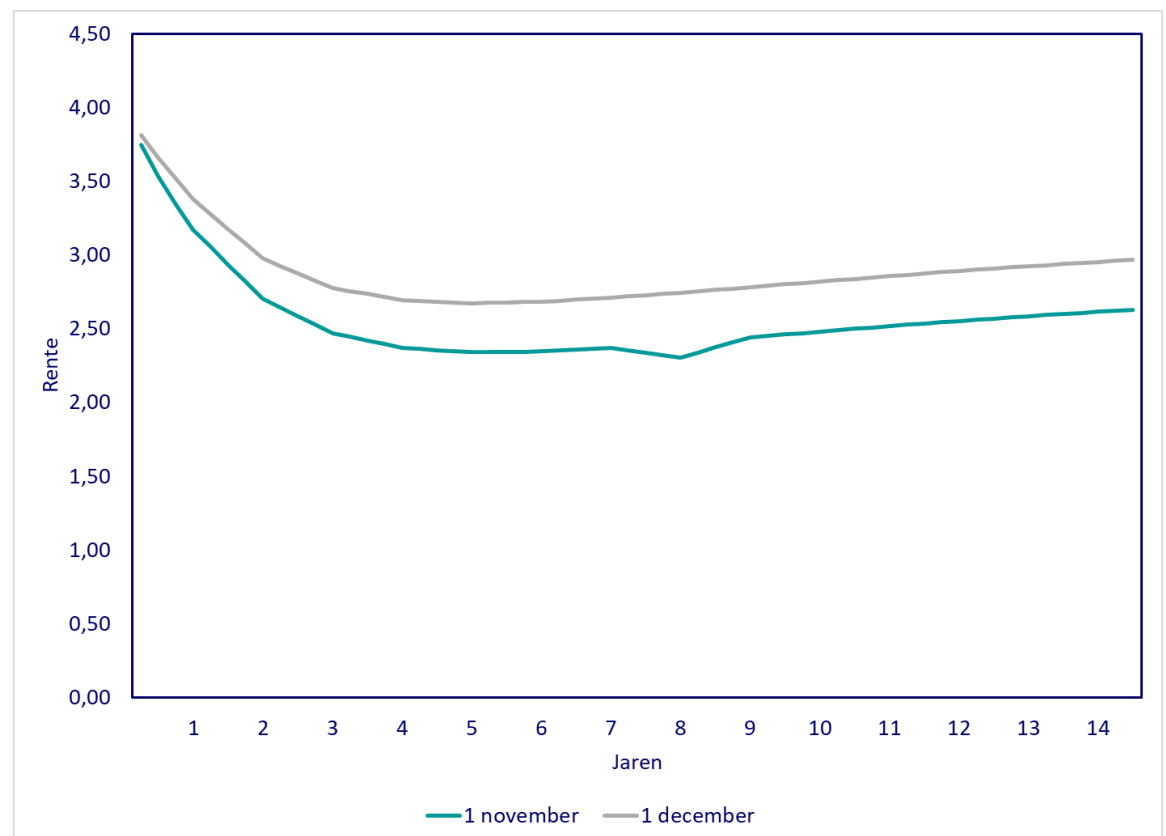
#### Obligatieprijzen omhoog gestuwd

Door de verwachting dat centrale banken hun beleidsrentes in 2024 kunnen verlagen daalden de kapitaalmarktrentes in november, iets waar we de afgelopen maanden ook op

hebben voorgesorteerd. De Duitse tienjaarsrente zakte 36 basispunten tot een niveau van 2,45%. De Amerikaanse tienjaarsrente viel met 60 bps terug tot 4,33%. Dit zorgde voor positieve rendementen op obligaties. Een verdere daling ligt in het verschiet, maar we vinden het nog te vroeg om hier vol op in te zetten. Momenteel is de rentecurve negatief (de tweejaarsrentes ligt hoger dan tienjaarsrentes), wat snelle rentedalingen aan de lange kant bemoeilijkt. Om deze reden blijven we voorlopig neutraal gepositioneerd in staatsobligaties.

Europese en Amerikaanse bedrijfsobligaties profiteerden van de daling in de onderliggende rente op staatsobligaties en risico-opslagen. Wat ons betreft zijn de risico-opslagen niet in lijn met voorlopende economische indicatoren die wijzen op een groeivertraging, met name voor hoogrentende bedrijfsobligaties. Door de groeivertraging kunnen bedrijfswinsten en bedrijfsbalansen onder druk komen te staan,

Figuur 2: Rentecurve Europese AAA-obligaties is negatief



waardoor de kredietwaardigheid van bedrijven zal verslechteren en wanbetalingen mogelijk oplopen. Hierdoor zullen in eerste instantie de zorgen om risico-opslagen van hoogrentende obligaties toenemen, maar dit kan doorsijpelen naar zorgen om risico-opslagen bij investment grade obligaties. Bovendien zijn bedrijfsobligaties relatief onaantrekkelijker geworden ten opzichte van staatsobligaties. Door de stijging van de onderliggende rente op staatsobligaties en de laag blijvende risico-opslagen, maakt de risico-opslag een historisch gezien klein deel uit van de rentevergoeding op bedrijfsobligaties. Wij handhaven onze onderwogen positie.

#### **Aandelen beleven uitstekende maand**

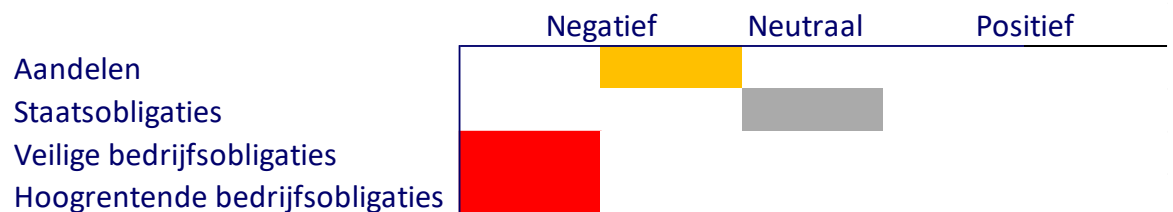
Aandelenmarkten beleefden door de positieve

stemming eveneens een van de beste maanden van het jaar. Toch handhaven wij onze onderwogen positie in aandelen. De magere economische vooruitzichten voor de eerste helft van 2024 zetten mogelijk de bedrijfswinsten onder druk, wat een risico vormt voor aandelen. De winstverwachtingen van 11% in de VS in 2023 en 12% I2024 en 6% respectievelijk 9% in Europa lijken te optimistisch waardoor voorzichtigheid geboden is.

#### **Beleggingsbeleid ongewijzigd**

In conclusie, hoewel de recente positieve ontwikkelingen op financiële markten een einde hebben gemaakt aan het negatieve sentiment van de afgelopen maanden, pleiten we voor voorzichtigheid. Wij handhaven ons voorzichtige beleggingsbeleid.

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.