



evi



Maandupdate

Evi van Lanschot

September 2023

Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille

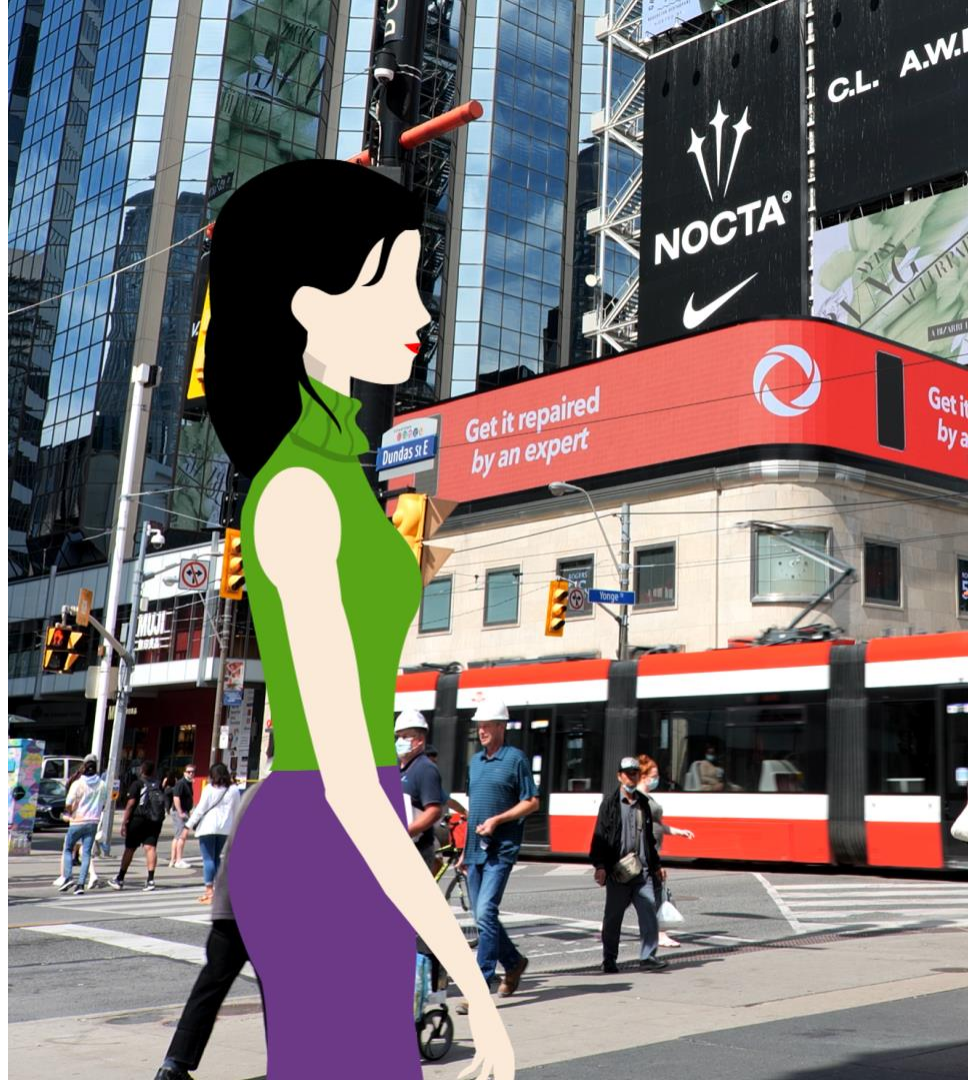
Terugblik

Rendement aandelen

Rendement obligaties

Vooruitblik: onze visie

Actuele portefeuille



Samenvatting – de markt

Inflatie en rente blijven dominante thema's, magere economische vooruitzichten

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 in ontwikkelde markten. Aandelen uit opkomende markten bleven verder achter. Bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende landen hadden een vlak tot licht positief rendement. Rentes op tienjaars staatsobligaties stegen licht in de VS en deze was nagenoeg onveranderd in Duitsland.

Inflatie- en renteverwachtingen zijn nog steeds dominante thema's op financiële markten. De verwachting dat beiden gaan dalen, houdt risicovolle beleggingen op de been. Maar wij denken dat

economische groeivertraging, gedreven door de gevolgen van monetaire verkrapping, nadelig zal zijn voor risicovolle beleggingscategorieën.

