



Kwartaalvisie

Nieuwsbrief. Nummer 55, oktober 2024.



**Stroeve
Lemberger**

Staan voor uw vermogen



Geachte relatie,

Bij het schrijven van dit voorwoord weerspiegelen de beurzen wereldwijd optimisme. Na een korte maar hevige dip in augustus volgde een snel herstel.

Feit is dat de afgelopen maanden de volatiliteit gedurende enkele perioden sterk toenam. Aandelenkoersen stonden bij tijd en wijle fors onder druk.

De scheidslijn tussen de interpretatie van banencijfers als indicatie voor groeivertraging en daarmee recessievrees en interpretatie van diezelfde cijfers in combinatie met een renteverlaging als teken van een zachte landing, is flinterdun. Uitwerkingen op de beurskoersen zijn tegengesteld, en de uitslagen zijn veelal groot.

In deze Kwartaalvisie nemen we u mee in de wereld van de interpretatie van diverse parameters die invloed hebben op de economie en bedrijvigheid en in keuzes die we maken.

Per saldo krijgt u met het lezen van de Kwartaalvisie daarmee een goed beeld van het dagelijks werk van een vermogensbeheerder.

Ik wens u veel leesplezier.

Jan Coen Balt
Directievoorzitter

Stroeve Lemberger Kwartaalvisie, oktober 2024



In het derde kwartaal van 2024 bereikten aandelenmarkten opnieuw recordstanden, ondanks enkele tussentijdse correcties. In navolging van de ECB besloot ook de Fed dat het tijd werd voor een monetaire beleidswijziging en een renteverlaging.

In de afgelopen maanden nam de volatiliteit gedurende enkele perioden sterk toe en stonden aandelenkoersen bij tijd en wijle fors onder druk. Zo reageerden de aandelenmarkten nogal heftig op de tegenvallende maandelijkse publicaties van de banencijfers, die duiden op een groeivertraging van de Amerikaanse economie. Omdat daarbij ook de werkloosheid enigszins toenam, tot 4,2%, stak de recessievrees weer de kop op. Er werden in augustus in de VS 23.000 minder arbeidsplaatsen gecreëerd dan verwacht. Eerder was al uit de cijfers van de inkoopmanagers gebleken dat de industriële bedrijvigheid in de VS snel afkoelt. En uit het *Beige Book* van de Fed, een periodieke doorlichting van de economie, viel op te maken dat inmiddels negen van de twaalf Fed-districten stagneren of zelfs krimpen. Omdat begin september het monetaire beleid van de Fed nog altijd restrictief was, vreesden velen dat de Amerikaanse economie aan de vooravond van een recessie zou staan. Dit leidde tot onrust op de financiële markten.

Japanse renteverhoging zorgde voor onrust

Begin augustus speelde ook het afwikkelen en terugdraaien van de zogeheten 'Carry trade' een rol. Met deze constructie werden de afgelopen jaren leningen met een zeer lage rente in de steeds verder verzwakkende Japanse yen aangegaan voor de financiering van beleggingen in hoger renderende beleggingen, zoals Japanse of Amerikaanse aandelen. Toen de Bank of Japan eind juli het beleid na vele jaren wijzigde en de rente ging verhogen, begon de Japanse valuta vanaf het eerder dit jaar bereikte dieptepunt te stijgen. Voor de aflossing van de duurder wordende leningen werden aandelen verkocht. Hierdoor sloot de Japanse Nikkei-index op 5 augustus meer dan 12 procent lager en daarmee leed de index het grootste koersverlies sinds de beurscrash in 1987. Dit leidde ook tot een paniekerige stemming en verliezen op andere internationale aandelenbeurzen.

Aandelenmarkten tonen veerkracht

Ondanks meerdere verkoopgolven in het derde kwartaal van dit jaar, zijn de aandelenmarkten toch telkens weer opgeveerd. Achteraf bezien was er steeds sprake van een 'technische correctie', een overreactie van negatief sentiment en geen dramatische verslechtering van de vooruitzichten voor aandelenbeleggingen. De S&P 500-index bereikte na de renteverlaging door de Amerikaanse centrale bank nieuwe recordhoogten. Veel beleggers

rekenen erop dat de renteverlaging van een half procentpunt door de Federal Reserve toch een zachte landing voor de Amerikaanse economie zal bewerkstelligen. De rally op Wall Street in september ging ook gepaard met sterke winsten op de Europese en Aziatische aandelenmarkten. Het jaarrendement voor 2024 voor de S&P 500 steeg daarmee, gemeten in dollars, naar meer dan 20%. Op 19 september, de dag na de renteverlaging, bereikte de S&P 500 de 39e all-time high van 2024 tot dan toe.

