



Visie op Asset Allocatie

mei 2023

- Rust op aandelenmarkten voorbarig
- Negatieve invloed monetaire verkrapping steeds meer zichtbaar
- Risico-afbouw: in VS van investment grade naar staatsobligaties

In april was het rustig op financiële markten. Rentes op staatsobligaties bewogen weinig, met uitzondering van rentestijgingen aan de zeer korte kant in de VS en meer algemeen in het VK. De rentestijgingen in het VK waren vooral een normalisering na de dalingen in maart.

Kapitaalmarktrentes in zijwaartse trend



Bron: Bloomberg Van Lanschot Kempen

Risico-opslagen op investment grade en high yield bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende landen veranderden met hooguit een paar basispunten. Bewegingen in aandelenindices waren beperkt tot hooguit een paar procent, meest omhoog. De VIX-index, die de volatiliteit van Amerikaanse aandelen weergeeft, daalde zelfs tot het laagste niveau sinds november 2021. Aandelen uit opkomende markten verloren wel wat terrein. Bij grondstoffen was wellicht het meest vermeldenswaard dat gasprijzen in Europa weer fors daalden tot het laagste niveau sinds eind-juli 2021, dus ruim voor de Russische invasie in Oekraïne. Vastgoed herstelde wat van de in februari en maart opgelopen klappen.

Met zwakke of zelfs negatieve economische groei, hardnekkige inflatie, centrale banken die rentes nog iets verder verhogen en stevige waarderingen voor sommige beleggingscategorieën, zijn wij voorzichtig in ons beleggingsbeleid. We hebben onze onderweging in aandelen gehandhaafd en onze positionering in Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties verlaagd van neutraal naar onderwogen.

Markten houden stand

Met bovengenoemde risico's qua groei, inflatie, monetair beleid en waarderingen, vinden wij het opvallend hoe goed financiële markten stand houden. Het op één na grootste bankfaillissement ooit, waarbij First Republic Bank werd overgenomen door JP Morgan, verliep zelfs vrij geruisloos. Echter, een dag later bleek de onrust in de bancaire sector in de VS nog niet voorbij. Vooral regionale banken kregen er van langs, overigens zonder duidelijke aanleiding. Voor de relatieve kalmte op aandelenmarkten kan een aantal redenen genoemd worden, die soms meer en soms minder hout snijden.

Sentiment: niet extreem

Ten eerste sentiment. Sommige indicatoren op dit vlak, zoals positionering van professionele beleggers of enquêtes onder deze groep, tonen aan dat professionele partijen per saldo negatief zijn in hun mening en positionering in risicovolle beleggingen. Daarmee zou dus veel negatief nieuws al zijn verdisconteerd en is er ruimte voor meevallers. Maar enquêtes onder Amerikaanse private beleggers en de verhouding tussen uitstaande put-

en callopties laten geen duidelijk negatief sentiment zien. En Amerikaanse huishoudens houden historisch gezien juist veel aandelen aan. Van sterk negatief sentiment, wat ruimte zou geven voor meevallers op financiële markten, is wat ons betreft dus geen sprake.

Meer pessimisten dan optimisten onder Amerikaanse beleggers, maar sentiment niet extreem

