



evi



Maandupdate

Evi van Lanschot

Oktober 2023

Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille

Terugblik

Rendement aandelen

Rendement obligaties

Vooruitblik: onze visie

Actuele portefeuille



Samenvatting – de markt

'Hoger voor langer' ten aanzien van rentes doen markten schrikken

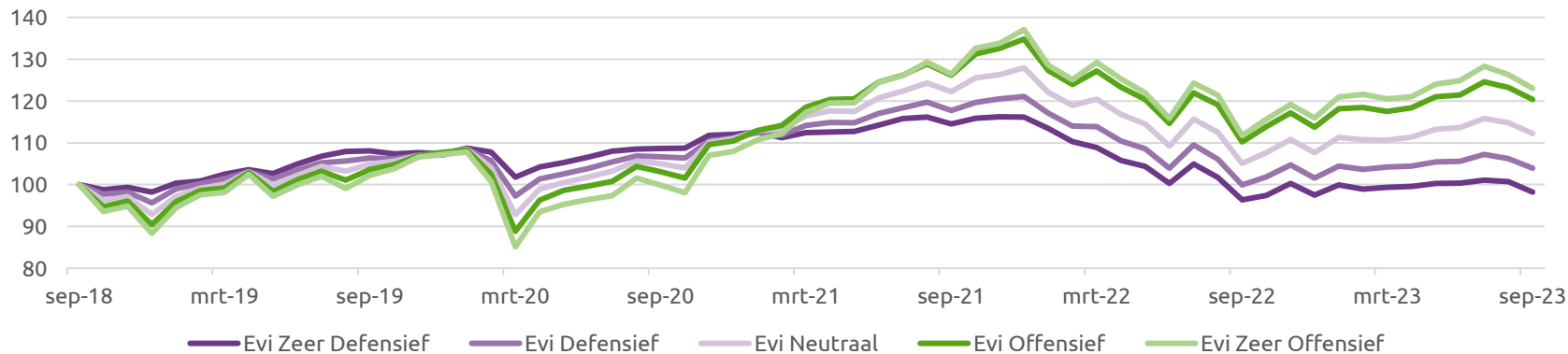
Het derde kwartaal was een lastige omgeving voor beleggers. Centrale bankiers van de Amerikaanse Fed en de ECB hebben de boodschap 'hoger voor langer' de afgelopen tijd herhaaldelijk naar buiten gebracht. En dat is doorgedrongen tot financiële markten. Hierdoor zijn rentes het afgelopen kwartaal gestegen en inmiddels zijn niveaus bereikt die al sinds tenminste 2011 niet meer zijn voorgekomen. Dat financiële markten centrale banken zo op hun woorden lijken te geloven, is opmerkelijk. De inflatie is onmiskenbaar aan het dalen. In de VS is deze nu 3,7% ten opzichte van vorig jaar, in de eurozone aan 4,3%. Maar voor alle drie de regio's geldt dat de dalende trend al enige tijd zichtbaar is. Daar bovenop geldt dat, buiten de VS, de

economische groei ook al enige tijd aan het vertragen is. De gestegen rente had als gevolg dat staatsobligaties negatieve rendementen realiseerden. Risico-opslagen op laagrentende (investment grade) bedrijfsobligaties, hoogrentende (high yield) bedrijfsobligaties en staatsobligaties uit opkomende markten zijn weinig veranderd. Deze beleggingscategorieën behaalden over het algemeen een licht positief rendement door de hogere rentevergoeding en gunstige buitenlandse valutaontwikkelingen. Aandelen noteerden verliezen, die groter waren in ontwikkelde markten dan in opkomende markten. De verliezen waren beperkt, mede vanwege gunstige buitenlandse valutaontwikkelingen.



Samenvatting – rendement Evi Fondsen

	September 2023	2023 t/m september	5 jaar*	10 jaar*	Sinds start (september 2002)*
Evi Zeer defensief	-2.5%	0.8%	-0.4%	1.7%	2.3%
Evi Defensief	-2.2%	2.3%	0.8%	2.7%	2.9%
Evi Neutraal	-2.2%	4.2%	2.3%	3.8%	3.6%
Evi Offensief	-2.3%	5.9%	3.8%	5.1%	4.5%
Evi Zeer offensief	-2.6%	6.1%	4.2%	5.6%	4.9%



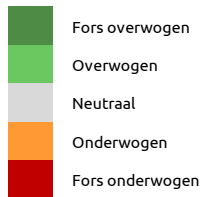
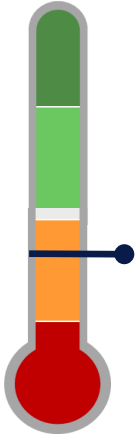
Bron: Evi, 30 september 2023

* Netto rendementen. Rendementen op een horizon langer dan 1 jaar zijn omgerekend naar jaarrendementen. Let op: Resultaten uit het verleden bieden geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten.