Economische groei en inflatie (in procenten)

| | | Eurozone | VK | VS | Japan | China | Azië ex Japan |
|----------------|------|----------|-----|-----|-------|-------|---------------|
| Reële BBP | 2021 | 6,2 | 9,6 | 5,8 | 2,8 | 8,4 | 5,9 |
| | 2023 | 3,3 | 4,5 | 1,9 | 1,2 | 3,0 | 4,0 |
| | 2023 | 0,4 | 0,1 | 2,5 | 1,7 | 5,2 | 4,9 |
| | 2024 | 0,7 | 1,1 | 1,7 | 0,0 | 4,8 | 4,5 |
| | 2025 | 1,3 | 1,4 | 2,0 | 1,2 | 4,5 | 4,6 |
| CPI (Inflatie) | 2021 | 2,6 | 2,6 | 4,7 | -0,3 | 0,9 | 1,7 |
| | 2022 | 8,4 | 9,1 | 8,0 | 2,5 | 2,0 | 3,1 |
| | 2023 | 5,5 | 7,4 | 4,1 | 3,3 | 0,2 | 1,7 |
| | 2024 | 2,4 | 2,6 | 2,9 | 2,5 | 0,5 | 1,0 |
| | 2025 | 2,1 | 2,4 | 2,3 | 2,0 | 1,5 | 2,1 |

Bron: Bloomberg, consensus, eind september 2024

Daarmee kwam de index boven de vorige piek uit van medio juli. Lagere rentetarieven worden over het algemeen als positief voor aandelen beschouwd, vooral voor aandelen in sectoren met een hoge groei zoals de technologiesector. De rente wordt door veel analisten gebruikt als verdisconteringsvoet bij het bepalen van de waarde van een aandeel, door toekomstige kasstromen contant te maken. Daarnaast stimuleren lagere rentetarieven ook de groei van de economie, verminderen de last van bedrijfsschuld, stimuleren investeringen in risicovollere activa en jagen de consumptieve bestedingen aan.

Fed verlaagt rente met 0,5 procent

Vóór de verlaging van de *Federal Funds Rate* op woensdag 18 september stonden de Amerikaanse rentetarieven op het hoogste niveau sinds 2001, omdat de Fed in de afgelopen jaren heeft geprobeerd om de inflatie terug te dringen. Omdat recente cijfers van de consumentenprijsinflatie op 2,5 procent uitkwamen,

dicht bij de doelstelling van 2 procent, kondigde de centrale bank aan dat er meer verlagingen zullen komen. In de laatste “dot plot”, een grafische voorstelling van de voorspellingen van de leden van de beleidsbepalende commissie van de Fed, verwachtten de meesten dat het rentetarief eind 2024 nog eens een half procentpunt zou dalen, tot een bandbreedte van 4,25% tot 4,5%. In de termijnmarkten van de geldmarkt tarieven werden zelfs al bijna driekwart procentpunt aan verlagingen ingeprijsd. Het was geen verrassing dat de Fed in september de rente verlaagde. Over de omvang van de rentestap waren de meningen wel verdeeld. Fed-president Powell kondigde medio augustus al aan dat de tijd was gekomen voor een monetaire beleidswijziging en een grotere focus op de arbeidsmarktontwikkelingen. Sommige economen menen dat de Fed spijt heeft dat ze niet al eerder was begonnen met renteverlagingen en nu een inhaalslag wilde maken.

Fed in politiek vaarwater?