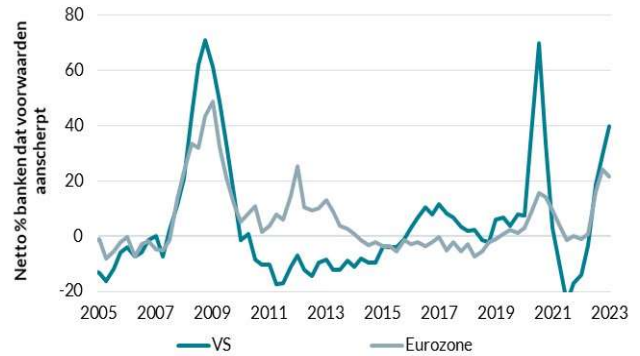


Bron: Bloomberg Van Lanschot Kempen

Groei: matig met kans op recessie

Ten tweede groei. Die heeft zich beter gehouden dan enkele maanden geleden werd gedacht. De Amerikaanse economie groeide in het eerste kwartaal met 0,3% ten opzichte van het laatste kwartaal van vorig jaar. De groei werd vooral gedreven door consumptie en overheidsuitgaven. Bedrijfsinvesteringen lieten een minieme stijging zien, investeringen in woningen daalden. Voorraadvorming droeg negatief bij aan de groei, buitenlandse handel was positief. Zonder de volatiele voorraadcomponent was de groei sterk. Wij denken dat de groei in de VS zal vertragen. Gedurende het eerste kwartaal was al verzwakking te zien in de consumptie. Bedrijfsinvesteringen staan onder druk van dalende winsten, stijgende rentes en aangescherpte kredietvoorwaarden door commerciële banken. Vertrouwensindicatoren onder grote en kleine ondernemingen, huishoudens en huizenbouwers tonen over het algemeen een vrij somber beeld, hoewel er hier en daar wel verbetering te zien is. Geld- en kredietgroei nemen snel af, net als de orders voor kapitaalgoederen. Arbeidsmarktindicatoren tonen verzwakking, wat precies is wat de Fed, de Amerikaanse centrale bank, wil. Maar de vraag begint te rijzen of het hier alleen gaat om afkoeling of een negatievere trend. Het aantal uitstaande vacatures daalt snel en de aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen lopen op. Vooral nog is de afkoeling echter onvoldoende om de loongroei te beteugelen, wat leidt tot hardnekkige inflatie.

Banken scherpen kredietvoorwaarden aan



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

De economie van de eurozone liet met 0,1% ternauwernood groei zien ten opzichte van het vierde kwartaal van vorig jaar. In Duitsland groeide de economie niet, in Frankrijk wat meer dan in de eurozone en in Italië en Spanje was de groei met 0,5% sterker. Een uitsplitsing is nog niet beschikbaar, maar gezien de gedaalde detailhandelsverkoop in februari en dalende autoverkoop gedurende het kwartaal, zal de groei van de consumptie bescheiden zijn geweest. Mogelijk heeft lagere invoer, wat positief is vanuit het perspectief van binnenlandse groei, de economie net als in het vierde kwartaal van vorig jaar gered. Maar dat is geen teken van kracht. Voorlopige indicatoren voor de eurozone verbeteren, maar wijzen hooguit op zwakke groei. Net als de VS heeft ook de eurozone te maken met de gevolgen van krappere monetair beleid. Uit een door de ECB elk kwartaal afgenomen enquête onder banken bleek dat kredietvoorwaarden verder werden aangescherpt en dat de vraag naar krediet verder af nam. De banken gaven aan dat de renteverhogingen en het afbouwen van de balans van de ECB, mede door aflopende leningen aan de banken, een negatieve impact heeft op liquiditeits- en financieringscondities. Op zich geen reden tot grote zorg, het toont dat monetaire verkrapping werkt. Wel een reden voor een kwakkelende economie.

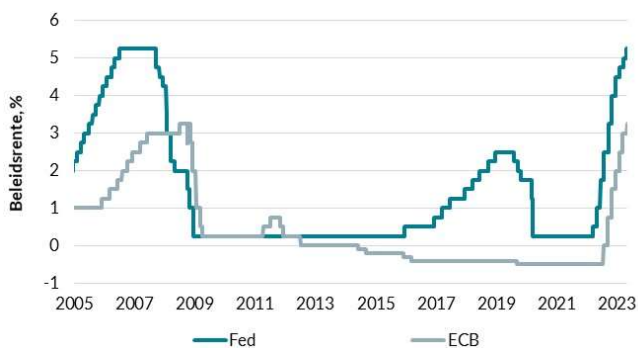
De Chinese economie is rap uit de startblokken gekomen na de heropening, vooral wat betreft consumptie. Industrie en woningbouw herstellen minder snel. Daarmee is de uitstraling van de Chinese groei naar andere regio's wereldwijd minder sterk dan in het verleden. Al met al is de economische groei beter dan verwacht, maar verre van sterk. En gezien de vooruitzichten wat ons betreft geen reden voor positieve marktontwikkelingen.

