



evi



Maandupdate

Evi van Lanschot

Oktober 2024

Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille

Terugblik

Rendement aandelen

Rendement obligaties

Vooruitblik: onze visie

Actuele portefeuille



Samenvatting – de markt

Sterk derde kwartaal, nadat zorgen afgeschud werden

Financiële markten lieten een sterk derde kwartaal in 2024 zien. Zowel aandelen als obligatiecategorieën hadden positieve rendementen, ondanks dat er gedurende het kwartaal meermaals zorgen ontstonden. Bijvoorbeeld over de staat van de Amerikaanse economie, de waardering van tech-aandelen, en de beleidsrenteverhoging van de Bank of Japan. Meevallende inflatiecijfers zorgden ervoor dat centrale banken in ontwikkelde landen beleidsrentes kunnen verlagen en zodoende economieën meer kunnen stimuleren. De Amerikaanse economie liet zien nog voldoende op stoom te zijn door middel van een verbeterend vertrouwen van bedrijven in de dienstensector. Verder liet de arbeidsmarkt een sterke banengroei zien in combinatie met een relatief laag aantal aanvragen voor nieuwe werkloosheids-

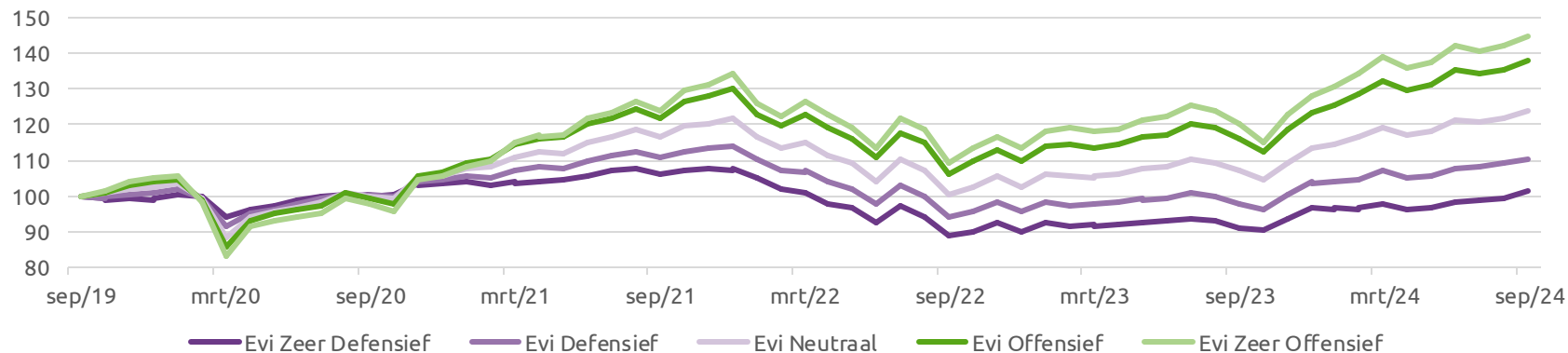
uitkeringen. Aan het eind van het kwartaal kwam de aankondiging van meer (fiscale) steunmaatregelen in China daar nog bij.

In euro gemeten lieten de verschillende aandelenregio's in ontwikkelde markten vergelijkbare positieve rendementen zien. De aandelenrendementen van opkomende markten lagen hoger dan die van ontwikkelde markten. Rentenniveaus namen af, waarbij de daling in de VS sterker was dan in Duitsland. Voor obligatiecategorieën daalden risico-opslagen (dit is de extra rente die wordt betaald t.o.v. de marktrente), al was de mate waarin over het algemeen beperkt. Dit is niet verwonderlijk aangezien risico-opslagen op bedrijfsobligaties al over een langere tijd zijn afgenomen. Voor staatobligaties opkomende landen in harde valuta was de afname in risico-opslagen groter.



Samenvatting – rendement Evi Fondsen

	September 2024	2024 t/m september	5 jaar*	10 jaar*	Sinds start (september 2002)*
Evi Zeer defensief	0.6%	2.8%	-0.1%	1.8%	2.6%
Evi Defensief	0.9%	5.0%	1.9%	2.8%	3.3%
Evi Neutraal	1.0%	7.5%	4.4%	4.2%	4.1%
Evi Offensief	0.8%	9.7%	6.8%	5.6%	5.1%
Evi Zeer offensief	0.9%	11.0%	8.0%	6.1%	5.5%



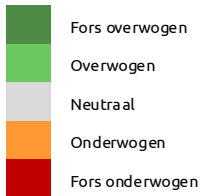
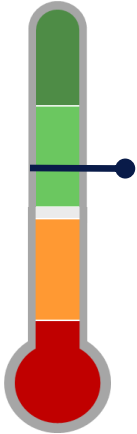
Bron: Evi, 30 september 2024