Samenvatting – de portefeuille

Thermometer voor aandelen



Positionering Evi

Vermogenscategorie	Oordeel
Cash	Overwogen
Obligaties	Onderwogen
Aandelen	Onderwogen

Obligaties	Oordeel
Staatsobligaties IG	Neutraal
Bedrijfsobligaties IG (wereldwijd)	Neutraal
Obligaties opkomende landen	Neutraal
High yield obligaties	Onderwogen
Inflatie gerelateerde obligaties	Neutraal

Aandelen naar regio	Oordeel
Wereld	Onderwogen
Europa	Onderwogen
Opkomende landen	Neutraal

- Wij denken dat het monetaire beleid nu veel realistischer is ingeprijsd in aandelenmarkten en daarmee een minder directe negatieve invloed hebben op het rendement. We maken ons nog wel zorgen over de groeivoorzichten en de bedrijfswinsten. Zeker nu financiële condities snel zijn verkraapt. We blijven onderwogen aandelen wereldwijd en Europa ten gunste van cash.
- Risico-opslagen (de extra rente die je krijgt voor obligaties boven de veiligste marktrente) op high yield bedrijfsobligaties bewogen in september maar weinig. De rente op high yield bedrijfsobligaties eindigde in september op 7,2%. Het renteniveau klinkt aantrekkelijk, maar recessies zijn ook in deze markt nog niet voldoende meegenomen in de prijs. Een negatief scenario met afnemende groei en hoge inflatie is nauwelijks ingeprijsd. We zien ook neerwaartse risico's, zoals lagere winstgroei en oplopende wanbetalingen. We blijven onderwogen in high yield obligaties.



Nieuwe fondsen, of fondsen vernieuwen?

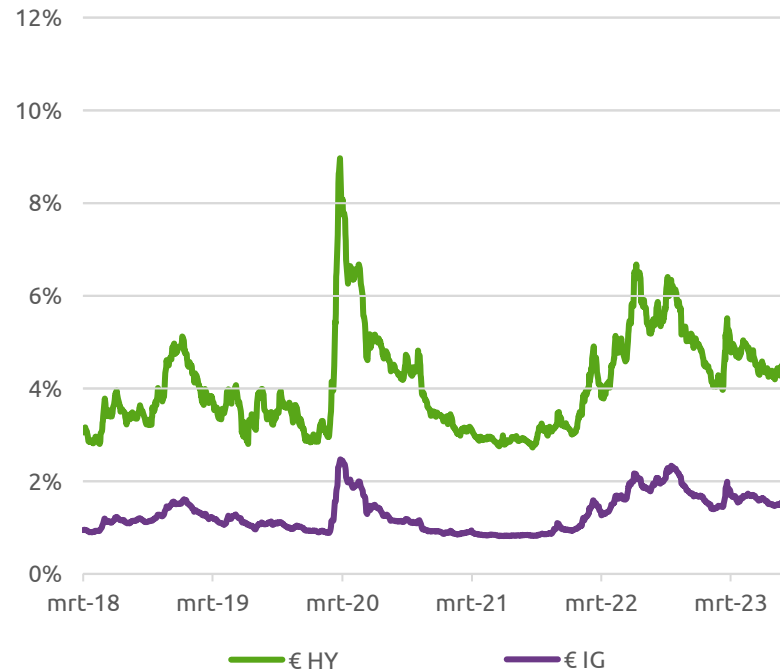
- De beheerders van de Evi Fonden zijn continu bezig om de portefeuille verder te verbeteren. Dit gaat zowel over de *asset allocatie* ('hoeveel beleggen we in aandelen en obligaties?') als om de *invulling* ('welke beleggingsfondsen gebruiken we daarvoor?')
- Voor de invulling introduceren we geregeld nieuwe beleggingsfondsen. Dit hebben we dit jaar voor een aantal categorieën gedaan:
 - Bedrijfsobligaties in euro's (toevoeging green bond fund)
 - Bedrijfsobligaties in dollars (toevoeging passief fonds met vergelijkbaar duurzaamheidsbeleid)
 - Staatsobligaties van opkomende landen (implementatie van ons landenbeleid)
- Maar vervanging van een fonds is niet in alle gevallen nodig. Als wij zien dat een beleggingsfonds op onderdelen kan verbeteren, gaan we eerst met de beheerders in gesprek. Dat hebben we ook gedaan bij het *Kempen Euro High Yield* fonds
- Op de volgende pagina leggen we eerst uit wat High Yield obligaties zijn. Vervolgens vertellen we welke aanpassingen de fondsbeheerder van het *Kempen Euro High Yield* fonds heeft gedaan naar aanleiding van het gesprek



High Yield bedrijfsobligaties

- High Yield bedrijfsobligaties zijn leningen aan bedrijven waar meer risico mee gepaard gaat. Daar staat tegenover dat de rentevergoeding ook hoger is. De afbeelding hiernaast toont het verschil in rentevergoeding tussen *high yield* en *investment grade* (veilige) bedrijfsobligaties
- Omdat het bedrijven met hogere risico's betreft zien we vaak drie grote verschillen met veiligere bedrijfsobligaties:
 - Hogere rentevergoeding
 - Hogere beleggingskosten
 - Minder aandacht voor duurzaamheid
- Voor de fondsbeheerder is het belangrijk te beleggen in de juiste obligaties. De fondsbeheerder doet hiervoor veel onderzoek, waardoor de kosten van deze beleggingsfondsen hoger liggen dan bij veilige bedrijfsobligaties. Evi houdt goed in de gaten dat de extra kosten opwegen tegen het extra verwachte rendement.