Monetair beleid: remmend

Een derde reden voor het positivisme op markten is het monetaire beleid. De piek in de beleidsrentes van centrale banken is nabij en de Amerikaanse Fed gaat de rente snel

verlagen, zo is een veel gehoorde gedachte. Met een naderende piek zijn we het wel eens. Rentes zijn al flink verhoogd en de gevolgen daarvan beginnen zichtbaar te worden. Bij de beleidsvergadering van de Fed in mei, waarbij de Fed de rente met 0,25%-punt verhoogde tot een range van 5-5,25%, sprak Fed-voorzitter Powell van krap monetair beleid en gaf hij duidelijke hints dat er een pauze in het beleid van renteverhogingen zal worden ingelast. Van renteverlagingen wilde hij nog niks weten. In het verleden hebben centrale banken de rente vaak vrij snel verlaagd na de laatste renteverhoging. Bijvoorbeeld de Fed na 7½ maand in 2000 of na zeven maanden in 2018/2019. Echter, om met de huidige hoge inflatie uit te gaan van renteverlagingen vier maanden na de laatste renteverhoging, zoals nu voor de Fed is ingeprijsd, lijkt ons wel erg snel. Dan zal er sprake moeten zijn van zeer snel verslechterende economische omstandigheden en/of een financiële crisis.

Fed op weg naar een pauze, ECB nog niet klaar



Bron: Bloomberg Van Lanschot Kempen

Ook de ECB verhoogde de rente met 0,25%-punt, tot 3,25%. ECB-president Lagarde liet duidelijk weten dat er nog meer werk aan de winkel is voor de ECB, omdat de inflatie te hoog is. Vanwege krappere financiële condities werd wel het tempo van renteverhogingen verlaagd. Markten gaan uit van nog één renteverhoging door de ECB. Wij denken dat er een aanzienlijke kans is dat de ECB nog iets meer zal moeten doen.

Naast de rente zijn centrale banken in de VS, het VK en de eurozone bezig om hun balansen af te bouwen, de zogenaamde kwantitatieve verkrapping. Over het precieze verband tussen kwantitatieve verkrapping en financiële markten bestaat nog veel onduidelijkheid. Maar de afname van liquiditeit in het financiële systeem kan wel leiden tot een negatieve impact op risicovolle beleggingscategorieën. Nou is die kwantitatieve verkrapping recent even stopgezet. Eerst door de Bank of England tijdens de crisis op de obligatiemarkt vorig jaar, vervolgens verhoogde de Bank of Japan de liquiditeit met het opkopen van veel Japanse staatsobligaties om de tienjaarsrente te drukken en recent door de Fed met de reddingsacties na de onrust

in de bancaire sector in maart. De recente acties van de Fed hebben niet helemaal hetzelfde effect als het opkopen van staatsobligaties, maar het leidt wel tot een toename aan liquiditeit die zijn weg naar financiële markten kan vinden. En belangrijk, voor de Fed en de Bank of England is de injectie van liquiditeit van tijdelijke aard. De ECB staat juist aan het begin van kwantitatieve verkrapping. Per saldo denken we dat de heersende visie op aandelenmarkten uitgaat van een te positieve kijk op het monetaire beleid.

Bedrijfswinsten: beter dan verwacht

De ontwikkeling van bedrijfswinsten is een vierde factor voor het positieve markt sentiment. In de VS is de winstgroei veel betere dan verwacht. De groei van de bedrijfswinsten is weliswaar negatief (-2,2% ten opzichte van het eerste kwartaal van vorig jaar), maar het aantal bedrijven dat positief verrast en de mate waarin dat gebeurt, zijn hoog. Vooraf werd gerekend op winstdalingen van zo'n 9%. Waarbij aangetekend dat de verwachtingen voorafgaand aan het cijferseizoen al flink naar beneden waren bijgesteld. Dan is het gemakkelijker om positief te verrassen. In de Europa, waar 60% van de bedrijven in de Stoxx 600 index heeft gerapporteerd, zijn winsten met 3% gedaald, maar ook dat is beter dan verwacht. In zowel de VS als Europa staan winstmarges onder druk; omzetten groeien sneller dan winsten. Met lage economische groei en druk op winstmarges hebben we twijfels bij het relatief positieve beeld van de bedrijfswinsten.

Kortom, sentiment is niet extreem en de vooruitzichten voor economische groei en bedrijfswinsten zijn op zijn minst uitdagend. Monetair beleid, liquiditeit en kredietgroei vormen een toenemende tegenwind. Opvallend is ook dat de rally in Amerikaanse aandelen sterk geconcentreerd is in een zeer beperkt aantal grote technologiebedrijven. De Nasdaq heeft het tot nu toe dit jaar dan ook bijna twee keer zo goed gedaan als de S&P500. Dat maakt de rally kwetsbaar als het monetaire beleid langer krap wordt gehouden dan nu verwacht. We houden dan ook vast aan onze onderweging in aandelen.