* Netto rendementen. Rendementen op een horizon langer dan 1 jaar zijn omgerekend naar jaarendementen. 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	

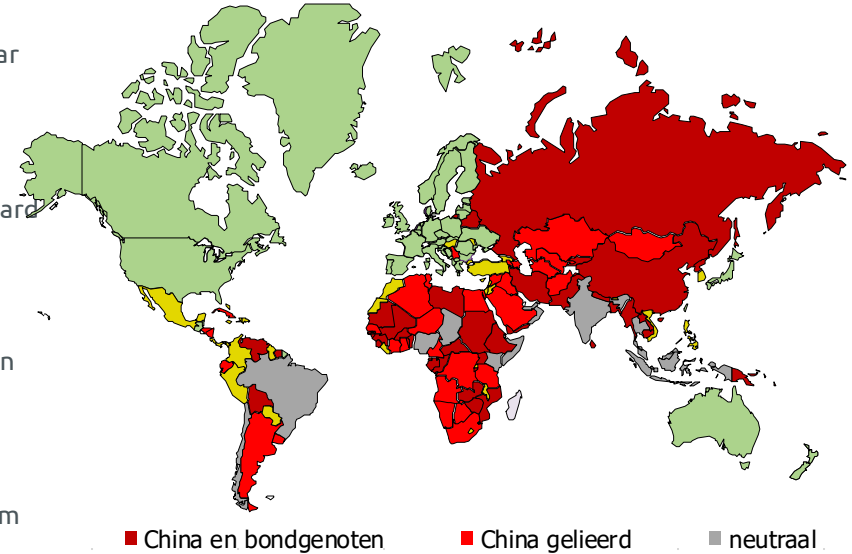
Aandelen naar regio	Oordeel
Europa	
Noord-Amerika	
Pacific	
Opkomende landen	

- De economische vooruitzichten in de VS zijn verbeterd, terwijl de economie van de eurozone blijft kwakkelan. Toch denken we dat de groei voldoende zal zijn om winsten te laten groeien, terwijl de inflatie daalt en centrale banken rentes zullen verlagen. Winstverwachtingen voor de komende twaalf maanden worden naar boven bijgesteld, hoewel het aantal analisten dat naar boven bijstelt wel afneemt. Iets om in de gaten te houden. We hebben een neutrale visie op opkomende markten, want we vinden daar de groei, het momentum en de herziening van de winsten niet sterk genoeg voor een overwogen positie. We blijven overwogen aandelen ontwikkelde markten met een accent op Europese aandelen.
- In de VS vinden we de risico-opslag (de extra rente op bedrijfsobligaties t.o.v. de marktrente) zeer laag, wat investment grade bedrijfsobligaties onaantrekkelijk maakt. De economische vooruitzichten in de VS zijn op korte termijn verbeterd, maar al zouden risico-opslagen stijgen, dan heeft dit een negatief effect op het rendement. Ook in de eurozone is de risico-opslag laag, maar minder extreem dan in de VS. We blijven onderwogen Amerikaanse bedrijfsobligaties met goede kredietwaardigheid.



Geopolitiek en beleggen

- Bij Evi beleggen we wereldwijd. Daardoor hebben overheden en daarmee de politiek duidelijke invloed op het beleid van bedrijven en hun resultaten. Deze maand gaan we dieper in op een aantal gebieden waar deze invloed zichtbaar wordt:
 - **Wet- en regelgeving:** Als gevolg van Europese duurzaamheidswetgeving is Apple verplicht haar producten standaard te voorzien van een USB-c aansluitingen
 - **Subsidies:** De VS stimuleert de bouw van chipfabrieken in Amerika om minder afhankelijk te zijn van het buitenland
 - **Importheffingen en –restricties:** Het Nederlandse ASML mag geen geavanceerde chipmachines exporteren naar China
- China probeert al enkele jaren de hegemonie van de VS op het wereldtoneel te doorbreken. De VS gebruikt economische middelen om dit tegen te houden. Met name het subsidiëren en het opleggen van restricties en/of heffingen worden de afgelopen jaren vaak ingezet voor het behalen van geopolitieke doelen.



Bron: Capital Economics, Van Lanschot Kempen.



Uitdagingen voor Europa en opkomende landen

Europa en Afrika zitten 'klem' tussen de Amerikaanse en Chinese machtsblokken door interne verdeling en andere factoren die economische tegenwind veroorzaken.