Risico-opslagen van HY en IG obligaties door de tijd heen



De grafiek toont de extra rente op deze obligaties ten opzichte van vergelijkbare Nederlandse staatsobligaties. Als de rente op Nederlandse staatsobligaties 3% is, dan betekent een waarde in de grafiek van 2% dus een rente van 5%.

Bron: Bloomberg, Evi



Hoe presteert het Kempen Euro High Yield fonds?

- Ook binnen de categorie Yigh Yield is de keuze groot. De fondsbeheerder kan juist focussen op risicovolle obligaties met een hoge rendementsverwachting of de nadruk leggen op de meer veilige obligaties
- Het Kempen Euro High Yield fonds richt zich op deze laatste categorie en belegt dus in de relatief veilige obligaties in het High Yield universum
- Hierdoor zijn de risico's en de verwachte rendementen ook iets lager. Het fonds belegt daarmee in de meer 'gevestigde' bedrijven

	2023 t/m augustus	2022	1 jaar	3 jaar	5 jaar
Fonds	5.2%	-10.1%	5.5%	-0.2%	1.6%
Benchmark	5.0%	-10.4%	5.6%	-0.2%	1.0%
Vershil	+0.2%	+0.3%	-0.1%	0.0%	+0.6%

Bron: Evi, Kempen

- In de tabel zien we dat het fonds ten opzichte van haar eigen benchmark doorgaans iets beter presteert. Alleen op een horizon van 1 jaar blijft het fonds na kosten een fractie achter op de benchmark
- Als langetermijn belegger is voor Evi de prestatie op een langere horizon het belangrijkste. Over een periode van 5 jaar is er iets meer dan een half procent per jaar extra rendement geleverd (na kosten)



Wat is er veranderd bij Kempen Euro High Yield?

Kosten

- Het fonds heeft belangrijke stappen gezet op het gebied van kosten
- Het fonds rekende eerst een totale beheerfee van 0,43% op jaarbasis. Dit was lange tijd marktconform, maar recent kwamen er goedkopere alternatieven op de markt
- Na overleg met de fondsbeheerder zijn de kosten voor de Evi beleggers verlaagd naar 0,29% op jaarbasis. Dat is een korting van ongeveer 33%
- Hiermee zit het fonds nu bij de goedkoopste aanbieders in deze categorie

Duurzaamheid

- Ook op duurzaamheid zijn grote verberingen doorgevoerd
- Evi hanteert de Paris Aligned Benchmark voor de portefeuille: als iedereen conform deze benchmark zou beleggen zouden de doelen van het Parijsakkoord behaald worden
- Het Kempen High Yield fonds had nog geen concrete CO2 reductiedoelen. Daarnaast waren er slechts beperkte uitsluitingen voor bedrijven die slecht scoren op duurzaamheid
- Dit is aanzienlijk verbeterd:
 - Het fonds heeft nu een duidelijk CO2 reductiepad
 - Bedrijven met slechte duurzaamheidsscores worden uitgesloten
 - Bedrijven die betrokken zijn bij controverses worden uitgesloten
 - Bestaande uitsluitingen zoals tabak blijven natuurlijk bestaan



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

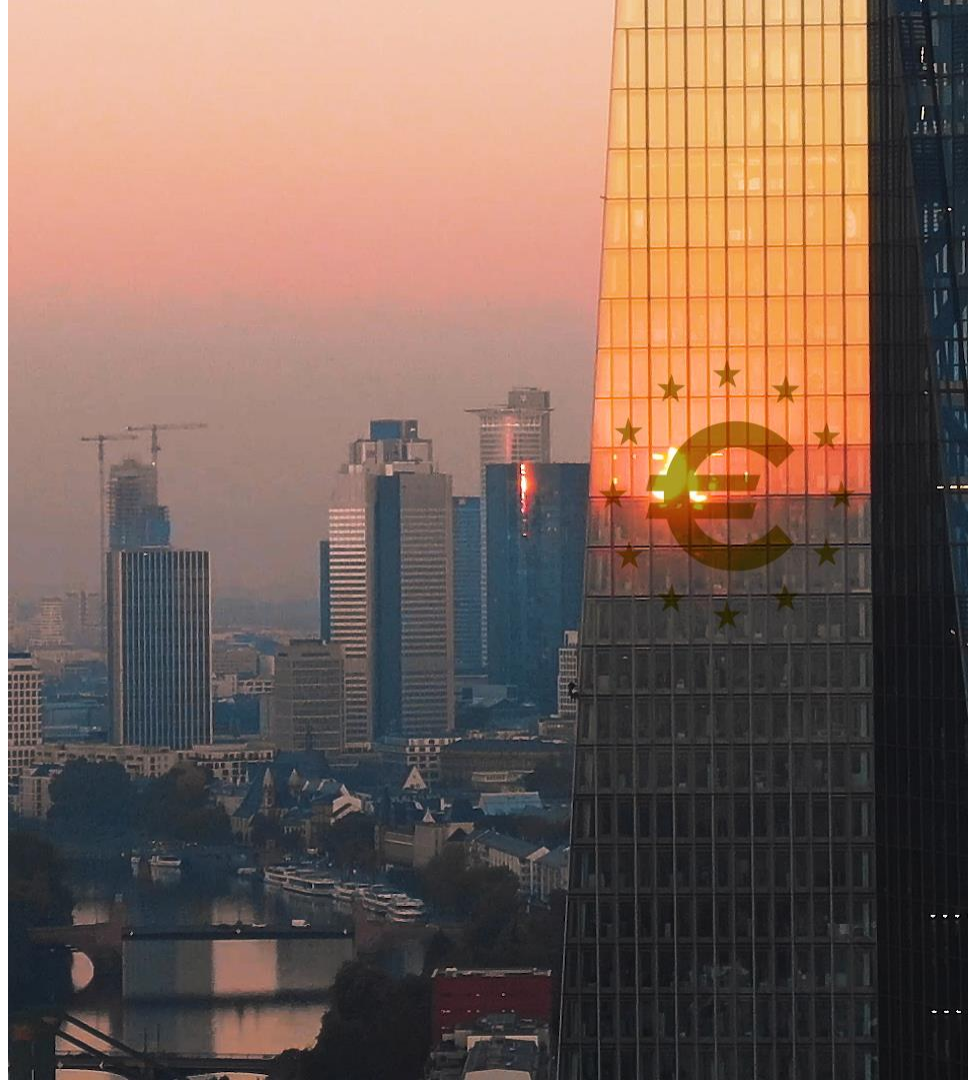
Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

