



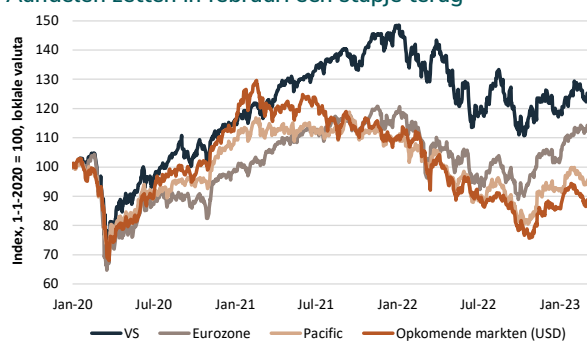
# Visie op asset allocatie

MAART 2023

- Groeivertraging valt mee, inflatie hardnekkiger dan verwacht
- Beleggers zijn gedraaid naar de visie van centrale banken
- Voorzichtig beleggingsbeleid ongewijzigd

In februari waren aandelenbeleggers minder optimistisch dan in januari. De wereldwijde aandelenindex van MSCI daalde met 3,0%<sup>1</sup>. Aandelen uit opkomende markten noteerden met 6,5% de grootste verliezen, gevolgd door de regio Pacific met een verlies van 5,0%. In de VS ging de markt 2,6% omlaag. Alleen Europa hield het droog met een winst van 1,9%. Sinds het dieptepunt in september zijn Europese aandelen ruim twee keer zo hard gestegen dan Amerikaanse aandelen.

## Aandelen zetten in februari een stapje terug



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempenn

De schuldige voor de terughoudendheid onder beleggers was wederom vooral de rente. Deze steeg doordat de verwachtingen voor het monetaire beleid omhoog gingen. In de VS en in Duitsland stegen de

tweejaars- en de tienjaarsrentes, waarmee de dalingen van januari ruimschoots ongedaan werden gemaakt. Risico-opslagen op bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende markten veranderden per saldo weinig. Vastgoed daalde min of meer in lijn met aandelen. Bij grondstoffen stonden de prijzen van olie, gas, metalen en goud onder druk. Er waren dus weinig plekken om te schuilen voor beleggers. Ondertussen waren de bedrijfswinsten in het vierde kwartaal beter dan verwacht, maar niet sterk. We denken dat bedrijfswinsten de komende tijd verder onder druk komen te staan, vooral vanwege zeer matige groeivoorzichten. We blijven daarom voorzichtig in ons beleggingsbeleid.

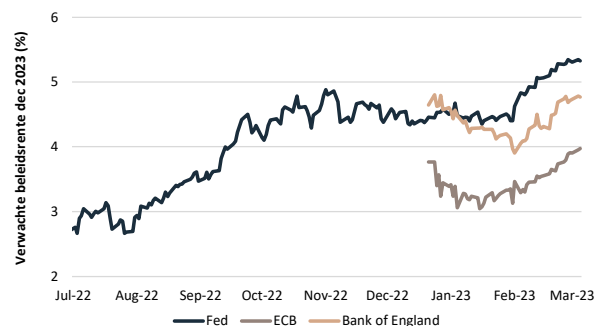
## Krijgen centrale bankiers toch gelijk?

Da afgelopen maanden liepen de visies van centrale bankiers en van beleggers fors uiteen. Centrale bankiers gaven aan de rente verder te willen verhogen en dan een tijd hoog te houden, terwijl beleggers een minder verkrappend monetair beleid voorzagen. In de VS werden al renteverlagingen voor het eind van het jaar voorzien. Inmiddels zijn beleggers opgeschoven richting de visie van centrale bankiers. Tot februari was het verschil tussen wat de Fed aangaf en wat beleggers voorzagen aan het

<sup>1</sup>Prijsveranderingen in lokale valuta.

eind van dit jaar zo'n 75 basispunten, maar dat verschil is geheel verdwenen. Sterker nog, Fed funds futures prijzen nu meer renteverhogingen in dan de meest recente projecties van de Fed.