Europa

- De Europese bevolking **vergrijs**t. Dat betekent dat dezelfde hoeveelheid werk met minder personen gedaan moet worden. Omdat de arbeidsproductiviteit niet snel genoeg stijgt maakt dit economische groei erg lastig
- De **militaire defensie** van Europa is zwaar gefragmenteerd en heeft lang volledig op de VS geleund. Hogere investeringen lijken inmiddels gegarandeerd, maar het zal lang duren voor dit grote effecten heeft. Zowel defensief als economisch
- Bedrijven **investeren** relatief weinig in Europa. De voorkeur gaat vaker uit naar landen zoals China (goedkopere arbeid/staatssteun) of juist de VS vanwege de lagere regeldruk

Opkomende landen

- De opkomst van China als wereldmacht heeft in de VS duidelijk een reactie uitgelokt. De VS probeert met **importheffingen, export- en importverboden** de invloed en macht van de Chinese overheid te beteugelen
- Hoewel China ook zonder medewerking van de VS groeit is duidelijk dat dit een remmend effect heeft op de Chinese economie. Bovendien heeft de communistische partij de neiging om bedrijven die té succesvol en machtig worden zelf actief tegen te werken
- Dat maakt het voor private investeerders risicovol om in China te beleggen. Omdat China de grootste speler in de **opkomende markten** is, raakt dit de gehele categorie



Hoe gaat Evi hiermee om?

Europa

- Vanwege de uitdagingen waar Europa voor staat, vinden wij Amerikaanse aandelen aantrekkelijker dan Europese aandelen. Daarom hebben wij begin 2024 onze portefeuille hierop aangepast door meer te beleggen in de VS dan daarvoor
- Dit jaar heeft deze keuze tot op heden positief bijgedragen aan het resultaat. Vooral omdat (net als voorgaande jaren) een kleine groep grote Amerikaanse techbedrijven opnieuw zeer goed presteert t.o.v. het marktgemiddelde

Opkomende landen

- We beleggen sinds dit jaar niet meer in Chinese staatsobligaties vanwege de link met het autoritaire communistische bestuur. Beleggen in Chinese aandelen is mogelijk zolang de overheid geen meerderheidsbelang of bijzonder aandeel heeft.
- Op dit moment beleggen wij 10% van de aandelen in opkomende landen. Richting 2025 overwegen we om dit percentage licht af te bouwen. Een groot vraagstuk hierbij is de uitslag van de Amerikaanse verkiezingen
- Bij een hervervkiezing van Trump nemen in onze ogen de risico's voor opkomende landen aanzienlijk toe ten opzichte van een winst voor Harris. Trump schuwt het gebruik van zeer hoge importheffingen niet, en voert over het algemeen een onvoorspelbaarder beleid. Wij houden dit daarom nauwlettend in de gaten



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

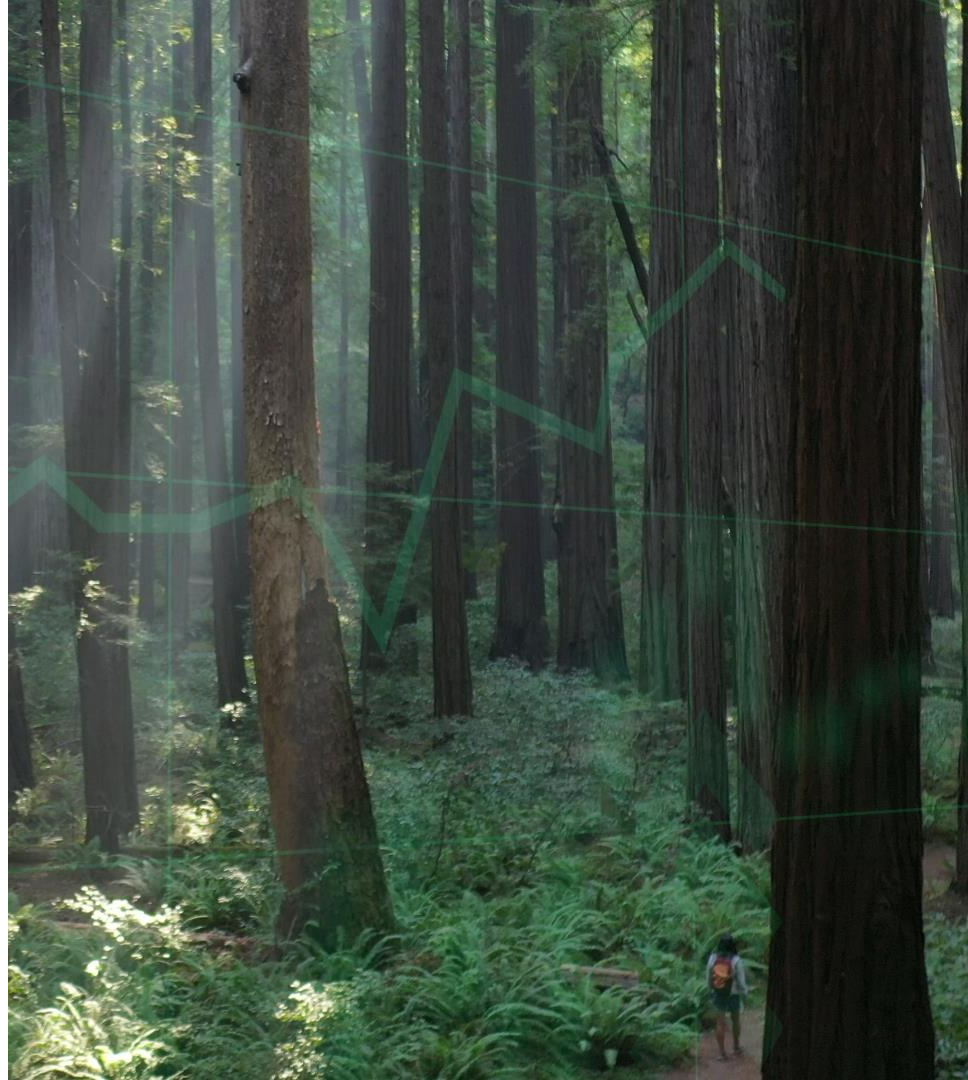
Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