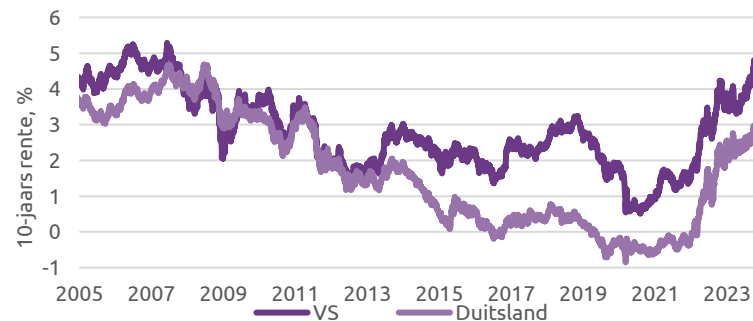
Actuele portefeuille ▶



Centrale banken: hoger voor langer

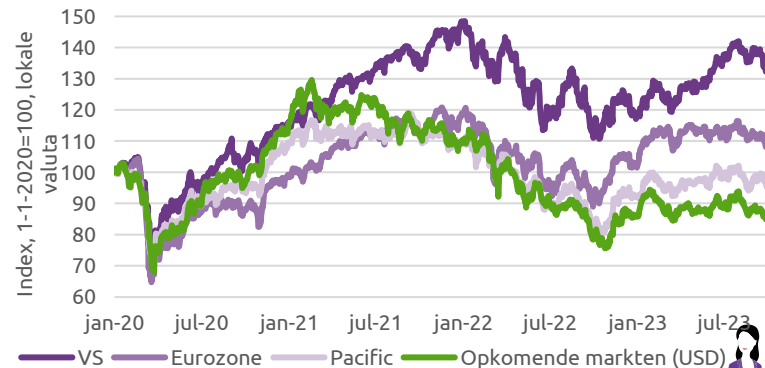
- Centrale bankiers van de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) en van de ECB hebben de boodschap “hoger voor langer” de afgelopen weken herhaaldelijk naar buiten gebracht. En dat is doorgedrongen tot financiële markten. Rentes zijn sterk gestegen en aandelenmarkten gingen onderuit.
- Uit nieuwe ramingen blijkt dat de Fed hogere groei verwacht dan in juni en daarmee niet langer een recessie. De bank voorziet lagere werkloosheid dan eerder gedacht en inflatie die pas in 2026 op het doel van 2% uitkomt. Dat pleit allemaal voor het langer hoog houden van de Amerikaanse beleidsrente. In juni lag de middelste raming van de centrale bankiers voor het niveau van de beleidsrente eind 2024 nog op 4,625%. Dat zou 75 basispunten aan renteverlagingen betekenen vanaf het huidige niveau. In september was de middelste voorspelling opgelopen naar 5,125%, wat nog maar één renteverlaging met 25 basispunten zou betekenen.
- De ECB verhoogde verrassend genoeg de rente nog wel met 0,25% in september. De ECB had zich weliswaar redelijk op de vlakke gehouden wat betreft haar voornemens, maar gezien de zwakke economische groei zou de centrale bank hebben kunnen pauzeren. Er werd toch gekozen voor een verhoging. Wel een verhoging met een stevige boodschap dat dit de laatste verhoging zou kunnen zijn. Ook de ECB zegt nog lang niet toe te zijn aan renteverlagingen. Er bestaat een kans dat ze eerst verder verhogen, bijvoorbeeld vanwege krappe arbeidsmarkten en sterke loongroei.

Tienjaarsrentes fors omhoog...



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen.

