

VISIE OP ASSET ALLOCATIE

SEPTEMBER 2023

- *Rendementen brede beleggingscategorieën waren in augustus overwegend negatief.*
- *In grote lijnen is er in het beeld van hoe de wereldeconomie ervoor staat afgelopen maand weinig veranderd. De inflatie daalt langzaam verder, terwijl de economische vooruitzichten verslechteren. Renteverlagingen zijn echter nog niet in zicht.*
- *Wij handhaven ons voorzichtige beleggingsbeleid.*

Augustus was een relatief rustige maand voor financiële markten. Beleggers in brede beleggingscategorieën behaalden overwegend (lichte) negatieve rendementen. Aan het economische beeld veranderde nauwelijks iets. De eurozone blijft kwakkelen, de zorgen over China houden aan, het economische beeld in de VS blijft gemengd en Japan blijft sterk presteren. Beleggers keken enigszins zenuwachtig uit naar een nieuwe richting rond het Amerikaanse rentebeleid. Vooral het jaarlijkse onderonsje van centrale bankiers in Jackson Hole kon op veel belangstelling rekenen. De speeches van de voorzitters van de verschillende centrale banken brachten echter weinig nieuws. Wij handhaven ons voorzichtige beleggingsbeleid.

Eurozone blijft kwakkelen

In het tweede kwartaal nam de omvang van de economie onverwacht met 0,3% toe, na twee kwartalen van stagnatie. Dit werd veroorzaakt door eenmalige effecten. Wij denken echter niet dat de weg naar boven weer is gevonden. Door de agressieve monetaire verkrapping sinds het midden van 2022 blijven de economische vooruitzichten voor de regio somber. De geldhoeveelheid daalt in recordtempo, wat duidt op afnemende consumptieve bestedingen en

bedrijfsinvesteringen. Door de hogere financieringskosten is er nauwelijks meer sprake van kredietgroei. En de sinds het begin van de zomer gepubliceerde activiteits- en enquêtegegevens wijzen op een (milde) recessie. Terwijl inkoopmanagersindices van de industrie al een aantal maanden geleden tot recessieniveau waren gedaald, wijzen de enquêtecijfers nu ook op een sterke terugval van de bedrijfsactiviteit in de dienstensector. Wij voorzien een langdurige periode van economische zwakte.

In de eurozone blijft de inflatie hoog. In augustus stegen de consumentenprijzen met 5,3% ten opzichte van vorig jaar. Een tegenvaller voor analisten. Zij hadden verwacht dat de inflatiedruk verder zou afnemen. De hoogte van de kerninflatie, de inflatie geschoond voor voedsel- en energieprijzen, viel met 5,3% eveneens tegen. De recente stijging van de olieprijs veroorzaakte bijkomende ongerustheid nu de wintermaanden voor de deur staan.

De Europese Centrale Bank (ECB) zit dan ook in een lastig parket. Enerzijds blijft de inflatie hardnekkig hoog. Anderzijds verslechteren de groeivoorzichten steeds verder. Extra rentestappen helpen zeker om de inflatiedruk te verminderen, maar het risico dat de

economie daarmee in een echte recessie wordt gedrukt neemt ook steeds verder toe. Wij denken dat de ECB voorzichtig zal zijn om de rente verder te verhogen en in september voorlopig haar laatste rentestap zet.

Zorgen over China houden aan

De zorgen over de Chinese economie houden eveneens aan. De opleving in de binnenlandse consumptie is sinds het eerste kwartaal weggeëbd. Uit recente gegevens, zoals het importvolume en de detailhandelsverkoop, blijkt dat binnenlandse bestedingen onder druk staat. Structurele factoren, zoals de grote problemen in de vastgoedsector en de grote schuldenlast bij onder meer lokale overheden, zijn hier debet aan.