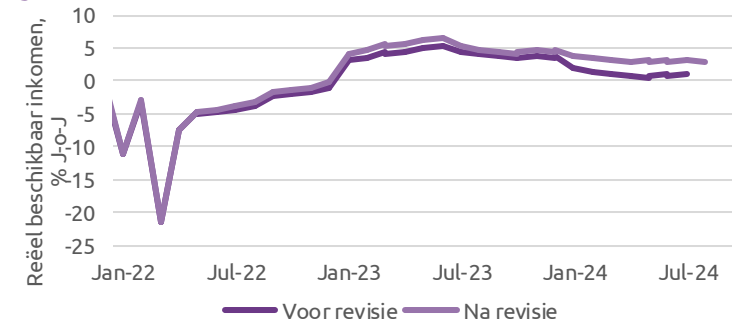
Actuele portefeuille ▶



Minder zorgen VS, terwijl eurozone en China kwakkelen

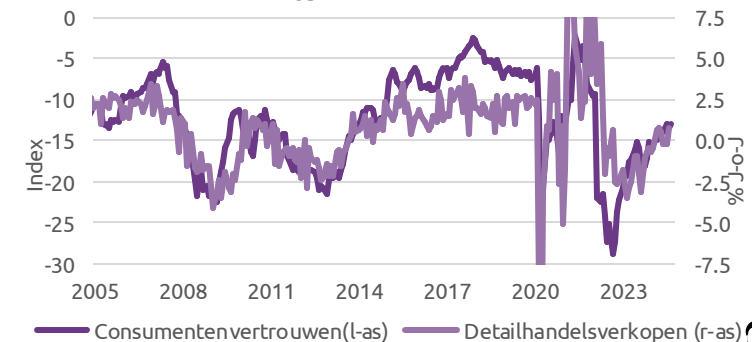
- We zijn minder bezorgd over de Amerikaanse economie. De herziene BBP-cijfers tonen een sterkere groei van het huishoudinkomen en een hogere spaarquote. Het reële beschikbare inkomen groeide met 3,2% en de spaarquote 4,8, wat aangeeft dat de Amerikaanse consumenten binnen hun financiële grenzen leven. Daarnaast waren de arbeidsmarkt cijfers van september positief, met meer nieuwe banen dan verwacht en voor de tweede maand op rij dalende werkloosheid. Hoewel er tekenen zijn van afkoeling op de arbeidsmarkt, is er geen sprake van een vicieuze cirkel van oplopende werkloosheid en dalende consumentenbestedingen.
- Indicatoren in de eurozone wijzen op een stagnerende economie. De inkoopmanagersindex in de dienstensector daalt, wat aangeeft dat de eerdere positieve signalen afnemen. We hebben nog wel vertrouwen in de consument wiens koopkracht verbetert en die veel heeft gespaard. Het consumentenvertrouwen neemt trendmatig toe en daarmee herstellen ook de detailhandelsverkoop. De groei van de werkgelegenheid neemt wel af, maar dit leidt nog niet tot een hogere werkloosheid.
- Ook in China zijn economische problemen zichtbaar, wat de autoriteiten heeft aanzet tot stimuleringsmaatregelen. Wij betwijfelen of die de problemen zullen oplossen. Op korte termijn kan het groei-doel van 5% benaderd worden, maar op wat langere termijn voorzien we een lager groeitempo in China dan voorheen.