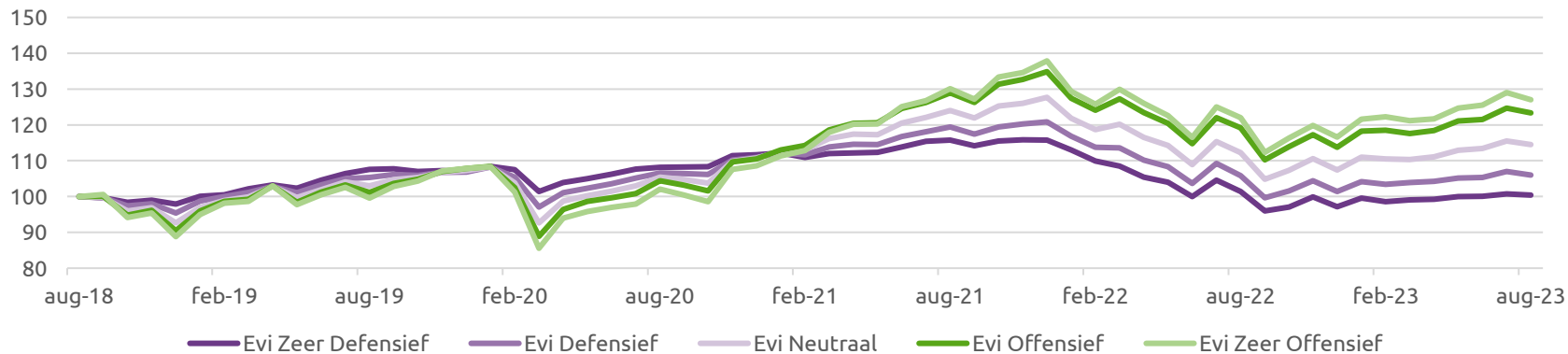
De inflatie in de VS is nog hoog, maar neemt wel af. Het totale inflatiecijfer kwam in juli uit op 3,3%, gesteund door lagere energieprijzen. Exclusief voedsel en energie was dat 4,7% (de CPI-index). Beduidend lager dan de pieken in 2022, maar nog ver boven het doel van de Fed van 2%. De dalende inflatietrend leidt er naar verwachting toe dat de Fed in september de rente niet verder zal verhogen.

Ook in de eurozone zijn de inflatiecijfers nog hoog. In augustus bedroeg de totale inflatie en de kerninflatie in de eurozone 5,3%. Inflatedruk lijkt wat af te nemen, maar het te hoge inflatieniveau en sterke loongroei in de eurozone baren centrale bankiers zorgen.



Samenvatting – rendement Evi Fondsen

	Augustus 2023	2023 t/m augustus	5 jaar*	10 jaar*	Sinds start (september 2002)*
Evi Zeer defensief	-0.3%	3.4%	0.1%	2.1%	2.4%
Evi Defensief	-0.9%	4.5%	1.2%	3.0%	3.0%
Evi Neutraal	-0.9%	6.6%	2.7%	4.3%	3.7%
Evi Offensief	-1.1%	8.4%	4.3%	5.6%	4.7%
Evi Zeer offensief	-1.5%	9.0%	4.9%	6.2%	5.1%



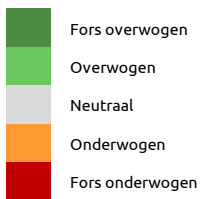
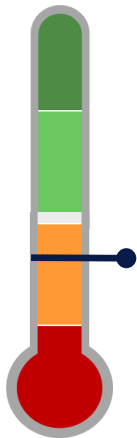
Bron: Evi, 31 augustus 2023

* 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	
Obligaties	
Aandelen	

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

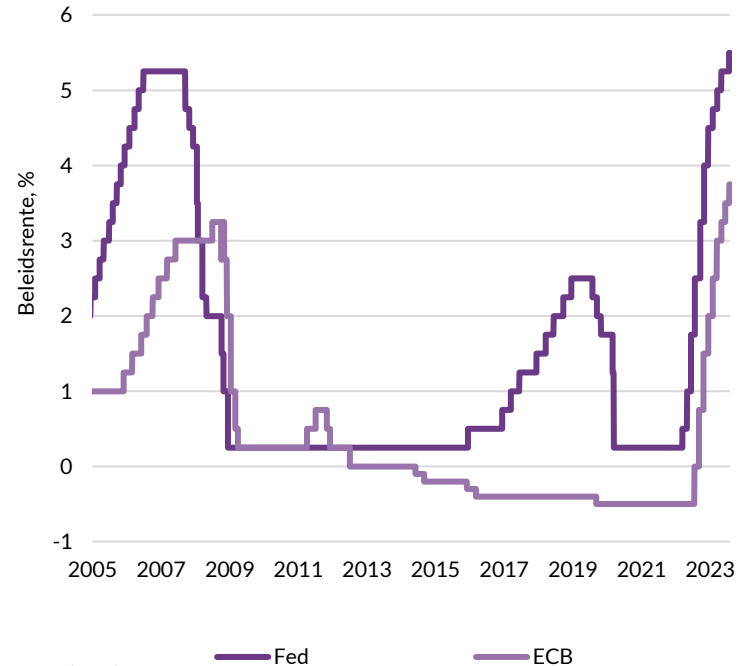
Aandelen naar regio	Oordeel
Wereld	
Europa	
Opkomende landen	

- We zijn bezorgd over de afnemende groei van aandelenkoersen in combinatie met het strakke rentebeleid van de centrale banken. De inflatie zal gaan dalen, maar niet zo snel dat centrale banken markten zullen redden bij tegenvallende winsten. We vinden de verwachtingen voor winstgroei te optimistisch. Bovendien vinden we dat de waarderingen van aandelen de economische risico's niet voldoende weerspiegelen. Het is zeer ongebruikelijk dat het dieptepunt van de aandelenmarkten al wordt bereikt voordat een recessie begint of voordat centrale banken besluiten de rente te verlagen. We blijven onderwogen aandelen wereldwijd en Europa ten gunste van cash.
- De positie voor obligaties blijft neutraal met uitzondering van high yield obligaties. Momenteel is een negatief scenario met afnemende groei en hoge inflatie slechts beperkt ingeprijsd voor dit type obligaties. We zien ook neerwaartse risico's, zoals lagere winstgroei en oplopende wanbetalingen. We blijven onderwogen in high yield obligaties.