... aandelen dalen

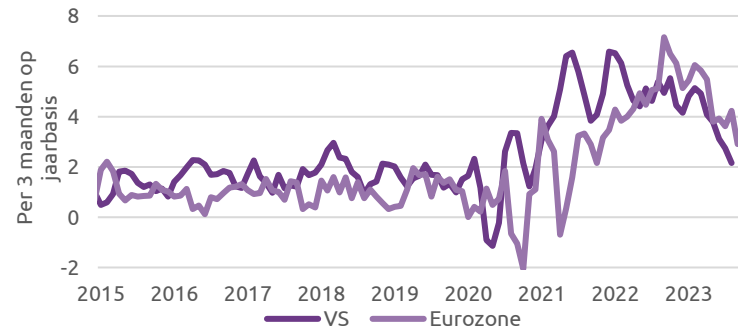


Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen.

Inflatie daalt, groeivoorzichten matig

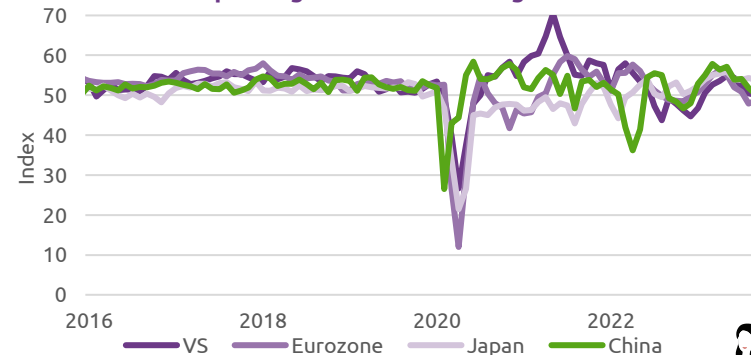
- Dat markten juist centrale banken zo op hun woorden lijken te geloven is opmerkelijk. De inflatie in de VS is onmiskenbaar aan het dalen. De kerninflatie over de afgelopen drie maanden was, omgerekend naar jaarbasis, 2,2% gedaald. En dat is al dicht bij het doel van de Fed.
- In de eurozone daalde de kerninflatie naar 4,5%. Dus ook hier is de daling ingezet. Een alternatieve inflatiemaatstaf, waar de cijfers wel gecorrigeerd worden voor seizoenseffecten, toonde dat de inflatie op driemaands basis is gedaald naar 2,9%. En enquêtes onder bedrijven laten ook zien dat de opwaartse druk op prijzen afneemt. Krappe arbeidsmarkten en loonstijgingen maken een verdere snelle daling van inflatie wel moeilijker.
- Ten aanzien van economische groei, lijken markten meer uit te gaan van een zachte landing, of zelfs geen landing. Daarmee geldt in het huidige klimaat goed nieuws over de economie als slecht nieuws voor aandelenmarkten, omdat dat het beeld van langer hogere rentes versterkt. Met de voortdurende weerbaarheid van de Amerikaanse economie is de kans op een zachte landing toegenomen, maar het risico op een groeivertraging is nog hoog. En met de sterke recente rentestijging is deze kans juist wat toegenomen. In de eurozone groeit de economie al enkele kwartalen nauwelijks en voorlopende indicatoren wijzen niet op verbetering. De ECB verlaagde haar groeiramingen voor dit én volgend jaar, maar wij zien die nog steeds als te optimistisch.

Kerninflatie daalt in VS en eurozone



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen.

Vertrouwen inkoopmanagers dienstverlening neemt af



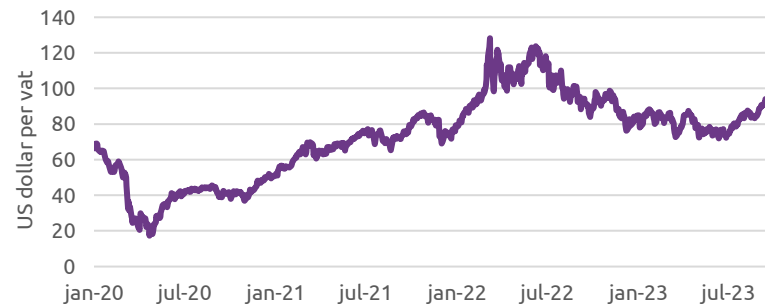
Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen.



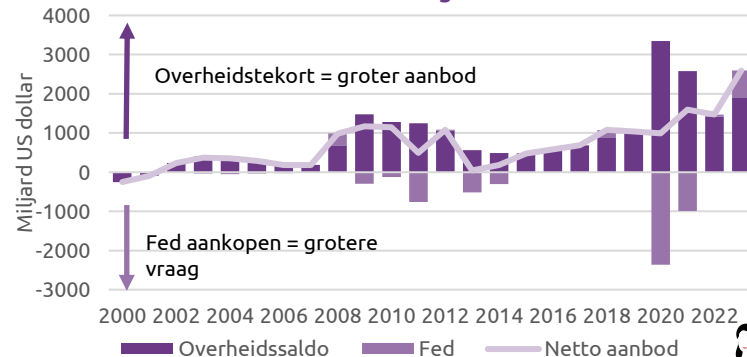
Rentestijging houdbaar?