Inkomensgroei Amerikaanse huishoudens blijkt beter dan gedacht



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen.

Consument eurozone krijgt meer vertrouwen



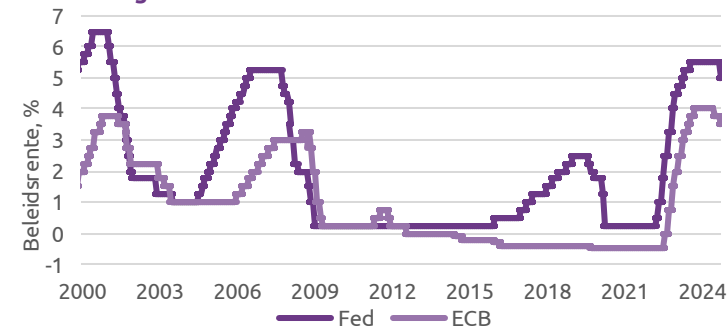
Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen.



Fed en ECB op weg naar verlagingen van 25 basispunten?

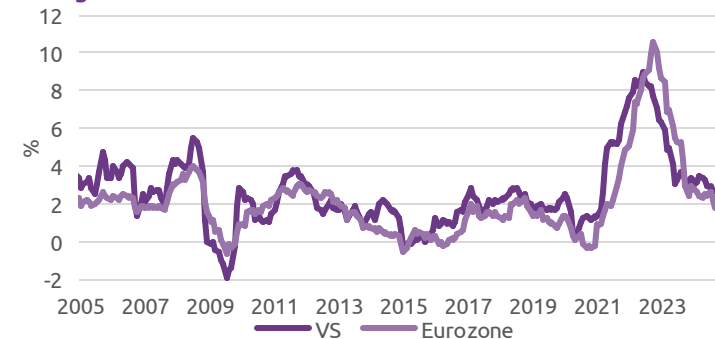
- De Fed begon de cyclus van renteverlagingen met een forse stap van 50 basispunten (0,5%), een maatregel die de Fed meestal reserveert voor tijden van financiële onrust. In eerste instantie heerste twijfel of de Fed iets ziet dat de markten niet zien of juist dat de Fed hiermee liet blijken achter de feiten aan te lopen. Het vooruitzicht van verdere verlagingen met 25 basispunten beviel aandelenbeleggers aanvankelijk niet, maar later overheerste optimisme omdat groei en renteverlagingen gunstig zijn voor aandelen. Wij denken dat de dalende inflatie grotere stappen dan een verlaging van 25 basispunten mogelijk maakt, vooral omdat de beleidsrente nog ver boven het neutrale niveau ligt. Desondanks gaan we uit van stappen van 25 basispunten, omdat we denken dat de economische groei op peil blijft en de Fed, met recente hoge inflatie in gedachten, geen risico wil nemen met te snelle renteverlagingen.
- De ECB heeft tussen haar eerste twee renteverlagingen in juni en september een pauze ingelast. Gezien de matige groeivoorzichten is de vraag of er na september ook een pauze word ingelast. Wij denken dat de kans op een renteverlaging is toegenomen, door dalende inflatie en uitspraken van ECB-voorzitter Lagarde en ECB-bestuurder Schnabel. Zij hebben meer vertrouwen gekregen dat de inflatie onder controle komt, waarbij Schnabel ook verwees naar de matige groei vooruitzichten.

Fed verlaagt later maar sneller



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen.

Daling inflatie zet door

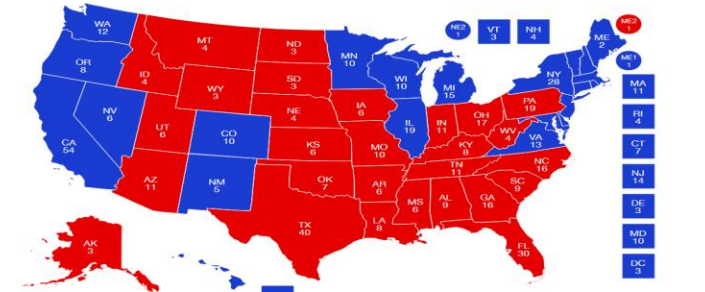


Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen.