Een aantal critici meent dat de Fed met het rentebeleid nu ook in politiek vaarwater terecht is gekomen. De grotere renteverlaging zou invloed kunnen hebben op de Amerikaanse presidentsverkiezingen in november. Hoe groter de renteverlaging, hoe beter het is voor de zittende partij. De Democraten zouden volgens deze critici belang hebben bij deze flinke rentestap, zodat de Amerikaanse aandelenmarkt en de economie er goed voorstaan bij de verkiezingen. De Republikeinse presidentskandidaat, oud-president Donald Trump, heeft al aangekondigd dat hij de Fed gaat aanpakken als hij wint. De Fed waarschuwt ook nog eens dat met de door Trump in het vooruitzicht gestelde belastingverlagingen de Amerikaanse begrotingstekorten en overheidsschulden verder gaan oplopen. Bovendien zou de Amerikaanse economie het risico lopen om opnieuw oververhit te geraken, met een hogere inflatie en hogere renteniveaus als gevolg. De uitslag van de Amerikaanse verkiezingen hangt niet af van de meerderheid van de stemmen (de ‘populaire vote’), maar van de meerderheid van de gekozen kiesmannen in de verschillende Amerikaanse staten. In veel staten is de uitslag van de verkiezingen meestal volgens verwachting, maar een aantal staten wordt gezien als een zogeheten ‘swingstate’. De verkiezingsuitslag in de swingstates zullen alles bepalend zijn voor de Amerikaanse presidentsverkiezingen. Daarnaast is het voor het economische beleid in de VS bepalend hoe de verkiezingen voor het Congres, dus voor het Huis van Afgevaardigden en voor de Senaat, zullen uitvallen. Het is mogelijk dat na de verkiezingen in november de politieke kleur van de president en die van de meerderheid van het Congres gaan verschillen. We hebben eerder gezien dat dit kan leiden tot een verlamming van het federale economisch beleid.

Ook ECB verlaagde beleidsrente

Ook de Europese Centrale Bank (ECB) verlaagde het afgelopen kwartaal de beleidsrente. Deze kwam daarmee uit op 3,5% en dit was de tweede renteverlaging in de afgelopen vijf jaar. De ECB verlaagde de rente wat meer geleidelijk, met een kwart procentpunt. In juni verlaagde de bank de rente al naar 3,75%. Sinds het einde van de coronapandemie verhoogde de ECB de geldmarkt tarieven juist tien keer. Vanaf medio 2022 ging de beleidsrente snel omhoog naar een recordniveau van 4%, met als doel om de inflatie af te remmen. In 2022 bereikte de inflatie in de eurozone een piek van bijna 11%. Mede door het restrictieve

monetaire beleid van de ECB is de inflatie in de eurozone inmiddels flink gedaald. De consumentenprijzen in de eurolanden bleken in augustus 2024 nog slechts 2,2% hoger te zijn dan in augustus 2023. Daarmee kwam de inflatie op het laagste niveau in ongeveer drie jaar tijd. Dat in Europa de economische groei stagneert, werd onlangs nog weer bevestigd door Eurostat. Het statistiekbureau zag zich gedwongen de groei van 0,3% van de economie in de eurozone in het tweede kwartaal neerwaarts bij te stellen tot 0,2%. De beleidsmakers van de ECB raakten daarmee overtuigd dat er niet alleen ruimte maar ook noodzaak ontstond voor de ECB om de rente verder te verlagen.

ECB blijft op haar hoede

ECB-president Christine Lagarde blijft wel voorzichtig, want zij waarschuwde er onlangs nog voor dat grote veranderingen zoals de energietransitie en geopolitieke spanningen kunnen leiden tot jarenlange instabiele inflatie. In de optiek van de ECB moet het beleid van de centrale banken gericht blijven op prijsstabiliteit. Anders dan de ECB heeft de Fed echter een dubbel mandaat. De Fed streeft net als de ECB naar een inflatie van ongeveer twee procent, maar van de Fed wordt ook nadrukkelijk verwacht dat ze de economie stimuleert om de Amerikaanse werkgelegenheid op peil te houden. De forse renteverhogingen door de centrale banken in 2022 en 2023 hebben nog geen recessie veroorzaakt, ook niet in de eurozone. Voor de Amerikaanse economie is de consensusverwachting van meer dan 200 bankeconomen voor de achtereenvolgende kwartalen tot en met begin 2026 een gemiddelde BBP-groei van 1,5% of meer. Het recessierisico wordt geschat op 30%. Wij menen dan ook dat de Amerikaanse economie afstevent op een ‘soft landing’. We zien wereldwijd wel tegenvallende cijfers van inkoopmanagers voor de industrie, maar voor de grotere dienstensector zien we nog steeds cijfers gerapporteerd die op economische expansie duiden.