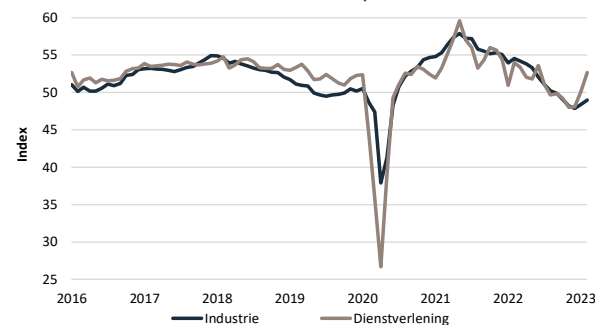
### Verwachtingen voor beleidsrentes hoger



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

De draai van beleggers komt doordat de groeicijfers meevielen en inflatiecijfers tegenvielen (lees: hoger dan verwacht). Om te beginnen met de groeicijfers, inkoopmanagersindices stegen over een breed front, vooral in de dienstensector.

### Producenten in de dienstensector positiever



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Wereldwijd steeg de index in februari naar 52,7, een forse stijging ten opzichte van januari en het hoogste niveau sinds juni vorig jaar. In de VS en China steeg de index net boven de 50 en duidt daarmee op groei, terwijl de indicator de maanden daarvoor nog wees op forse krimp. In de eurozone steeg de indicator naar het wereldwijde gemiddelde. In de industrie is minder verbetering te zien. Wereldwijd steeg de index wel iets, maar staat hij nog onder de 50. In iets meer dan de helft van de landen waarvoor de index beschikbaar is, wijst hij nog op krimp in de industrie. Andere voorlopende indicatoren die verbetering

lieten zien waren de Economic Sentiment Index en het consumentenvertrouwen in de eurozone en de Duitse Ifo-index. Waarbij aangetekend dat deze indicatoren nog wijzen op een min of meer stagnerende economie. In de VS bevestigden de ISM-indices het beeld van de inkoopmanagersindices: groei in de dienstensector, stagnatie in de industrie. De heropening van de Chinese economie was zichtbaar in forse stijgingen van inkoopmanagersindices.

Reële indicatoren schetsen een meer gemengd beeld. In de VS waren consumptie-, productie- en arbeidsmarktcijfers in januari ijssterk. Dat is opvallend na over het algemeen zwakke cijfers aan het eind van vorig jaar. Vertekende seizoenseffecten en een inhaalslag spelen een rol, maar duidelijk is dat de groei in de VS in het eerste kwartaal behoorlijk zal zijn. Toch is het de vraag of vooral consumenten het hogere uitgavenpatroon vol zullen kunnen en willen houden. Wellicht tekenend dat het consumentenvertrouwen wat daalde in februari. De Amerikaanse consument wordt nog steeds geconfronteerd met hoge inflatie, maar ook met hogere rentes en dalende huizenprijzen. De tijdens de coronapandemie opgebouwde besparingen zijn voor een groot deel aangewend. En banken trekken de teugels flink aan als het gaat om creditcard leningen en autoleningen.

In de eurozone zijn de reële indicatoren juist zwak geweest. De detailhandelsverkoop stegen weliswaar iets in januari, maar daarmee werd de forse daling van december lang niet goedgemaakt. Lichtpuntjes in de eurozone waren de stijgende uitvoer en fabrieksorders in Duitsland en de groeiende werkgelegenheid en lage werkloosheid in de eurozone. Ondanks de krappe arbeidsmarkt stegen de Cao-lonen in de eurozone in het vierde kwartaal van vorig jaar met 2,9%, lang niet genoeg om de inflatie te compenseren. De arbeidsproductiviteit viel wat terug in het vierde kwartaal, wat de ruimte beperkt voor loonsverhogingen. In Duitsland werd de raming van de groei voor het vierde kwartaal wederom verlaagd, nu naar -0,4% ten opzichte van het derde kwartaal. In Ierland werd de buitensporige eerste raming van de groei ook verlaagd. Met deze neerwaartse bijstellingen zou de groei voor de eurozone uiteindelijk ook negatief uit kunnen vallen. Dat laat zien dat de eurozone er aan het begin van het jaar zeer matig voorstond, terwijl het effect van de