Rente? Welke rente?

- Wie het economische nieuws volgt ziet doorlopend berichten langskomen over 'de rente'.
- Als gezegd wordt dat de centrale bank de rente verhoogt, betreft dit de beleidsrente. Dat is de rente waartegen banken elke dag hun overtollige liquiditeiten moeten stallen bij de centrale bank. Hiernaast is het verloop van de rente van de Europese en Amerikaanse centrale bank weergegeven.
- Consumenten hebben te maken met andere rente. Namelijk de rente die banken betalen over het spaargeld of de rentetarieven voor een hypotheek.
- Ook bij beleggen is er sprake van rente. Als u belegt in obligaties van landen en bedrijven, krijgt u daarover ook een rente vergoed.
- Er kan dus niet simpelweg gesproken worden over 'de rente'.

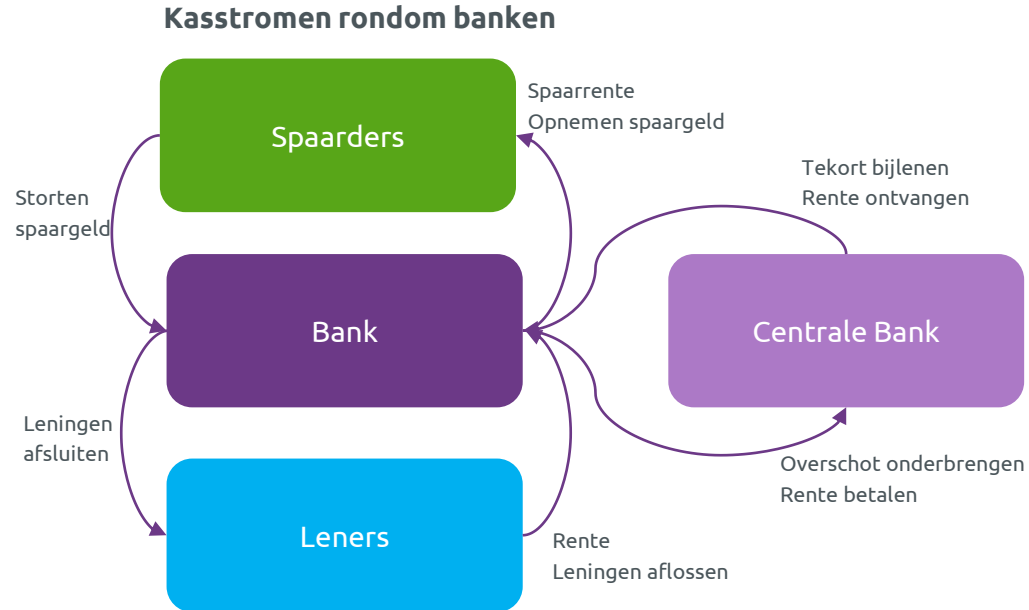


Bron: Bloomberg, Evi



De rol van banken

- Banken zijn *intermediairs*. Zij staan tussen mensen die hun geld nu even niet nodig hebben (sparenders) en mensen die nu extra geld nodig hebben (leners) in.
- Banken *lenen geld van* spaarders en betalen daar rente voor. Wat we 'de spaarrente' noemen is de rente die betaald wordt voor geld dat ieder moment opgenomen kan worden.
- Banken *lenen geld uit* aan consumenten en bedrijven.
- Als banken aan het einde van een werkdag geld 'over hebben' of juist tekort hebben, dan moeten ze dit onderbrengen of lenen bij de centrale bank. Over dit geld ontvangen/betalen ze een rente die de centrale bank vaststelt.



Twee markten

Geldmarkt

- Met de geldmarkt bedoelen we leningen met een looptijd korter dan 2 jaar.
- De rente van de ECB is afgelopen jaar hard gestegen. De rente op obligaties in de geldmarkt is daarin meegegaan en ligt nu ook vrij hoog.
- De spaarrente wijkt hier van af. De spaarmarkt is een kwestie van vraag en aanbod. Spaarders zijn gemiddeld genomen niet snel geneigd naar een andere bank te gaan. Banken kunnen daarom momenteel relatief goedkoop geld lenen van spaarders.

Kapitaalmarkt

- De kapitaalmarkt betreft alle leningen met een looptijd langer dan 2 jaar.
- De rente op de kapitaalmarkt volgt uit de verwachtingen van partijen op deze markt: als zij verwachten dat de rente op de geldmarkt ('de korte rente') gaat dalen, dan nemen ze op de kapitaalmarkt ook genoeg met een lagere rente en andersom.
- Aan de rentes op hypotheek en langer lopende staatsobligaties is te zien dat men momenteel verwacht dat de rente voorlopig rond het huidige niveau zal blijven.