Onderweging investment grade bedrijfsobligaties VS

Wij denken dat bij het huidige klimaat een voorzichtig beleggingsbeleid past. Dat uit zich in een onderweging in aandelen, met name in de VS en in mindere mate in Europa. We zijn neutraal in de regio Pacific en opkomende markten. Vooral de lage waardering, maar ook de effecten van heropening in Japan en China en minder monetaire verkrapping zijn redenen voor die neutrale posities.

Met markten die onze zorgen nauwelijks lijken te delen, hebben we besloten het risico in de portefeuilles wat verder af te bouwen. We hadden al een negatieve opinie op high yield bedrijfsobligaties, maar zijn nu ook onderwogen in investment grade bedrijfsobligaties in de VS. We verwachten niet dat deze over het algemeen degelijke bedrijven in grote problemen gaan komen. Maar we denken wel dat de krappe risico-opslagen op Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties mogelijke problemen in de vorm van magedruk, lagere winstgroei en hogere rentes onderschatten. We kopen Amerikaanse staatsobligaties met een vergelijkbare looptijd, waardoor rente- of valutabewegingen geen invloed hebben op deze positie. Het gaat dus puur om het risico op het uitlopen van de risico-opslag.

Lage risico-opslag maakt Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties minder aantrekkelijk



Bron: Bloomberg Van Lanschot Kempen

De volatiliteit op rentemarkten is wat afgenomen, maar op dagbasis zijn er soms nog behoorlijke uitslagen. Dat hangt grotendeels samen met wisselende percepties ten aanzien van het monetaire beleid. En dat hangt weer af van de inkomende data en zorgen om de bankensector in de VS. Maar nu de piek in rentes steeds dichterbij komt, zijn we niet langer onderwogen staatsobligaties, maar licht overwogen. Die overweging zit geheel in de VS, na de switch van Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties naar staatsobligaties. In de eurozone zijn we nog onderwogen. De VS zijn wat verder gevorderd in de monetaire verkrapping en de inflatie toont ook meer tekenen van daling. In Europa heeft de ECB nog wat meer werk te doen. Voor de korte rentes in de VS spelen nog de ontwikkelingen rond het schuldenplafond van de Amerikaanse overheid. Minister van Financiën Yellen heeft laten weten dat dit plafond al in juni kan worden bereikt. De Democraten willen een "schone" verhoging van het plafond, dus zonder maatregelen op het gebied van belastingen of uitgaven, maar de Republikeinen eisen flinke bezuinigingen. Vooral op programma's die juist door de regering-Biden zijn ingevoerd. In het verleden leidde de verhoging van het plafond een aantal malen tot stevig

politiek drama. Zoals in 2011, toen de S&P500 aandelenindex 15% onderuit ging tijdens de discussies over het schuldenplafond. Het is nog nooit voorgekomen dat het schuldenplafond niet op tijd werd verhoogd. Dat zou in het ergste geval leiden tot wanbetalingen op Amerikaanse staatsobligaties, wat dan weer zou leiden tot grote problemen in het wereldwijde financiële systeem. Met de huidige polarisatie in de Amerikaanse politiek is het risico hierop wel groter, maar naar onze inschatting nog steeds laag. Een groter risico is dat delen van de Amerikaanse overheid worden gesloten om uitgaven te bevroren en zo te zorgen dat het plafond niet wordt overschreden. Dat zou leiden tot acute economische vraaguitval. De zorgen rond het plafond zijn vooral zichtbaar in de rentes van zeer kortlopende staatsobligaties. De rente op obligaties met een looptijd van drie maanden, die dus afgelost moeten worden na het mogelijk bereiken van het schuldenplafond, is veel hoger dan op obligaties met een looptijd van een maand. Op 20 april was het renteverskil 1,8%-punt, wat nog nooit eerder vertoond was. Het is inmiddels wat teruggelopen, maar historisch gezien nog altijd hoog. Voor de staatsobligaties die wij kopen heeft dit geen gevolgen, aangezien we langere looptijden kopen. En wat die langere looptijden betreft, zelfs tijdens de perikelen rond het schuldenplafond in 2011 functioneerden langer lopende Amerikaanse staatsobligaties als veilige haven, wat leidde tot lagere rentes en hogere prijzen voor deze obligaties.