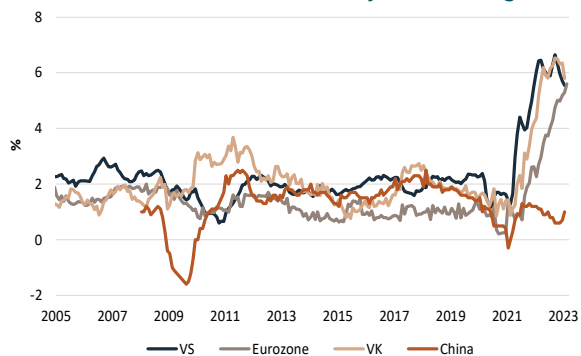
renteverhogingen van de ECB nog grotendeels moet komen.

De eurozone zou kunnen profiteren van de opleving van de Chinese economie. Die opleving is duidelijk uit voorlopende indicatoren en uit cijfers over personenmobiliteit en vrachtvervoer. Maar de opleving lijkt vooral gedreven door de binnenlandse dienstensector en zal daarmee minder invloed op de wereldeconomie hebben. Zo daalde de invoer in februari. De Chinese autoriteiten maakten een groei-doel voor 2023 bekend van rond de 5%, wat lager is dan het doel van vorig jaar. Dat duidt op terughoudendheid in het stimuleren van de economie. De stimulering van de vastgoedsector richt zich vooral op het afbouwen van al verkochte woningen, om zo het vertrouwen van (potentiële) huizenkopers terug te winnen. En bij lokale overheden vooral om de schulden beheersbaar te houden. Meer defensief dan offensief van aard dus. Wellicht verstandig, om uiteindelijk een inflatieprobleem zoals in de VS en Europa te voorkomen.

Al met al lijkt het groeimomentum in de VS en China sterker dan in Europa, maar gaat het verkrappende monetaire beleid in de VS als eerste pijn doen. In Europa wordt een matig presterende economie ook geconfronteerd met krappere monetaire beleid, wat de groei beperkt zal houden.

Ondertussen vielen inflatiecijfers tegen. In de VS daalde de CPI-index in januari op jaarbasis, maar was op maandbasis geen verbetering te zien.

### Inflatie in Westerse economieën blijkt hardnekkig



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

De PCE-index, waar de Fed vooral naar kijkt, steeg op jaar- en op maandbasis. Ook producentenprijzen

stegen in januari op maandbasis harder dan verwacht. De inflatie ligt in de VS nog altijd op zo'n 5 tot 7%, afhankelijk van de maatstaf. De trend is wel omlaag, maar gaat dus soms minder hard dan gehoopt. In de eurozone daalde de totale inflatie in februari licht tot 8,5%. Maar de kerninflatie (exclusief volatiele energie- en voedselprijzen) steeg naar 5,6%, een nieuw record.

Redenen genoeg dus voor centrale bankiers om te blijven hameren op renteverhogingen en het langer hoog houden van rentes. In zijn halfjaarlijkse toespraak tot het Amerikaanse Congres liet Fed-voorzitter Powell dit ook duidelijk weten. In de VS worden vanaf het huidige niveau nog ruim drie renteverhogingen van 25 basispunten verwacht en zijn de verwachtingen voor renteverlagingen dit jaar verdwenen. In de eurozone wordt voor september een beleidsrente van de ECB voorzien van bijna 4%, wat nog 150 basispunten aan renteverhogingen betekent. Dit ondanks de onzekere economische vooruitzichten. Centrale bankiers hebben de markten dus weten te overtuigen van hun vastberadenheid om de inflatie te beteugelen. Wellicht zijn de verwachtingen voor renteverhogingen in het VK wat ver doorgeschooten. Daar staat de beleidsrente al op 4% en wordt nog 75 basispunten aan renteverhogingen verwacht. Dit terwijl een recessie op de loer ligt, mede door de rentegevoelige huizenmarkt. Over het algemeen hebben hypotheeklen in het VK korte rentevaste periodes.