Evi kijkt naar verschillende scenario's

- De geld- en kapitaalmarkten reageren met een andere snelheid op renteveranderingen. Geldmarkten reageren snel terwijl kapitaalmarkten trager meebewegen.
- Twee verbanden liggen ten grondslag aan tactische keuzes die Evi maakt binnen haar obligatieportefeuille:
 - Een stijgende rente is negatief voor obligatiebeleggingen, een dalende rente is juist gunstig.
 - Des te langer de looptijd van een lening, des te groter de impact op het rendement van de lening door de renteverandering (dit noemt men rentegevoeligheid).

Verwachting: de rente gaat stijgen

Acties: We zullen de rentegevoeligheid van de portefeuille verlagen door meer te beleggen in kortlopende leningen en cash (geldmarkt), en minder in langlopende leningen (kapitaalmarkt)

Verwachting: de rente blijft gelijk

Acties: Bij neutrale verwachtingen zullen we weinig veranderen aan onze allocatie

Verwachting: de rente gaat dalen

Acties: Langlopende obligaties zullen meer rendement opleveren door hun hogere rentegevoeligheid. We zullen dan meer beleggen in deze leningen



Wat doet Evi?

- We houden de ontwikkelingen op de financiële markten doorlopend in de gaten. Als de rente of de vooruitzichten voor de rente veranderen dan passen we de portefeuille daarop aan.
- *Evi belegt momenteel relatief meer in korter lopende obligaties, omdat:*
 - De geldmarkt sterk gereageerd heeft op de veranderde beleidsrente.
 - De rente voor langer lopende obligaties daardoor momenteel hetzelfde of zelfs lager is dan voor korter lopende obligaties.
 - Langer lopende obligaties gevoeliger zijn voor renteveranderingen en op korte termijn dus meer risico opleveren.
 - Omdat we een scenario van een sterke rentedaling minder waarschijnlijk vinden.
 - Op de korte termijn verwachten we nog geen daling van de beleidsrente.



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

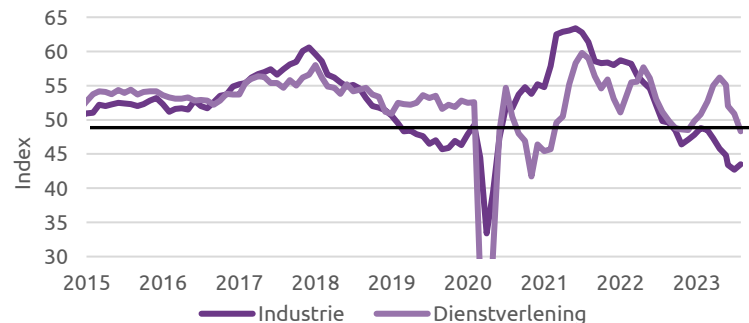
Actuele portefeuille ▶



Zorgen groei Europa en China houden aan

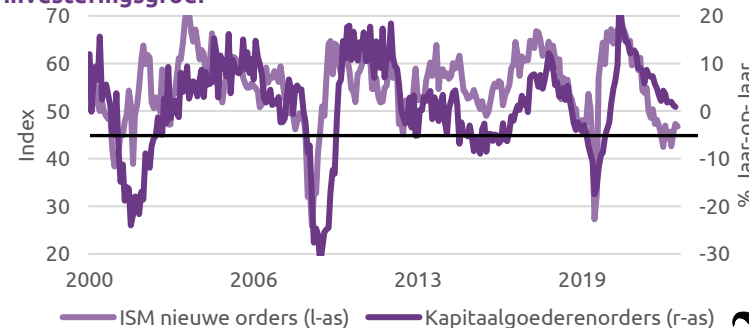
- Aan het kwakkelen van de economie van de eurozone lijkt voorlopig geen einde te komen. Consumenten hebben nog altijd te maken met relatief hoge inflatie, wat druk zet op het vertrouwen en de bestedingen. Door het verkrappende monetaire beleid daalt de geldhoeveelheid in recordtempo en is de groei van de kredietverlening vrijwel stilgevallen. Het vertrouwen onder ondernemers was al laag in de industrie, maar is nu ook sterk gedaald in de dienstensector.
- Ook in China verloopt de groei moeizaam. De crisis op de woningmarkt heeft het vertrouwen van consumenten sterk aangetast. Recent kondigde de overheid maatregelen aan die de woningverkoop 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. Het vertrouwen op de Chinese woningmarkt is sterk afgenomen.
- In de VS trekt vooral de consument de kar. Maar wel ten koste van afnemende besparingen. Door de zwakke huizenmarkt en de afkoelende arbeidsmarkt daalde het consumentenvertrouwen in augustus. Binnenkort moeten huishoudens weer rente en aflossingen op studieschulden gaan betalen, wat een rem op de consumptie zal zetten.