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereldwijd (MSCI AC)	970	-0.4%	-1.5%	6.8%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	2796	-0.3%	-0.9%	7.4%
Opkomende markten (MSCI EM)	970	-2.0%	-6.7%	1.4%
Verenigde Staten (S&P500)	4091	-0.8%	-1.1%	6.5%
Eurozone (EURO STOXX 50)	4310	0.0%	1.2%	13.6%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7788	1.5%	-1.4%	4.5%
Japan (Topix)	2076	2.9%	5.3%	9.7%
Nederland (AEX)	744	-1.9%	-2.6%	8.0%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	3.34	-8	-19	-54
Japan	0.42	3	-8	0
Duitsland	2.25	-1	5	-32
Frankrijk	2.83	8	19	-29
Italië	3.62	7	14	-71
Nederland	2.62	2	17	-28
Verenigd Koninkrijk	3.70	27	64	2

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	143	7	-17	13
Eurozone	167	-2	25	0

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	473	19	88	4
Eurozone	504	0	68	-8
Opkomende markten (USD)	492	11	-56	39
Opkomende markten (Lokale valuta)	321	11	33	36

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereld	-1.5%	-10.6%	-2.4%
Noord-Amerika	-2.5%	-12.1%	-3.5%
Europa	2.2%	-14.9%	-3.3%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Bloomberg index	-4.3%	-4.0%	-8.5%
Basismetalen	-3.3%	-8.7%	-4.0%
Brent olie (USD per vat)	72.33 -14.5%	-8.4%	-14.1%
Goud (USD per troy ounce)	2037 1.8%	8.5%	11.5%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 4 mei 2023

Bron: Bloomberg

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie

Aandelen

Negatief

April was wederom een positieve maand voor aandelen, hoewel het plusje van 1,3% voor de wereldwijde index van MSCI klein was. Dat plusje kwam volledig voor rekening van de geïndustrialiseerde markten; opkomende markten noteerden een klein verlies. Opvallend was vooral de rust op aandelenmarkten, tegen een achtergrond van lage groeicijfers, gemengde voorlopende indicatoren, centrale banken die rentes verder verhogen, druk op winstmarges en opnieuw een omvallende bank in de VS. We voorzien geen nieuwe financiële crisis. Maar dit kan wel leiden tot verdere financiële verkrapting, wat niet gunstig is voor aandelen. En we denken dat beleidsrentes van centrale banken niet snel verlaagd zullen worden. Wij zien een klimaat met lage groei of recessie, hardnekkige inflatie en krap monetair beleid als negatief voor aandelen. 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 in de VS en de zwakkere winstontwikkeling.

Staatsobligaties

Positief

In de VS daalden rentes licht in april; de tweejaarsrente met 2 basispunten en de tienjaarsrente met 5 basispunten. Begin mei, nadat er weer onrust was in de bancaire sector en de Fed sterk hintte op een pauze in het proces van renteverhogingen, ging vooral de tweejaarsrente nog een stap omlaag. De verwachtingen voor de beleidsrente van de Fed aan het einde van het jaar zijn sinds maart weer opgelopen, maar naar onze mening nog altijd te laag. Dat kan vooral van invloed zijn op korte rentes in de VS, die wat omhoog zouden kunnen. Op de lange rentes heeft het monetaire beleid op korte termijn minder invloed. Met zicht op tragere economische groei is er meer kans op rentedalingen dan rentestijgingen. We zijn dan ook overwogen in Amerikaanse staatsobligaties, een overweging die recent is uitgebreid na de verkoop van investment grade bedrijfsobligaties in de VS. Dat bracht ons ook naar een licht overwogen positie in staatsobligaties in zijn geheel. In Duitsland waren rentes nagenoeg onveranderd in april. In de eurozone zijn we nog wel onderwogen. De ECB is nog niet klaar met het verhogen van de rente, inflatie is hardnekkig hoog, de werkloosheid is laag en loonstijgingen nemen toe. We houden onze positionering in eurozone obligaties daarom laag en in relatief korte looptijden, wat het renterisico verkleint.