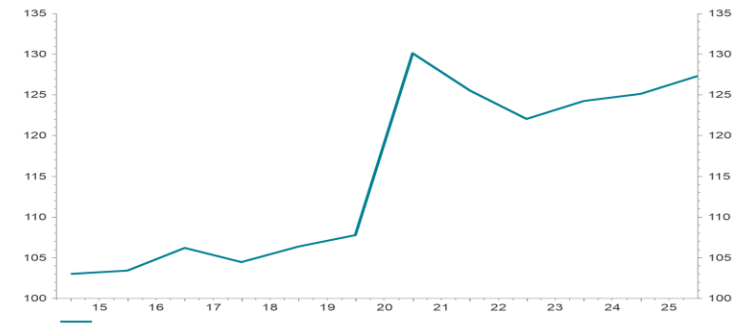
VS verkiezingen: niet enkel de president telt

- Het presidentiële deel van de verkiezingen krijgt alle aandacht, maar de impact op markten hangt ook af van de congresverkiezingen. De meest waarschijnlijke scenario's zijn een 'rode golf' (Trump met een Republikeins Congres) en een 'verdeeld bestuur' (Harris met een Republikeins Congres).
- Trump wil de federale bedrijfsbelasting verlagen naar 15%, terwijl Harris deze wil verhogen tot 28%. Dit zou voor de S&P500 kunnen resulteren in 4% hogere of 5% lagere winsten. Bij een 'verdeeld bestuur' gebeurt er waarschijnlijk niets.
- Trump wil verhoogde invoerheffingen en migratie beperken. Volgens schattingen kan volledige en snelle implementatie van dit pakket de inflatie met +2,3% verhogen, bijvoorbeeld doordat de arbeidsmarkt verder verkraapt. De potentiële groei kan hierdoor tot -1,5% dalen. In de praktijk worden campagnebeloften vaak geleidelijk en minder extreem geïmplementeerd.
- In geval van 'verdeeld bestuur' verwachten we weinig impact op de markten. Bij een 'rode golf' kan de initiële reactie van aandelenbeleggers positief zijn vanwege de verlaging van de winstbelasting. Door het inflatoire karakter van het beleid en de strikte houding van de Fed, kan de reactie echter negatief uitpakken. Europese en Chinese markten zullen kwetsbaar zijn voor handelsspanningen.
- Bij beide kandidaten is er opwaartse druk op de lange rente vanuit begrotingsperspectief. Minder groeimomentum kan die druk temperen. Welk scenario ook volgt, de hoge schulden blijven een aandachtspunt.



Bron: Real Clear Politics.

VS: bruto overheidsschuld t.o.v. BBP, als percentage



Bron: DG ECFIN AMECO, Van Lanschot Kempen.