Inkoopmanagersindices eurozone wijzen op krimp



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen.

Ondernemersvertrouwen en orders VS wijzen op lage investeringsgroei



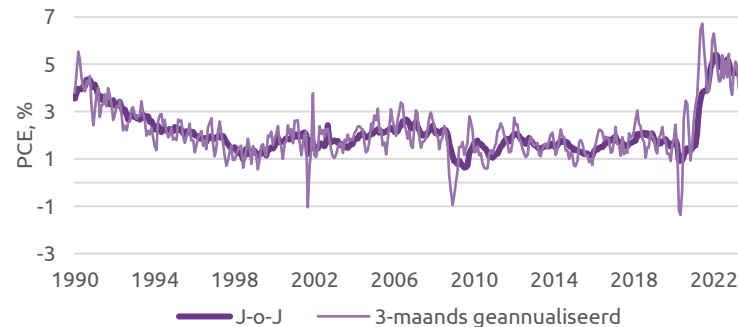
Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen.



Inflatie daalt het snelst in de VS

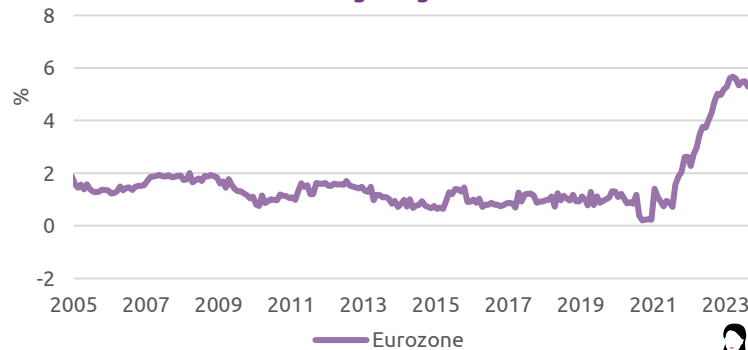
- Kijkend naar de meest gebruikelijke cijfers over inflatie, de verandering van de prijzen in de afgelopen twaalf maanden, dan is de inflatie in de VS nog hoog, vooral de onderliggende inflatie. Het totale inflatiecijfer volgens de CPI-index kwam in juli uit op 3,3%. De sterke dalingen in de afgelopen maanden komen vooral door dalende energieprijzen. Prijzen voor autobrandstoffen waren in juli 20% lager dan een jaar eerder. Exclusief voedsel en energie noteerde de CPI-index in juli 4,7%. Dit is 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. Op 3-maands basis staat de kerninflatie volgens beide indices rond de 3%. 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 is het inflatiecijfer nog hoog. In augustus bedroeg de totale inflatie en de kerninflatie 5,3%. 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.

Kerninflatie daalt in de VS



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen.

Kerninflatie eurozone en VK nog hoog



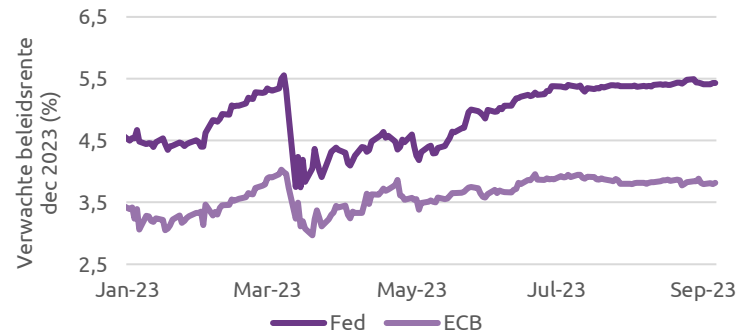
Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen.



Kunnen centrale banken verrassen?

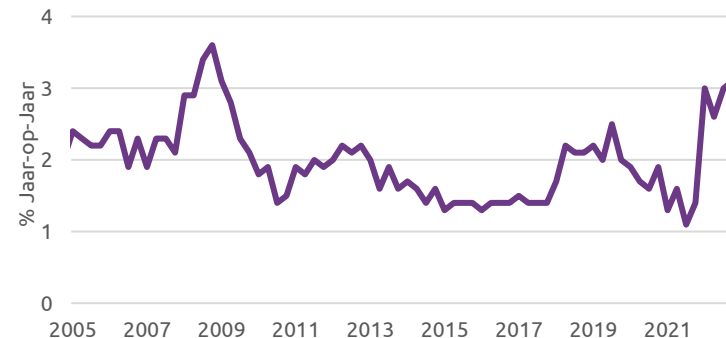
- In augustus waren er geen rentevergaderingen van de Fed en de ECB. Centrale bankiers hielden zich op de vlakte over het toekomstige beleid. De dalende trend in de inflatie in de VS en de afkoelende arbeidsmarkt kan voor de Fed aanleiding zijn in september wederom te pauzeren. De nog hoge loongroei kan een reden zijn de rente verder te verhogen. Maar 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.
- Voor de ECB worden ook geen renteverhogingen meer verwacht. 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. Een renteverhoging in september is mogelijk, maar lang geen zekerheid.
- Kunnen centrale banken gaan verrassen met snelle renteverlagingen? Die kans is voor de Fed wat groter geworden. De inflatie daalt en verwachtingen voor renteverlagingen zijn vanwege de meevallende economische groei naar achter geschoven. Dat is wat ons betreft realistischer, maar biedt ook ruimte voor een verrassing als de Fed de rente eerder verlaagd. Voor de ECB worden geen renteverlagingen voorzien.