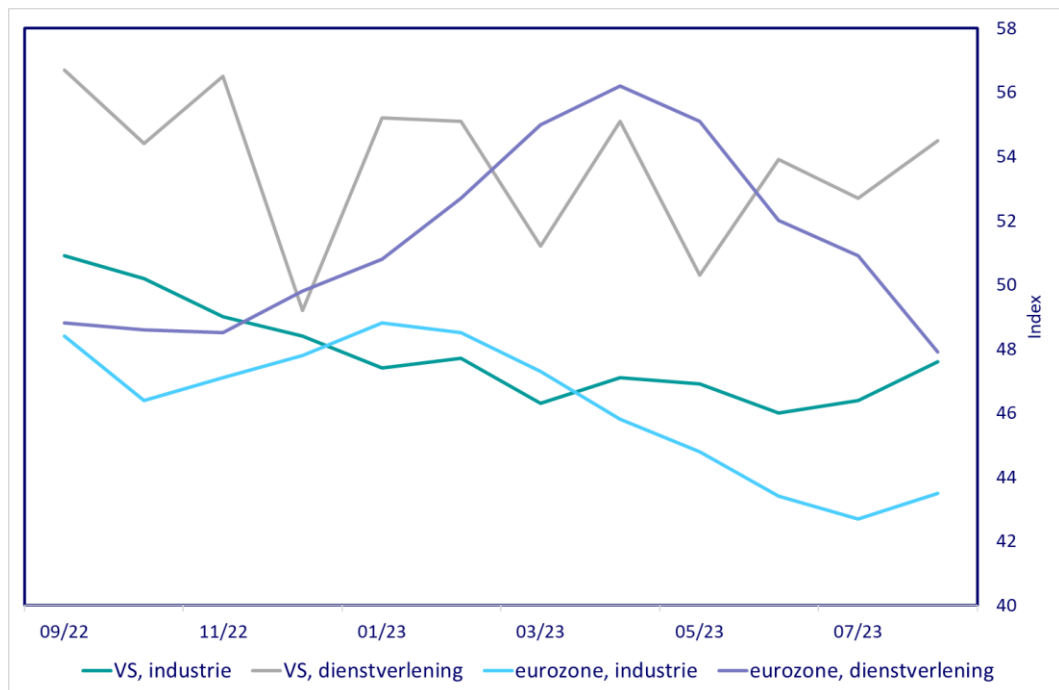
Hoewel de Chinese autoriteiten geleidelijk verschuiven naar een soepeler monetair beleid, rekenen wij er niet op dat zij de economie net zo agressief zullen gaan stimuleren als in het verleden. Dit past niet bij

de Chinese wens om nieuwe structurele onevenwichtigheden in de economie en het financiële systeem te vermijden. Wel worden er kleinschalige maatregelen getroffen. De autoriteiten proberen doelgericht bij te sturen door rentes te verlagen, soepelere kredietverlening en stimuli voor consumptie. Wij verwachten niet dat dit ingrijpen de Chinese economische groei echt gaat aanjagen en daarmee een belangrijke stimulans zal zijn voor de wereldeconomie. De maatregelen zijn vooral gericht op stabilisatie van de interne markt.

Beeld VS is gemengd

Het economische beeld in de Verenigde Staten (VS) is gemengd. De arbeidsmarkt-cijfers blijven positief, maar de krapte neemt af. Deze afkoeling, in combinatie met hogere kredietkosten en een zwakke huizenmarkt, tast het consumentenvertrouwen aan. Ook andere vooruitlopende indicatoren wijzen erop dat de private consumptiegroei, die de

Figuur 1: Inkoopmanagersindices wijzen op krimp



economische groei tot nu toe heeft ondersteund, waarschijnlijk gaat vertragen. Dit is ook niet zo gek gezien de sterke daling van het overschot aan spaargeld van huishoudens. Daarnaast staat ook het vertrouwen van de Amerikaanse inkoopmanagers in de industrie onder druk. Doordat het vertrouwen van inkoopmanagers in de dienstensector hoog blijft, wijst de samengestelde index nog altijd op aanhoudende groei. Wij rekenen vooralsnog op een ‘zachte landing’.