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille

Terugblik

Rendement aandelen

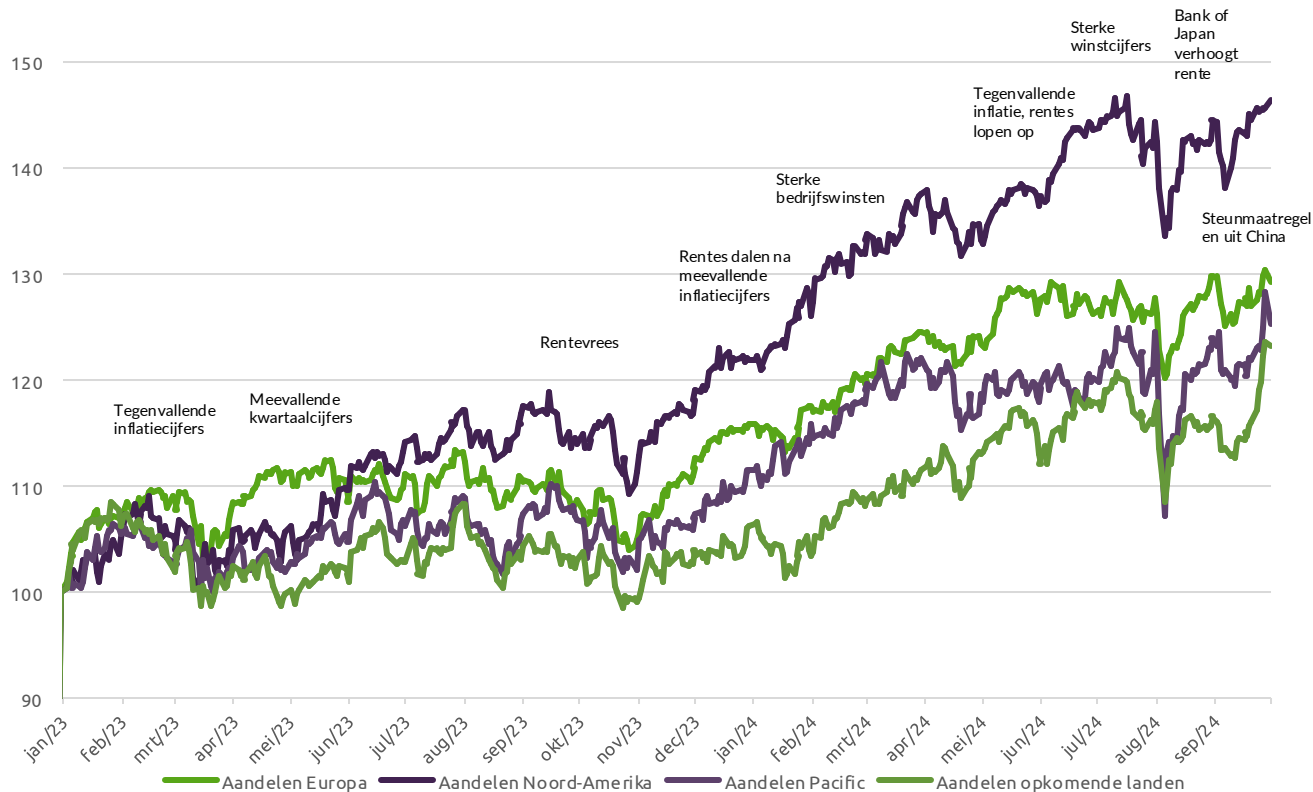
Rendement obligaties

Vooruitblik: onze visie

Actuele portefeuille



Aandelen vanaf 2023 (in euro's gemeten, t/m 30 september 2024)



Bron: Bloomberg, in euro's gemeten

- Ondanks de daling aan het begin van de maand, wisten de wereldwijde aandelenmarkten licht te stijgen. In Noord-Amerika (+1,3%), Pacific (+1,2%) en opkomende markten (+5,8%) boekten de aandelenkoersen winst. In Europa was er een beperkt verlies (-0,4%).
- Aandelen deden het goed door meevallende inflatiedata, maar in de eurozone kwakkelde het.
- We verwachten groeiende winsten, dalende inflatie en lagere markttrentes. Hierdoor stijgen de winstverwachtingen. We blijven overwogen aandelen uit ontwikkelde markten met een voorkeur voor Europa.



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

Actuele portefeuille ▶



Obligaties vanaf 2023 (in euro's gemeten, t/m 30 september 2024)



Bron: Bloomberg, in euro's gemeten

- Wederom behaalden alle hier getoonde obligatiesoorten winsten. Bedrijfsobligaties boekten een winst van 1,2%, staatsobligaties stegen met 1,3% en obligaties uit opkomende landen lieten een stijging zien van 1,7%.
- Rentes en risico-opslagen veranderden maar licht wat slechts een kleine impact had op het rendement. Het kleine positieve rendement komt dan ook voornamelijk voort uit de rentevergoeding die betaald wordt.
- We blijven, onderwogen in bedrijfsobligaties uit de VS en high yield obligaties, vanwege de lage rentevergoeding (risico-opslag) die voor deze categorieën geldt.



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille



Terugblik



Rendement aandelen



Rendement obligaties



Vooruitblik: onze visie



Actuele portefeuille



Visie (1)

Economie

Herziene cijfers in de VS duiden op een spaarquote van bijna 5%, in plaats van de eerdere 2,9%. Consumenten hebben daarmee minder boven hun stand geleefd dan eerder gedacht. Positief dus voor toekomstige economische cijfers. De arbeidsmarkt in de VS liet in september een sterke banengroei zien, terwijl aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen laag bleven. De arbeidsmarkt valt dus niet stil, maar koelt wel langzaam af gezien minder openstaande vacatures en minder baanwisselingen. Naast dat Draghi in een lijvig rapport aanbevelingen deed om Europa op lange termijn weerbaar te houden, lijken de groeivoorzichten op korte termijn ook matig. De opleving in de industrie en diensten van eerder dit jaar is inmiddels weer voorbij. De dienstensector staat er beter voor dan de industrie, met sterkere prestaties in het zuiden.

Inflatie & centrale banken

In september verlaagde de Fed voor het eerst de beleidsrente, met maar liefst 0,50%. Een dergelijke start is historisch voorbehouden aan crisisachtige omstandigheden. Zo niet deze keer. Voor de komende maanden zou, vanwege dalende inflatie en de huidige hoge beleidsrente, stappen groter dan 0,25% mogelijk zijn. De totale PCE inflatie ligt inmiddels op 2,2% en de kerninflatie rond 2,7%, al laat deze wel een dalende trend zien. Vanwege groei die op peil blijft, en de Fed die zich de recente hoge inflatie nog goed kan herinneren, gaan wij echter uit van stappen met 0,25%. Voor financiële markten zou dit rentes wat hoger kunnen zetten, maar uiteindelijk zijn renteverlagingen positief voor aandelen.