- Naast centrale banken zien we drie redenen voor de rentestijgingen:
 1. **Hogere olieprijsen** leiden tot hogere totale inflatie. Normaal gesproken zouden centrale banken niet direct moeten reageren op hogere olieprijsen. Hogere olieprijsen remmen immers de economie, vanwege hogere kosten en minder koopkracht, wat de prijsdruk vanzelf doet afnemen. Maar met de hoge inflatie en de onderschatting van centrale banken van de hardnekkigheid daarvan is het nu wellicht lastiger voor centrale bankiers om hogere olieprijsen terzijde te schuiven. Het draagt bij aan het beeld van hoger voor langer.
 2. **Het hoge begrotingstekort in de VS** leidt tot een groot aanbod van Amerikaanse staatsobligaties, wat zorgt voor een opwaartse druk op de rente. Daarbovenop komt nog dat de Fed haar obligatieportefeuille afbouwt. Het netto aanbod aan staatsobligaties kan dit jaar op 10% van het BBP van de VS uitkomen. Beduidend hoger dan tijdens de coronapandemie of de financiële crisis in 2009.
 3. **Technische factoren.** Er zijn beleggers die speculeerden op rentedalingen die nu hun posities wijzigen, wat de opwaartse trend van de rente op korte termijn versterkt.
- Wij denken dat rentemarkten nu wat doorschieten. Dalende inflatie en lagere groei zouden moeten leiden tot lagere rentes. Wij achten de kans toegenomen dat centrale banken de rentes eerder verlagen dan nu door financiële markten wordt verwacht.

Olieprijs bewegelijk



Groot aanbod Amerikaanse staatsobligaties



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen.



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

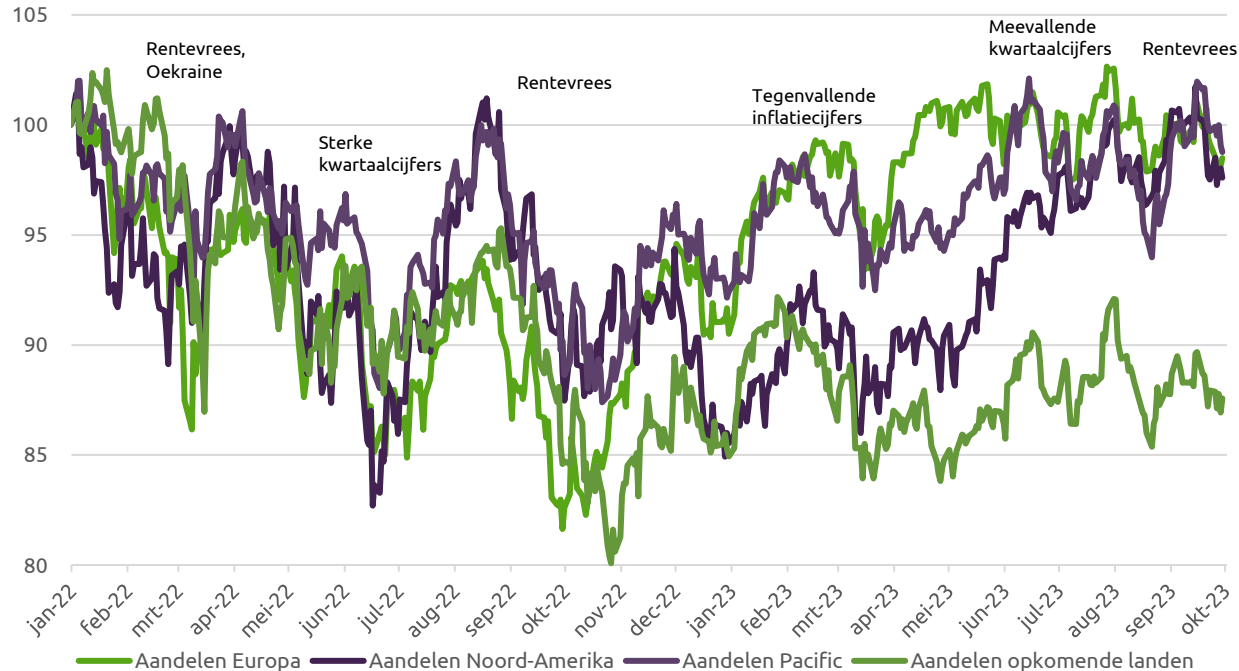
Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

Actuele portefeuille ▶



Aandelen vanaf 2022 (in euro's gemeten, t/m 30 september 2023)



- In september gingen aandelen voor de tweede maand op rij onderuit. Aandelen Noord-Amerika hadden het grootste verlies (-2,2%) en aandelen Pacific boekten als enige geen negatief resultaat (0%).
- De reden voor de verliezen is onmiskenbaar de agressieve toon van centrale banken. Niet dat ze rentes veel verder willen verhogen, maar wel de realisatie van financiële markten dat ze rentes langer hoog willen houden. Dat leidt tot hogere rentestanden en verliezen voor aandelen.
- We maken ons nog wel zorgen over de groeivoorzichten en de bedrijfswinsten. We blijven onderwogen aandelen.