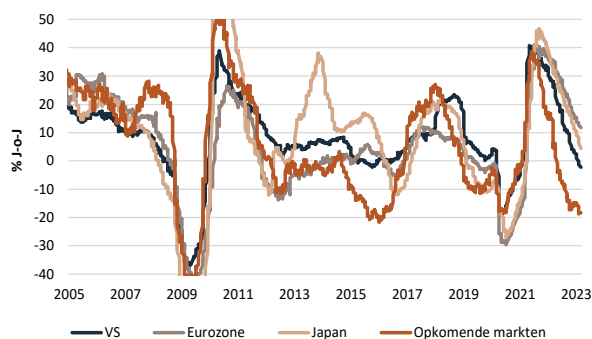
### Winstcijfers: beter in Europa

Het cijferseizoen, waarbij bedrijven hun resultaten over het vierde kwartaal van vorig jaar rapporteren, zit er grotendeels op. De resultaten zijn in Europa een stuk beter dan in de VS. Omzet- en winstgroei zijn in Europa hoger en de winsten kunnen de omzetten ook beter bijhouden, wat duidt op minder margedruk. In Europa stegen de omzetten met 9,6% en de winsten met 8,1% ten opzichte van het vierde kwartaal van 2021; in de VS stegen de omzetten met 5,6% maar daalden de winsten met 2,9%. Exclusief de sterke winstgroei in de energiesector daalden de winsten zelfs met 6,7%. Tijdens het cijferseizoen werden verwachtingen in de VS niet naar boven bijgesteld, wat vaak wel het geval is. Dat komt doordat bedrijven de verwachtingen nauwelijks wisten te overtreffen. In Europa waren omzetten min of meer conform verwachting, terwijl winsten fors



meevielen. De meevallende winsten waren wel te danken aan een bescheiden groep bedrijven. Het aantal bedrijven dat beter dan verwachte winsten rapporteerde was in Europa net als in de VS relatief laag. Dat werpt enigszins een schaduw over de positieve Europese resultaten. Bovendien nam de winstgroei in Europa sterk af. In het derde kwartaal stegen de winsten nog met 24%. De relatief sterke cijfers in Europa zijn dus voor een groot deel te danken aan eerdere kwartalen. Door die hoge historische winstgroei worden winstverwachtingen in Europa ook niet naar beneden bijgesteld. In de VS is dat wel het geval.

### Groei verwachte winsten daalt snel



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Al met al maken de winstcijfers Europese aandelen iets aantrekkelijker dan Amerikaanse. De winstgroei is sterker in Europa en de verwachte winsten blijven beter op peil. Bovendien is de waardering van Europese aandelen een stuk lager dan van Amerikaanse. De voorwaartse koers-winstverhouding is in Europa 13,3 en in de VS 18,7. Nou zijn Europese aandelen altijd goedkoper dan Amerikaanse, maar de discount op Europese aandelen ten opzichte van de VS is zelden zo groot geweest als nu het geval is. Relatief hebben we een lichte voorkeur voor Europese aandelen. Licht, omdat we vraagtekens plaatsen bij de houdbaarheid van de relatief sterke winstcijfers in Europa.