In augustus kreeg de Amerikaanse centrale Bank (de Federal Reserve of FED) gemengd nieuws om dit te bewerkstelligen. De consumenteninflatie (of CPI) ontwikkelde zich gunstig, maar de prijsindex voor consumptieve bestedingen (de PCE) deed dat niet. Beleggers keken dan ook reikhalzend uit naar de jaarlijkse toespraak van Powell tijdens de centrale bankbijeenkomst in Jackson Hole. Veel wijzer werden beleggers er echter niet van. Wij denken dat de huidige economische

omstandigheden de FED de ruimte bieden om haar agressieve monetaire verkrappingscyclus te pauzeren. Sterker nog, wij denken dat het eindstation inmiddels is bereikt. Dit wil overigens niet zeggen dat wij verwachten dat de beleidsrente ook snel weer wordt verlaagd.

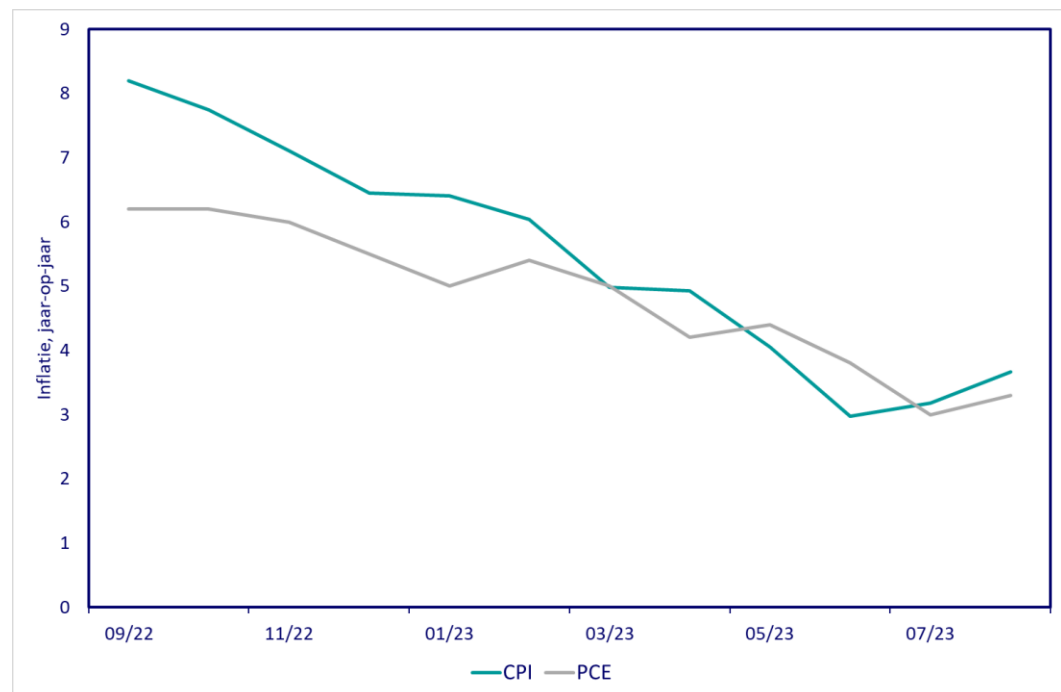
Japan sterkste ontwikkelde economie

Japan staat er van de ontwikkelde economieën momenteel het beste voor. We verwachten dat de groei dit jaar en komend jaar boven het potentieel blijft liggen, dankzij het accommoderende monetaire beleid van de Bank of Japan (BoJ). Tegelijkertijd lijkt de inflatie onder controle, dus we verwachten wel dat het monetaire beleid langzaam minder ruim wordt

Positief over Japanse aandelen

Aandelenbeurzen deden in augustus een stap terug. Beleggers maakten zich zorgen over de groeivertraging in China en de mogelijkheid dat de Amerikaanse rente langer hoog blijft dan eerder gedacht.