Dat Lagarde oog heeft voor de diepgaande veranderingen in de wereldeconomie is zeker nodig. Haar voorganger Mario Draghi leverde in opdracht van de Europese Commissie in september een rapport af over de concurrentiekracht van de Europese Unie. Zijn analyse is alarmerend. Al sinds de jaren '90 stijgt de arbeidsproductiviteit in de EU veel minder dan in de VS. De laatste decennia komt daar ook nog eens de forse concurrentie en technologische ontwikkeling van China bij. Om een inhaalslag te maken, zijn extra investeringen van 480 miljard euro per jaar nodig. Ook zijn hervormingen van bijvoorbeeld de Europese kapitaalmarkt noodzakelijk. In het 400 bladzijden tellende rapport van Draghi staan 170 concrete aanbevelingen.

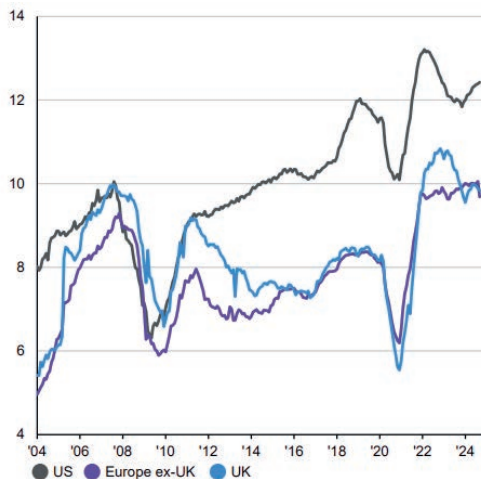
Problemen Europese auto-industrie

Dat het investeringsklimaat in de VS gunstiger is en de impact van technologie en innovatie groter is, blijkt ook al jaren uit het sterk uiteenlopen van het totaalrendement op Amerikaanse en Europese aandelen. De laatste maanden wordt ook duidelijk dat de Europese auto-industrie het moeilijk heeft met de verduurzaming en de overgang naar het elektrisch rijden. De Europese autofabrikanten zien zich geconfronteerd met een terughoudende consument waardoor de vraag naar elektrische voertuigen daalt, ondanks de strengere CO₂-normen en Europese regelgeving die meer emissieloze auto's verlangt. Volgens Bloomberg is er bij Volkswagen, BMW, Mercedes, Stellantis en Renault

inmiddels sprake van overcapaciteit. Ondertussen neemt de concurrentie van Chinese elektrische voertuigen nog steeds toe, al zullen hogere Europese importtarieven mogelijk wel belemmeringen opwerpen.

Winstmarges in VS veel hoger

Winst in procenten to.v. de omzet over de recente twaalfmaandsperioden



Bron: MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management

Chinese economie kampt nog met uitdagingen

De Chinese economie blijft kwakkelen. Onlangs bleek nog uit macro-economische rapportages dat de kerninflatie in China is gedaald tot het laagste niveau in meer dan drie jaar. De consumentenprijsindex exclusief voedsel- en energiekosten steeg in augustus met 0,3% ten opzichte van een jaar eerder. Dit was het laagste niveau sinds maart 2021. De bredere CPI steeg met 0,6%, wat lager was dan verwacht. De cijfers vormen verder bewijs voor de zwakke consumentenvraag in de op één na grootste economie ter wereld. In China wordt de roep om meer steunmaatregelen van de Chinese overheid steeds luider. De Chinese CSI 300-index naderde in het afgelopen kwartaal het dieptepunt van de afgelopen vijf jaar. Het pessimisme domineert nog steeds de Chinese aandelenmarkten, ondanks het feit dat veel Chinese bedrijven veel hogere winsten rapporten dan vijf jaar geleden. Het is wel de vraag of China zijn groei-doelstelling van ongeveer 5% zal kunnen handhaven, omdat consumenten aankopen uitstellen en bedrijven lonen verlagen en de vastgoedmarkten nog geen tekenen van herstel tonen.