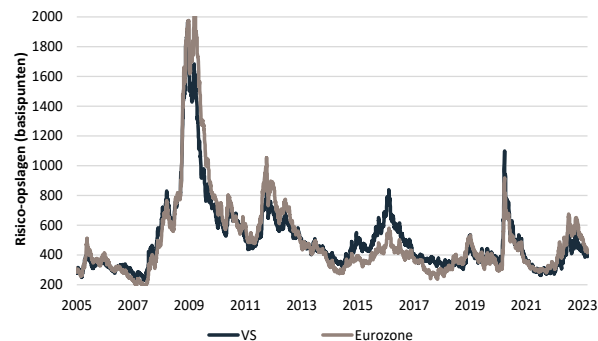
In ons beleggingsbeleid zijn hebben we onze onderweging in aandelen gehandhaafd. Gezien ons lichte regionale voorkeur voor Europa is de onderweging daar kleiner dan in de VS. We denken dat winsten verder onder druk komen te staan en dat waarderingen te lijden kunnen hebben onder verder verkrappend monetair beleid. Bovendien vinden we dat aandelenmarkten in het algemeen en Europa in

het bijzonder teveel vooruit zijn gelopen op een beter economisch en monetair klimaat. Een risico voor onze onderweging is het positieve sentiment, zonder extreem te zijn. Aandelen uit opkomende markten zijn ook laag gewaardeerd. Winsten lijken uit te bodemen, hoewel de winstontwikkeling in Korea en Taiwan nog zwak is. Maar we vinden de economische vooruitzichten te onzeker voor een overweging. Tekenend is dat aandelen uit opkomende markten recent zijn achtergebleven bij de VS of Europa, ondanks de heropening in China.

### Beleggingsbeleid ongewijzigd

We hebben ons beleggingsbeleid niet gewijzigd. We zijn onderwogen aandelen en hebben een negatieve visie op high yield bedrijfsobligaties. Het is op de markten voor bedrijfsobligaties vrij rustig. Het aangeboden nieuwe papier wordt vrij gemakkelijk door de markt opgenomen. Risico-opslagen zijn dan ook laag. In de VS en voor Europese high yield obligaties liggen ze rond het vijfjaars gemiddelde, voor Europese investment grade obligaties iets daarboven. Rentes lijken aantrekkelijk vanuit historisch perspectief, maar dat komt dus vooral door de opgelopen rente op staatsobligaties. We vinden de risico-opslagen te laag voor het economische klimaat. Maart is vaak een drukkere maand wat betreft de uitgifte van nieuwe obligaties en als dan ook de ECB haar portefeuille bedrijfsobligaties gaat afbouwen, dan kan dat de rust op de markt verstoren. Wanbetalingen zijn laag, maar die lopen vaak op als banken hun kredietvoorwaarden strenger maken, zoals nu het geval is. Vooral high yield obligaties zijn kwetsbaar in het klimaat van monetaire verkrapping.

### Lage risico-opslagen high yield bedrijfsobligaties



Bron: Bloomberg, Refinitiv, Van Lanschot Kempen



## Marktoverzicht

Aandelen				
	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereldwijd (MSCI AC)	994	-1.1%	3.7%	6.0%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	2765	-1.0%	3.9%	6.2%
Opkomende markten (MSCI EM)	994	-2.0%	2.1%	3.9%
Verenigde Staten (S&P500)	4048	-1.5%	2.7%	5.4%
Eurozone (EURO STOXX 50)	4314	2.6%	9.5%	13.7%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7930	1.2%	5.4%	6.4%
Japan (Topix)	2036	2.9%	4.4%	7.7%
Nederland (AEX)	760	1.0%	5.0%	10.3%
Staatsobligaties (10-jaar)				
	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	3.96	32	43	8
Japan	0.51	0	25	8
Duitsland	2.75	45	95	18
Frankrijk	3.24	49	98	12
Italië	4.01	401	242	-32
Nederland	3.09	53	100	19
Verenigd Koninkrijk	3.87	62	79	19
Bedrijfsobligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	120	5	-40	-10
Eurozone	145	4	-29	-22
Hoogrentende obligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	389	-1	-59	-80
Eurozone	415	-18	-114	-97
Opkomende markten (USD)	442	12	-106	-10
Opkomende markten (Lokale valuta)	254	-21	-53	-31
Vastgoed				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereld		-3.1%	0.4%	5.4%
Noord-Amerika		-3.6%	2.0%	6.4%
Europa		-4.3%	2.7%	6.7%
Grondstoffen				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Bloomberg index		1.0%	-1.3%	-4.0%
Basismetalen		-3.2%	-2.0%	-0.1%
Brent olie (USD per vat)	86.18	6.8%	7.8%	1.1%
Goud (USD per troy ounce)	1855	-1.3%	4.1%	1.6%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 7 maart 2023