Figuur 2: Gemengd nieuws voor de Amerikaanse centrale bank



Het winstcijferseizoen bood beleggers enige (ijdele) hoop. In de VS daalden de winsten met 5,8% ten opzichte van het tweede kwartaal van vorig jaar. Dit is een kleinere winstdaling dan verwacht. In Europa stegen de winsten met 7,1%, wat eveneens een betere uitkomst was dan verwacht.

Analisten stellen hun verwachtingen voor de winstgroei zowel in de VS als Europa (weer) opwaarts bij. Wij verwachten dat de winstgroei zwakker blijft dan verwacht nu de economische groei afneemt en hogere kredietkosten en stijgende lonen de winstmarges onder druk zetten. Wij denken niet dat centrale banken aandelenmarkten zullen redden bij tegenvallende winsten. De inflatie is momenteel nog te hoog om beleidsrentes te verlagen. Bovendien zijn aandelen uit deze regio's duur, zowel in absolute als relatieve zin. Als aandeelhouder word je onvoldoende beloond voor het risico dat je lopen. Aandelen uit opkomende markten zijn wel goedkoop. Door onze verwachting van zwakke mondiale economische prestaties vinden wij ook deze aandelen onaantrekkelijk. Wij zijn momenteel alleen positief over Japanse aandelen. De waarderingen zijn redelijk. Tegelijkertijd is Japan de enige grote ontwikkelde economie met gunstige groeivoorzichten. Naast het herstel van de binnenlandse vraag, ondersteunt de zwakke yen de Japanse bedrijfswinsten. En ondanks kapitaalinstroom blijven buitenlandse beleggers onderbelegd.

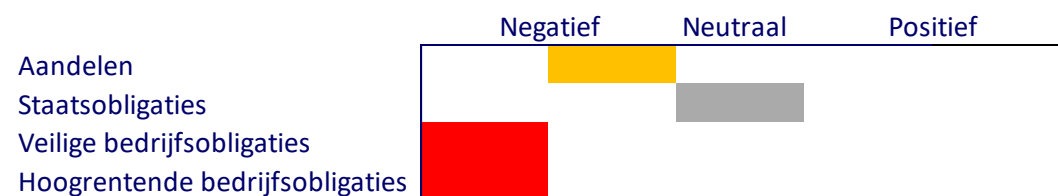
Verhogen duratie staatsobligaties

Rentes op staatsobligaties liepen in augustus licht op, terwijl kredietopslagen stegen. Onze visie op obligaties is onveranderd.

Wij hebben een neutrale visie over staatsobligaties als geheel. Binnen staatsobligaties zijn wij een voorstander van een overwogen in Amerikaanse staatsobligaties en onderwogen in staatsobligaties van eurozonelanden. De FED is immers dichter bij haar prijsstabiliteitsdoel dan de ECB, waardoor het einde van de renteverhogingen in de VS dichterbij is dan in de eurozone. Aangezien we nog een rentestap van de ECB verwachten, is het wat ons betreft tijd om de duratie (of rentegevoeligheid) te verhogen naar een meer neutrale positie.

Onze visie op veilige bedrijfsobligaties blijft negatief. Wij vinden dat de huidige risico-opslagen niet in lijn zijn met de economische vooruitzichten. Als gevolg van de laagconjunctuur neemt de druk op de bedrijfswinsten toe, terwijl de credit fundamentals verslechteren. Hoewel hoogrentende bedrijfsobligaties als eerste worden geraakt door oplopende wanbetalingen, maken obligatiebeleggers zich daarna vaak zorgen over de risico-opslagen bij veilige bedrijfsobligaties. Vanwege te lage risico-opslagen houden wij ook vast aan onze onderwogen positie in hoogrentende bedrijfsobligaties.

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.