Bron: Bloomberg, 30 september 2023



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

Actuele portefeuille ▶



Obligaties vanaf 2022 (in euro's gemeten, t/m 30 september 2023)



- Alle obligatiekoersen kleurden rood in september. Obligaties uit opkomende landen hadden het grootste verlies (-2,8%), gevolgd door Europese staatsobligaties (-2,7%). Wereldwijde bedrijfsobligaties boekten een verlies van -2,1%.
- Renters maakten in september grote bewegingen, wat leidde tot negatieve rendementen.
- We behouden een neutrale positionering voor staats- en bedrijfsobligaties en blijven onderwogen high yield obligaties.

Bron: Bloomberg, 30 september 2023



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

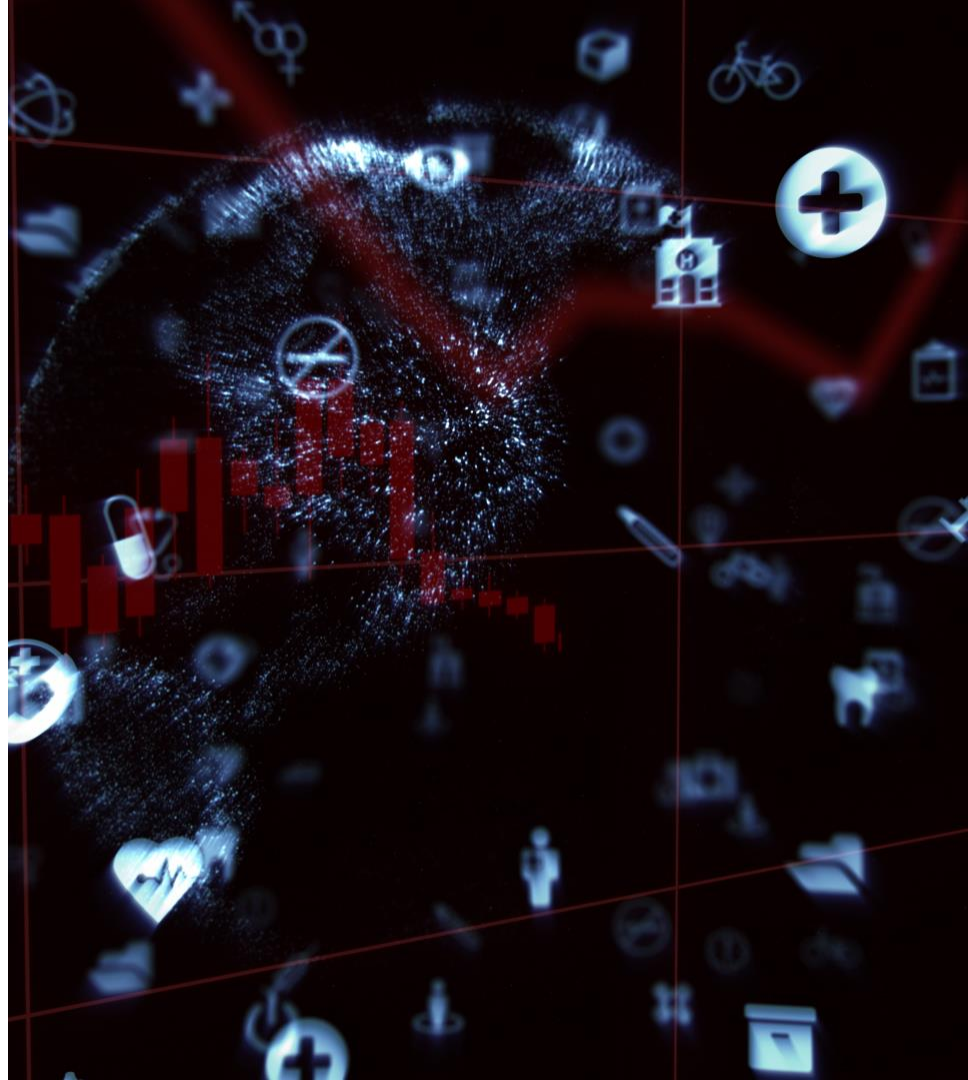
Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

Actuele portefeuille ▶



Visie (1)

Economie

Financiële markten lijken uit te gaan van een zachte landing in de VS. Hierdoor geldt opnieuw 'goed nieuws over de economie is slecht nieuws voor financiële markten', omdat dit het beeld van langer hogere rentes versterkt. Met de weerbare Amerikaanse economie is de kans op een zachte landing toegenomen, maar het risico op een groeivertraging is nog hoog (wat ook versterkt wordt door de recente sterke rentestijging). De economie in de eurozone groeit al enkele kwartalen nauwelijks en voorlopende indicatoren wijzen niet op verbetering. In China lijkt de economie iets te verbeteren na een reeks van tegenvallende cijfers maar is nog niet uit de problemen. Er blijft slecht nieuws komen over de vastgoedsector. Dat tast het vertrouwen onder huizenkopers aan. De vertragende huizenmarkt heeft haar weerslag op lokale overheden, die minder land verkopen en daardoor een grote inkomstenstroom hebben zien opdrogen. Dat kan weer effect hebben op investeringen in infrastructuur.