Geen renteverhogingen meer verwacht voor Fed en ECB



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen.

Stijging CAO-lonen nog zorg voor de ECB



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen.



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

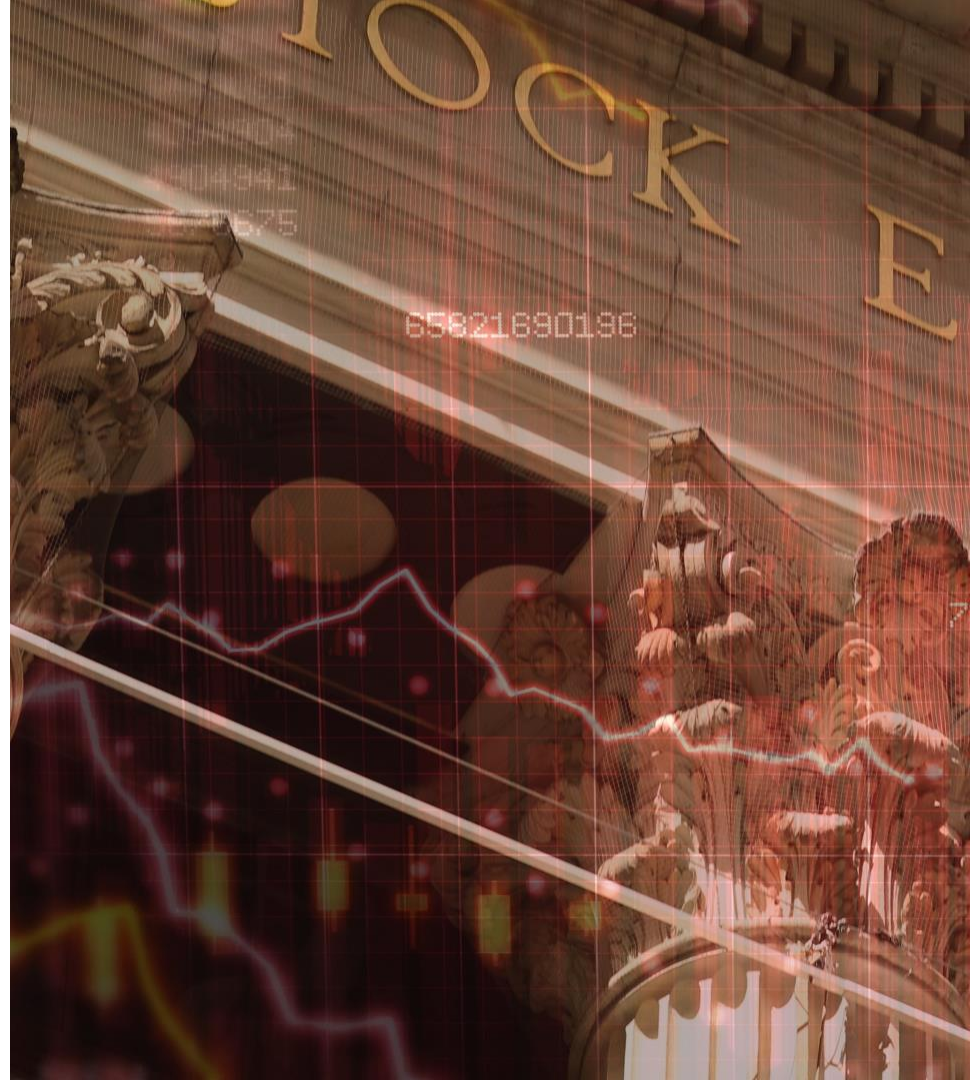
Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