Bron: Bloomberg



## Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Negatief
<p>Na de positieve start van het jaar zetten aandelen in februari over het algemeen een stapje terug. Het grootste verlies was voor opkomende markten; Europese aandelen stegen juist verder. Aandelenmarkten worden nog steeds sterk gedreven door de vooruitzichten voor het monetaire beleid. Indicaties dat de groeivertraging meevalt en dat inflatie minder snel daalt dan verwacht en centrale banken dus langer een verkrappend beleid moeten voeren, speelden aandelenmarkten parten in februari. Dat de schade beperkt bleef, tekent de hoop onder beleggers op een zachte landing, waarbij de inflatie verdwijnt zonder al te veel schade aan de economie. Maar ook de beperkte schade aan bedrijfswinsten hielp. Wij zien nog genoeg negatieve factoren voor een onderweging in aandelen. De economische groei is zwak en het gevaar van een recessie nog niet geweken. Centrale banken verkrappen het monetair beleid. 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. Bovendien denken we dat winsten verder neerwaarts zullen worden bijgesteld en dat waarderingen niet aangepast zijn aan de mogelijkheid van een recessie. De onderweging is groter in de VS dan in Europa vanwege de hogere waardering van Amerikaanse aandelen, de waarschuwingsseinen voor een recessie en de zwakkere winstontwikkeling.</p>	
Staatsobligaties	Negatief
<p>Centrale banken hebben het tempo van de renteverhogingen te verlaagd, maar daar is wel alles mee gezegd. De Fed krijgt nog niet wat zij wil. De Amerikaanse arbeidsmarkt koelt nauwelijks af en financiële condities, zoals de tienjaarsrente, risico-opslagen op bedrijfsobligaties, aandelenprijzen en de Amerikaanse dollar, werken onvoldoende mee. Maar recent zijn beduidend meer renteverhogingen door de markt ingeprijsd, waarmee markten de boodschap van de Fed dus meer geloven. In februari steeg de tweejaarsrente in de VS met maar liefst 62 basispunten; de tienjaarsrente met 41 basispunten. Ook in de eurozone geloven beleggers dat er meer werk aan de winkel is voor de ECB. De tweejaarsrente in Duitsland steeg in februari met 49 basispunten en de tienjaarsrente met 37 basispunten. Binnen staatsobligaties zijn we onderwogen in de eurozone, overwogen in de VS en per saldo onderwogen. Met het inprijzen van meer renteverhogingen is de piek van de rente meer in zicht gekomen. Toch zijn we nog voorzichtig. Centrale banken kijken vooral in de achteruitkijkspiegel naar de torenhoge inflatie. We houden onze positionering daarom laag en in relatief korte looptijden, wat het renterisico verkleint.</p>	
Bedrijfsobligaties investment grade	Neutraal