De ECB heeft de rente sinds juli tot en met september twee keer verlaagd. Wij denken dat de kans op een renteverlaging in oktober is toegenomen. De groei valt tegen en de inflatie daalde in september naar 1,8%, waarmee deze onder het doel van de ECB van 2% uitkwam. Inflatie in de dienstensector blijft hardnekkig, al zal deze ons inziens gaan dalen door afnemende loongroei. Uitspraken van ECB-voorzitter Lagarde en ECB-bestuurder Schnabel duiden erop dat een renteverlaging in oktober inderdaad mogelijk is.

Politieke & geopolitieke ontwikkelingen

De oorlog in het Midden-Oosten raakt naast het humanitaire leed ook de economie. De olieprijs steeg ongeveer 10% in een week tijd. De opwaartse druk op de olieprijs kan voortduren indien op enig moment de oliebevoorrading in het gedrang komt. Ca. 20% van de wereldwijde oliebevoorrading komt uit de golfregio. Los van de olieproductie dreigt er niet onmiddellijk een nijpend probleem.



Visie (2)

Aandelen

Na dalingen aan het begin van de maand, wisten wereldwijde aandelenmarkten in september licht te stijgen. Dat kwam vooral door een klein plusje in de VS en een sterke stijging in China. De economische vooruitzichten in de VS zijn verbeterd. De spaarquote is hoger dan eerder gedacht en de arbeidsmarkt koelt weliswaar langzaam af, maar blijft nog voldoende solide. Over het effect van stimuleringsmaatregelen in China bestaat nog onzekerheid. De fiscale maatregelen zijn tot nu toe weinig concreet maar inmiddels zijn de verwachtingen hooggespannen. De economie van de eurozone blijft kwakkelen. Toch denken we dat de groei voldoende zal zijn om winsten te laten groeien, terwijl de inflatie daalt en centrale banken rentes zullen verlagen. Winstverwachtingen voor de komende twaalf maanden worden naar boven bijgesteld, hoewel het aantal analisten dat naar boven bijstelt wel afneemt. Iets om in de gaten te houden. We hebben een positieve visie op de ontwikkelde markten en een neutrale voor opkomende markten. In opkomende markten vinden we de groei, het momentum en de herziening van de winsten niet sterk genoeg voor een positieve visie, ook nu het toerental van de wereldwijde industrie wat vertraagt.

Obligaties

Net als in augustus daalde in de VS en Duitsland de korte rente harder dan de lange rente. Hierdoor zijn rentecurves niet langer omgekeerd, de tienjaarsrentes liggen nu (iets) hoger dan de tweejaarsrentes. We denken dat beleidsrenteverlagingen redelijk realistisch zijn ingeprijsd. Op korte termijn kunnen rentes wat stijgen, bijvoorbeeld omdat groei in de VS op peil blijft, maar op langere termijn zien we met lagere inflatie en renteverlagingen door centrale banken geen structurele stijging van markrentes. Risico-opslagen op IG bedrijfsobligaties veranderden in september nauwelijks. In de VS vinden we de risico-opslag zeer laag en daarmee onaantrekkelijk ten opzichte van VS staatsobligaties. We beleggen minder in Amerikaanse IG bedrijfsobligaties. Ook in de eurozone zijn risico-opslagen laag, maar minder extreem dan in de VS, en we achten deze in lijn met economische groei. We zijn voorzichtig met risicovollere HY bedrijfsobligaties gegeven de nog steeds lage risico-opslagen. Zelfs als de economie blijft groeien, dan alsnog krijgen deze bedrijven wel te maken met hogere rentelasten bij herfinanciering. Staatsobligaties van opkomende landen in dollars hebben relatief een wat ruimere risico-opslag. We hebben een neutrale opinie. De rentevergoeding is aantrekkelijk, al is er weinig risicopremie voor onzekerheden (bijvoorbeeld gevolgen van de VS presidentsverkiezingen).



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	20.1	34.0	52.5	70.3	83.8
Aandelen opkomende landen	2.1	3.7	5.7	7.8	9.3
High Yield Bedrijfsobligaties	3.0	2.0	1.0	0.0	0.0
Staatsobligaties opkomende landen	4.0	3.0	2.1	1.1	1.0
Investment Grade Bedrijfsobligaties	25.5	20.9	13.4	6.4	1.5
Europese Staatsobligaties	45.0	36.0	24.9	13.9	4.0
Liquiditeiten	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4
Totaal	100	100	100	100	100

Bron: Evi, 30 september 2024