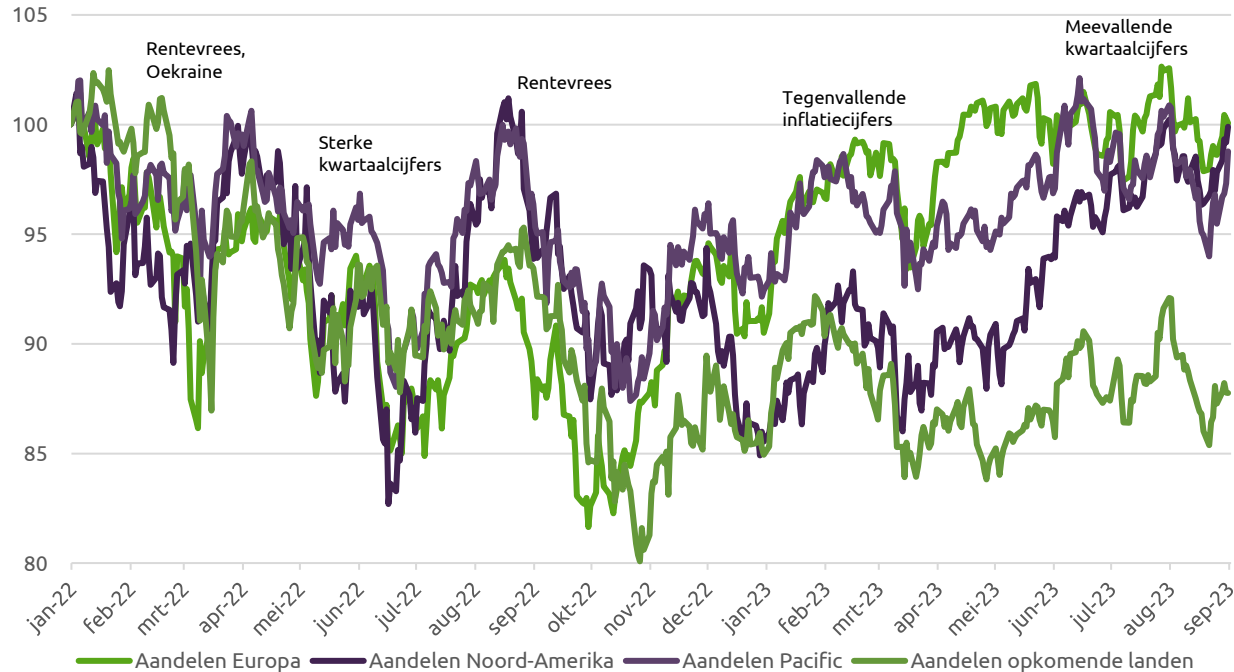
Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

Actuele portefeuille ▶



Aandelen vanaf 2022 (in euro's gemeten, t/m 31 augustus 2023)



- In augustus boekten aandelen in alle brede regio's verliezen. Aandelen Noord-Amerika had het kleinste verlies (-2,4%) en aandelen opkomende landen had het grootste verlies (-4,7%).
- Inflatie- en renteverwachtingen zijn nog steeds dominante thema's op financiële markten. De verwachting dat beiden gaan dalen houdt risicovolle beleggingen op de been.
- Wij denken dat economische groeivertraging nog roet in het eten kan gooien. We handhaven daarom onze voorzichtige positionering en blijven onderwogen aandelen.

Bron: Bloomberg, 31 augustus 2023



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

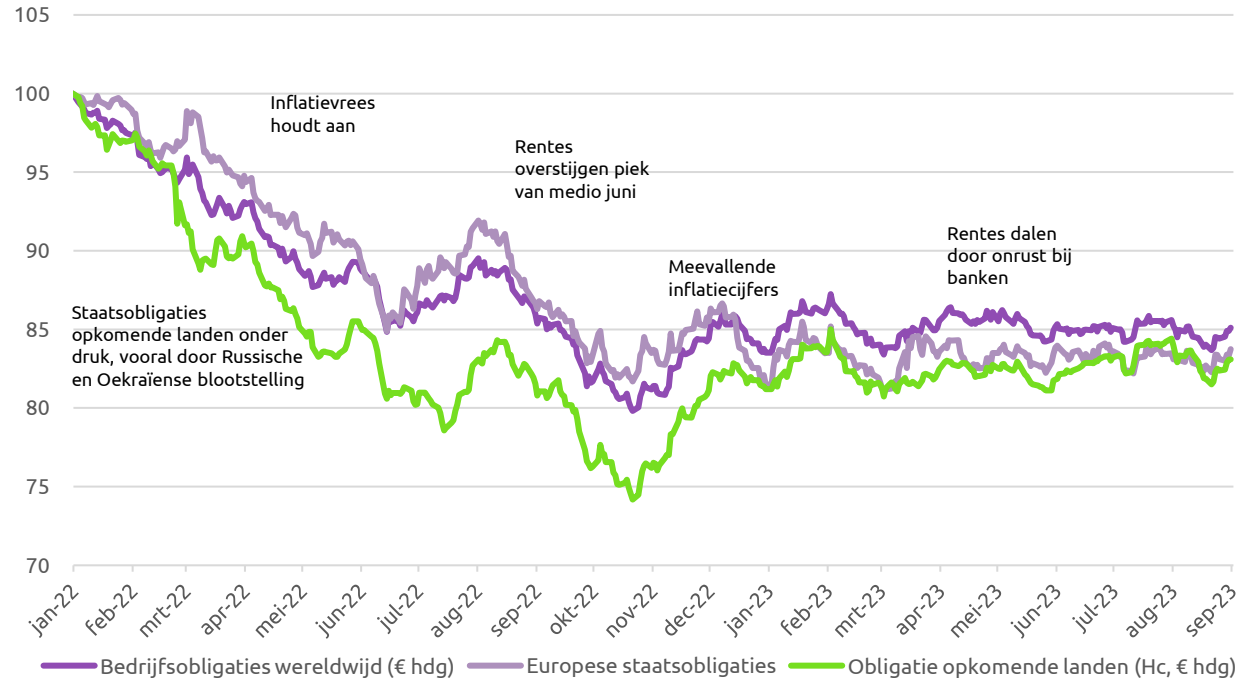
Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