<p>Risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties stegen in februari in de VS met 7 basispunten, maar daalden in de eurozone 4 basispunten. Het is daarmee rustig op de markten voor investment bedrijfsobligaties. Met de stijgingen van de onderliggende rentes op staatsobligaties leidde dat tot hogere rentes op investment grade. Eind februari noteerde de rente op deze bedrijfsobligaties in de VS 5,3%, in de eurozone 4,2%. Rentenniveaus zijn aantrekkelijk vanuit historisch perspectief. In de VS ligt het ook boven het dividendrendement op aandelen, hoewel dat enigszins vertekend is aangezien Amerikaanse bedrijven een relatief groot deel aan kapitaal teruggeven aan beleggers via aandeleninkoop. We houden vast aan een neutrale weging vanwege het verkrappende monetaire beleid en de grote kans op recessies. Risico-opslagen staan nog niet op niveaus die passen bij recessies en dalende winstgroei.</p>	
Bedrijfsobligaties high yield	Negatief
<p>Risico-opslagen op high yield bedrijfsobligaties daalden verder in februari; in de VS met 8 basispunten en in de eurozone met 26 basispunten. Eind februari stond de rente op deze obligaties in de VS op 8,2% en in de eurozone op ruim 7,1%. Het rentenniveau klinkt aantrekkelijk, maar recessies zijn ook in deze markt nog niet verdisconteerd. In een recessie lopen risico-opslagen in deze categorie gemakkelijk op tot 1000 basispunten. In de VS stonden ze eind februari op 412 basispunten, in de eurozone op 434 basispunten. Een negatief scenario met afnemende groei en hoge inflatie is daarmee slechts beperkt ingeprijsd. We zien we ook neerwaartse risico's, zoals lagere winstgroei en oplopende wanbetalingen. Herfinanciering van leningen, die gemiddeld genomen kortere looptijden hebben dan bij investment grade obligaties, wordt voor bedrijven ook beduidend duurder. We houden vast aan onze negatieve opinie.</p>	
Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
<p>Beursgenoteerd vastgoed staat bekend als een defensieve sector binnen aandelen. Bovendien hebben de kasstromen voor een deel een koppeling met inflatie. Oplopende rentes vormen echter wel een risico voor deze beleggingscategorie, ook relatief ten opzichte van algemene aandelen. Dat beeld werd in februari bevestigd. Wereldwijd beursgenoteerd vastgoed noteerde een verlies van 4,5%, wat groter was dan bij aandelen. In de VS ging beursgenoteerd vastgoed 4,5% achteruit, in Europa 1,2%. De waardering van genoteerd vastgoed is gedaald, waardoor we de categorie niet langer als duur zien en Europa inmiddels goedkoop is ten opzichte van algemene Europese aandelen. Los van onzekerheden omtrent groei, hebben oplopende rentes flink impact gehad op de koersen van genoteerd vastgoed. Zodra de rentedruk afneemt, kan genoteerd vastgoed herstellen. Echter is het nu nog te vroeg voor een draai van centrale banken. Centrale banken willen, na de eerdere onderschatting van inflatiedruk, de arbeidsmarkt zien verzwakken en inflatie duidelijker zien terugvallen richting de 2% alvorens beleidsrenteverlagingen te overwegen.</p>	