Inflatie & centrale banken

Centrale bankiers van de Amerikaanse Fed en van de ECB hebben de boodschap "hoger voor langer" de afgelopen weken herhaaldelijk naar buiten gebracht. De Fed pauzeerde de renteverhogingen in september, maar de nieuwe ramingen lieten zien dat de Fed van plan is de beleidsrente een geruime tijd (zeer) hoog te houden tot eind 2024. Hierbij gaat de Fed ervan uit dat economische groei verbetert, waardoor inflatie langzamer daalt. Vanwege nog hoge kerninflatie en krappe arbeidsmarkten verhoogde de ECB in september de beleidsrente nog een keer met 25 basispunten. Na de recente rentebewegingen, verwachten financiële markten de eerste renteverlagingen van centrale banken in de VS en de eurozone pas over een jaar. Wij denken dat financiële markten daar wat in door zijn geschoten en achten de kans toegenomen dat centrale banken de rentes al eerder verlagen. Inflatie daalt in beide regio's en de groeivoorzichten zijn zwak, met name in de eurozone.

Politieke & geopolitieke ontwikkelingen

Voor het eerst in de geschiedenis van de VS is een voorzitter van het Huis (van Afgevaardigden) uit zijn functie ontheven. Republikein Kevin McCarthy werd uit zijn functie gezet op basis van Democratische en rechtse Republikeinse stemmen. De aanleiding was een tijdelijke uitgavenovereenkomst, gesteund door de Republikein McCarthy en de Democratische partij, om een 'shutdown' van de Amerikaanse overheid te voorkomen. Dit ondanks tegenstand van de rechtervleugel van de Republikeinse partij. De laatste keer dat een shutdown plaatsvond, tijdens het presidentschap van Trump, daalde het BBP van de VS met 0,2%. De tijdelijke overeenkomst geldt nu tot 17 november aanstaande. Republikeinen dringen aan op meer fiscale terughoudendheid van president Biden en de Democraten, wat zou kunnen leiden tot lagere fiscale uitgaven in de VS. Het Huis moet opnieuw tot een meerderheidsakkoord komen, dit keer zonder McCarthy.



Visie (2)

Aandelen

In september daalende aandelen voor de tweede maand op rij. Dit keer meer in geïndustrialiseerde landen dan in opkomende markten. Verliezen in de VS waren iets groter dan in Europa en de Pacifische regio. De reden voor de verliezen is onmiskenbaar de agressieve toon van centrale banken. Financiële markten realiseren dat ze rentes langer hoog willen houden. Dat leidt tot hogere rentestanden en verliezen voor aandelen. Wij denken dat het monetaire beleid nu veel realistischer is ingeprijsd in markten en daarmee een minder directe negatieve invloed heeft. We maken ons nog wel zorgen over de groeivoorzichten en de bedrijfswinsten. Zeker nu financiële condities snel zijn verkrappt, mede door de verder gestegen rente. We zijn voorzichtig ten aanzien van aandelen in Europa en de VS vanwege zwakke groei- en winstvooruitzichten met name gedreven door de gevolgen van krap monetair beleid. In de VS is de waardering ook hoog en daarmee zijn deze aandelen duur.

Obligaties

De tweejaarsrente in de VS bleef nagenoeg onveranderd, terwijl de tienjaarsrente steeg. In Duitsland daalden de korte en de lange rente minimaal. Rentecurves blijven in beide landen invers, wat een voorlopende indicator is voor een recessie. We vinden dat de tekenen van lagere inflatie en een einde aan de renteverhogingen in de VS sterker zijn dan in de eurozone en achten de kans op rentedalingen daar relatief groter. Al denken we voor de eurozone wel dat het einde van de rentestijging dichtbij is. Risico-opslagen op Investment Grade bedrijfsobligaties stegen licht in augustus. Hoewel economische indicatoren wijzen op een groeivertraging, blijven risico-opslagen laag. Risico-opslagen op High Yield bedrijfsobligaties stegen eveneens beperkt. Hoewel het renteniveau aantrekkelijk lijkt, zijn recessies nog niet ingeprijsd. Voor obligaties uit opkomende landen steeg de rentevergoeding (zowel in dollars als in lokale valuta). We hebben een neutrale opinie o.b.v. aantrekkelijke rentevergoedingen en dalende inflatie in de VS, maar ook tegenvallende groei in China en risico op verdere groeivertragingen in de VS en de eurozone.



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

Actuele portefeuille ▶



Actuele samenstelling Evi Fondsen (in procenten)

	Evi Zeer defensief	Evi Defensief	Evi Neutraal	Evi Offensief	Evi Zeer offensief
Aandelen ontwikkelde landen	16,1	29,7	47,8	65,6	79,2
Aandelen opkomende landen	2,0	3,5	5,4	7,5	8,9
High Yield Bedrijfsobligaties	3,0	2,1	1,0	0,0	0,0
Staatsobligaties opkomende landen	4,0	3,0	1,9	0,9	0,9
Investment Grade Bedrijfsobligaties	26,0	22,5	15,6	8,6	4,1
Europese Staatsobligaties	45,0	36,0	24,9	13,9	4,0
Liquiditeiten	3,9	3,3	3,4	3,5	2,9
Totaal	100	100	100	100	100

Bron: Evi, 30 september 2023