Actuele portefeuille ▶



Obligaties vanaf 2022 (in euro's gemeten, t/m 31 augustus 2023)



- Europese staatsobligaties noteerden een klein positief rendement van 0,4%. De rendementen van bedrijfsobligaties wereldwijd en obligaties uit opkomende landen waren respectievelijk -0,6% en -1,7%.
- In Duitsland was de tienjaarsrente nagenoeg onveranderd, waardoor de rentevergoeding tot een miniem positief rendement leidde. Stijgende rentes en oplopende kredietopslagen speelden bedrijfsobligaties parten.
- We behouden een neutrale positionering voor staats- en bedrijfsobligaties en blijven onderwogen high yield obligaties.

Bron: Bloomberg, 31 augustus 2023



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

Actuele portefeuille ▶



Visie (1)

Economie

De economie van de eurozone blijft kwakkelen. Consumenten hebben nog altijd te maken met relatief hoge inflatie, wat druk zet op het vertrouwen en de bestedingen. Door het verkrappende monetaire beleid daalt de geldhoeveelheid in recordtempo en is de groei van de kredietverlening vrijwel stilgevallen. In de VS trekt vooral de consument de kar, maar wel ten koste van afnemende besparingen. Aan de bedrijvenkant zien we afnemend vertrouwen en het stilvallen van orders voor kapitaalgoederen. Het afkoelen van de arbeidsmarkt, zonder tot nog toe noemenswaardige schade ten aanzien van het aantal werklozen, biedt meer steun voor het scenario van een 'zachte landing' (geen recessie), al zien wij de toekomst somberder in. Net als in Europa is het krappe monetaire beleid zichtbaar in dalende geldhoeveelheden en dalende kredietverlening en het duurt nog even voordat de gevolgen hiervan ten volle hun uitwerking hebben op de economie.

Inflatie & centrale banken

In augustus waren er geen rentevergaderingen van de Fed of de ECB. De trend in de inflatie in de VS (nog hoog, vooral onderliggende inflatie, maar neemt wel af, zeker recentelijk) en afkoelende arbeidsmarkt kan voor de Fed aanleiding zijn in september wederom te pauzeren. De nog hoge loongroei van meer dan 4% kan een reden zijn de rente verder te verhogen. Maar met een beleidsrente die hoger ligt dan de nominale groei, is het monetaire beleid al restrictief.

Voor de ECB worden, net als in de VS, geen renteverhogingen meer verwacht. De aanleiding voor de getemperde verwachtingen t.a.v. de ECB 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, maar de economie is zwak. Een renteverhoging in september is mogelijk, maar lang geen zekerheid.

Politieke & geopolitieke ontwikkelingen

De term 'BRICS', bestaande uit Brazilië, Rusland, India, China en Zuid-Afrika, werd in 2001 geïntroduceerd in een rapport met betrekking tot het economisch potentieel van deze landen. De vijf landen gingen aan de slag met het idee door ook samen een groep te vormen, al bleef de verwachte economische inhaalrace uit. De BRICS-landen eisten recent de aandacht op met de uitbreiding met zes nieuwe lidstaten vanaf 2024 (Argentinië, Egypte, Ethiopië, Iran, Saoedi-Arabië en de Verenigde Arabische Emiraten). Met de toevoeging van deze landen wordt het aandeel van de BRICS+ in de wereldeconomie verhoogd tot boven de 30% van het wereldwijde BBP, inclusief zes van 's werelds top-10 olieproducenten. De uitbreiding past op langere termijn in de trend van geopolitieke verschuivingen richting een multipolaire wereld (een wereld verdeeld over verschillende machtsblokken met meer onafhankelijke economieën en mogelijk ook meer onafhankelijke financiële systemen).



Visie (2)

Aandelen

In augustus boekten aandelen in alle brede regio's verliezen (in lokale valuta). Deze waren vergelijkbaar voor ontwikkelde markten en de verliezen waren groter voor opkomende markten. Ten aanzien van onze visie op aandelen maken wij ons met name 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. Daarbij vinden we verwachtingen voor winstgroei te rooskleurig en dat waarderingen 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. We zijn voorzichtig met wereldwijde aandelen vanwege de hogere waardering 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.

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 de drie 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. We hebben een voorkeur voor de eurozone vanwege hogere risico-opslagen en lagere rentegevoeligheid. 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	48,1	65,7	79,2
Aandelen opkomende landen	2,0	3,5	5,4	7,5	8,9
High Yield Bedrijfsobligaties	3,0	2,0	1,0	0,0	0,0
Staatsobligaties opkomende landen	4,0	3,0	2,0	1,0	0,9
Investment Grade Bedrijfsobligaties	26,0	22,5	15,4	8,5	3,9
Europese Staatsobligaties	44,9	35,9	24,9	13,9	3,9
Liquiditeiten	4,0	3,3	3,3	3,5	3,1
Totaal	100	100	100	100	100

Bron: Evi, 31 augustus 2023