Lagere rentes en hogere aandelenkoersen

In de eerste jaarhelft van 2024 liepen Amerikaanse en Europese kapitaalmarktrentes met meer dan 0,5 procentpunt op. Dit was een correctie op de snelle daling in het vierde kwartaal van 2023. Eind april 2024 zette in de VS en Duitsland de 10-jaarsrente weer een daling in, die zich in het derde kwartaal voortzette. Vooral in de VS daalde de 2-jaarsrente op staatspapier harder dan de 10-jaarsrente, zodat de rentecurve van staatsleningen niet langer invers is. Bij een inverse rentecurve zijn de rentes voor kortere looptijden hoger dan voor langere looptijden. Wij verwachten de komende tijd zijwaarts bewegende tot licht oplopende kapitaalmarktrentes in de VS en de eurozone.

Groei van de winst per aandeel in de verschillende regio's (in procenten)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------------------------|------|------|------|------|------|
| VS | 52,2 | 4,3 | 3,0 | 10,7 | 15,5 |
| Europa | 69,4 | 16,6 | -4,4 | 4,8 | 9,8 |
| Japan | 39,0 | 9,4 | 14,3 | 10,2 | 8,6 |
| China | -1,0 | -7,1 | 8,7 | 16,3 | 10,3 |
| Azië-Pacific, ex-Japan | 56,7 | -2,2 | 8,7 | 16,3 | 10,3 |

Bron: Citi Research, MSCI, FactSet estimates, bottom-up, consensus, eind september 2024. Gebaseerd op bedrijven in de MSCI-indices.

Het hoge niveau van de Amerikaanse aandelenindices weer spiegelt het optimisme dat de Fed een recessie kan afwenden, waarbij de S&P 500 en de NASDAQ ondersteund worden door de winstgroei van veel grote technologiebedrijven. Veel analisten op Wall Street menen dat deze bedrijven minder zijn blootgesteld aan de cyclus van de bredere economie vanwege de forse investeringen die gericht zijn op toepassingen van kunstmatige intelligentie. Wij zien momenteel wel een verbreding van de winstgroei van Amerikaanse bedrijven, zodat de afhankelijkheid van de Amerikaanse technologiesector minder wordt. De winst-taxaties van analisten op Wall Street voor het tweede kwartaal werden per saldo opnieuw overtroffen door de gerapporteerde bedrijfsresultaten. Ook in Europa waren de bedrijfsresultaten beter dan verwacht. Voor de komende twaalf maanden verwachten analisten voor de Amerikaanse ondernemingen een winstgroei in de dubbele cijfers, voor Europese ondernemingen licht daaronder. De waardering van de aandelenmarkten ligt in de meeste regio's nog steeds lager dan het historisch gemiddelde sinds 1990. In VS zijn aandelen hoger dan gewaardeerd dan in andere regio's, wat komt door de dominantie van 'big tech', de hogere winstmarges en de hogere groei.

Beleggingsbeleid

In gemengde portefeuilles houden wij een voorkeur voor aandelen boven obligaties. Wij beoordelen de omgeving voor aandelenbeleggingen nog steeds als positief. Voor de eurozone, de VS en opkomende markten rekenen wij op aanhoudende economische groei, waarbij wij vasthouden aan het scenario van een 'soft landing' in de VS. De winstgroei bij beursgenoteerde bedrijven zet door. De waarderingen van aandelen in veel regio's zijn aantrekkelijk en de verwachte renteverlagingen in Europa en de VS zullen steun geven aan aandelenkoersen. Binnen de portefeuilles houden we een voorkeur voor Amerikaanse aandelen. Obligaties hebben dit jaar weten te profiteren van lagere kapitaalmarktrentes en ingekomen 'credit spreads'. Wij blijven binnen obligatieportefeuilles een lichte voorkeur houden voor bedrijfsobligaties boven staatsobligaties. Andere segmenten in de markt voor vastrentende waarden, zoals 'asset backed securities' en 'bank loans' zijn interessante toevoegingen aan de portefeuille en profiteren van de relatief gunstige vooruitzichten.

Wim Zwanenburg publiceert met een zekere regelmaat artikelen voor diverse websites. Deze commentaren zijn ook terug te vinden op www.stroevelemlerger.nl, onder 'Nieuws'. Wim is ook regelmatig te beluisteren op BNR Nieuwsradio, o.a. in het BNR Beleggerspanel.



Stroeve Lemberger
Vermogensbeheer NV
Nesland 1-V, 1382 MZ Weesp
Posthoornstraat 69, 6219 NV Maastricht
www.stroevelembarger.nl