**Staatsobligaties opkomende markten****Neutraal**

In februari noteerden staatsobligaties uit opkomende markten verliezen. Voor obligaties genoteerd in Amerikaanse dollars kwam dat vooral door de stijgende rente in de VS (47 basispunten) en in zeer beperkte mate door hoger risico-opslagen (3 basispunten). Voor obligaties in lokale valuta steeg de rente met 19 basispunten tot 6,8%. Aantrekkelijke groei in China zou positief moeten zijn, maar de uitstralingseffecten naar andere landen zouden weleens beperkt kunnen zijn. De groeivertraging in de VS en Europa is negatief. Voor een positieve visie op obligaties in dollars willen we meer duidelijkheid over het afnemen van de inflatie en het einde van de renteverhogingen in de VS. Voor obligaties in lokale valuta is het positief dat het einde van renteverhogingen in opkomende markten in zicht komt. Vooral doordat centrale banken in deze landen vaak eerder zijn begonnen met het verhogen van de rente dan de Fed en de ECB. Gegeven relatief hoge rentevergoedingen hebben wij een neutrale visie ten aanzien van obligaties uit opkomende markten in Amerikaanse dollars en in lokale valuta.

**Grondstoffen****Neutraal**

In februari noteerde de brede grondstoffenindex van Bloomberg een verlies van 5,0%. Olieprijzen daalden rond de 3%, prijzen van basismetalen met 9,5% en goud met 5,3%. De daling van de prijs van basismetalen is opvallend in het licht van de heropening van de Chinese economie. Het bevestigt het beeld dat die heropening meer binnenlands gedreven zal zijn en dus minder beslag zal leggen op grondstoffen. Maar ook dat juist de goederenconsumptie in de VS en Europa beperkt zal zijn. Gezien de afkoelende wereldeconomie zou een lagere olieprijs gerechtvaardigd lijken, maar de economische heropleving van China, lage voorraden en onzekerheden omtrent het aanbod uit Rusland leggen een basis onder de olieprijs. De daling van de goudprijs past dan weer bij de stijging van de reële rente in de VS, hoewel de discrepantie tussen het niveau van de goudprijs en reële rente iets zegt over de mate van onzekerheid die beleggers zien. Gasprizen in Europa daalden verder tot 45 euro per megawattuur. Gasprizen reflecteren dat de acute dreiging van tekorten is verminderd. Op middellange termijn blijft de gasvoorziening in Europa uitdagend, maar nu overheerst het effect van relatief hoge voorraden. Over het algemeen voor grondstoffen geldt dat vanwege de sancties tegen Rusland en de daardoor lagere leveringen er snel krapte op markten kan ontstaan. Maar daarvoor moet de wereldeconomie wel aantrekken, terwijl die nu juist vertraagt. Dat er nu minder krapte is op grondstoffenmarkten dan eerder dit jaar blijkt ook uit de afgenomen backwardation. Spotprijzen liggen nog wel hoger dan future contracten, maar in mindere mate dan in het recente verleden. Dat maakt grondstoffen minder interessant als belegging.

JOOST VAN LEENDERS  
 Senior beleggingsstrateeg  
 joost.vanleenders@kempen.nl  
 06 8283 1189



## VAN LANSCHOT KEMPEN ASSET RESEARCH &amp; COMMUNICATION:

Yaela van Raalte – Hoofd ARC

Luc Aben – Hoofdeconoom

Robert de Groot – Hoofd investment research en communicatie

Maarten van der Pas – Hoofd editorial desk

Alastair Greenlees – Hoofd investment strategy UK

Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg

Duco Smit – Senior beleggingsstrateeg

Jorn Veeneman – Beleggingsstrateeg

Mees Vlasveld – Beleggingsstrateeg

Panashe Bera – Beleggingsstrateeg

Jack Horvest – Investment Specialist

Ellen Engelhart – Specialist obligaties

Robbert van Riel – Specialist obligaties

Bob Stroeken – Specialist aandelen

Tim Verhagen – Specialist aandelen

Effi Bialkowski – Specialist beleggingsfondsen

Bas Kooman – Investment writer

Hester van Breugel – Specialist communicatie

Rixt Hoekstra – Specialist communicatie





## DISCLAIMER

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 externe bronnen. Wij kunnen niet garanderen dat de informatie van deze bronnen die in deze publicatie is 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 opgenomen 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.

## OVERIGE INFORMATIE

Van Lanschot Kempen NV is statutair gevestigd aan de Hooge Steenweg 29, 5211 JN te 's-Hertogenbosch, KvK 's-Hertogenbosch nr. 16038212 met btw-identificatienummer NL0011.45.770.B01, is als bank geregistreerd in het Wft-register en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank NV (DNB), Postbus 98, 1000 AB Amsterdam, en de Autoriteit Financiële Markten (AFM), Postbus 11723, 1001 GS Amsterdam.

Eventuele klachten kunt u richten aan Van Lanschot Kempen NV of de afdeling Klachtenmanagement van het hoofdkantoor, Postbus 1021, 5200 HC 's-Hertogenbosch.