Bedrijfsobligaties investment grade

Negatief

De risico-opslag op investment grade bedrijfsobligaties daalde in april in de VS met 2 basispunten en in de eurozone met 8 basispunten. Doordat de onderliggende rente op staatsobligaties ook daalde, daalde de rente op investment grade bedrijfsobligaties. We hebben onze positie in Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties verlaagd naar onderwogen. De VS lopen voorop qua economische afkoeling en afnemende winsten. De ratingtrend verslechtert door druk op winsten en credit fundamentals. Oplopende wanbetalingen raken in eerste instantie high yield obligaties, maar dit kan doorsijpelen naar zorgen om risico-opslagen bij investment grade. De risico-opslag ligt ongeveer op het gemiddelde van de afgelopen tien jaar, wat we te laag achten voor een recessiescenario. Binnen investment grade bedrijfsobligaties hebben we nu een relatieve voorkeur voor de eurozone ten opzichte van de VS. De risico-opslag is in de eurozone iets hoger en de rentegevoeligheid lager.

Bedrijfsobligaties high yield

Negatief

Na behoorlijk te zijn uitgelopen in maart, daalde de risico-opslag op high yield bedrijfsobligaties in april in de VS met 3 basispunten, terwijl hij in de eurozone verder opliep met 7 basispunten. Onderliggende rentes op staatsobligaties daalden in de VS en in Duitsland, maar in Duitsland was dit niet genoeg om de oplopende risico-opslag te compenseren. Dus steeg de rente op high yield bedrijfsobligaties in de eurozone, zij het beperkt. Eind april stond de rente op deze obligaties in de VS op 8% en in de eurozone op ruim 7%. Het renteniveau 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 april op 452 basispunten, in de eurozone op 504 basispunten. Een negatief scenario met afnemende groei en hoge inflatie is daarmee slechts beperkt ingeprijsd. We zien 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.

Vermogenscategorie

Staatsobligaties opkomende markten

Neutraal

Het rendement voor obligaties van opkomende landen uitgegeven in dollars was in april licht positief (in lokale valuta). De risico-opslag en rentevergoeding bleven nagenoeg onveranderd wat leidt tot een positief rendement via de ontvangen rente. Voor obligaties in lokale valuta (EMD LC) was er eveneens een licht positief rendement doordat de rentevergoeding weinig veranderde. De appreciatie van de EUR leidde wel tot een negatief rendement voor EUR-investeerders. De heropening van China is positief voor opkomende landen. Dalende (goederen)inflatie in de VS eveneens, want dit vermindert de druk op EMD. Naar verwachting neemt de onrust in de bankensector geleidelijk af mede vanwege het ingrijpen door centrale banken en toezichthouders. Daardoor is er nog geen zicht op renteverlagingen van de Fed, ook vanwege een sterke diensteninflatie en arbeidsmarkt. Ondanks de Chinese heropening zijn afnemende wereldwijde economische groei, een recessie in de VS in de tweede helft van 2023 en lagere EM export risico's voor de beleggingscategorie. Gegeven relatief hoge rentevergoedingen hebben wij een neutrale visie ten aanzien van EMD HC en EMD LC.

Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

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. Daarbij is de beleggingscategorie, vanwege de relatief hoge mate van schuldfinanciering (met name in Europa), eveneens gevoelig voor de kredietvoorwaarden van banken. Na de bankenonrust in maart is de verwachting dat banken de kredietvoorwaarden gaan aanscherpen. Dit compliceert de toegang tot herfinanciering en leidt tot opwaartse druk op rentelasten voor bedrijven. Na de initiële schok in maart kon genoteerd vastgoed wat herstellen, met name in Europa waar de initiële schok ook groter was. Ondanks de goedkope waardering van genoteerd vastgoed houden wij een neutrale visie. Gegeven de sterke arbeidsmarkten is het nog te vroeg voor een draai van centrale banken naar renteverlagingen, waardoor de rentedruk hooguit beperkt afneemt. De naar verwachting strengere kredietvoorwaarden van banken leiden tot hogere rentelasten voor genoteerd vastgoed. Daarbij hebben de afwaarderingen van vastgoedobjecten pas gedeeltelijk plaatsgevonden, wat ook langs deze weg impact heeft op de balansen van genoteerd vastgoed bedrijven.

Grondstoffen

Neutraal

In april noteerde de brede grondstoffenindex van Bloomberg een verlies van 1,1%. Olieprijzen stegen met iets minder dan 2%, prijzen van basismetalen daalden met bijna 4% en de goudprijs noteerde een plus van 1,1%. De verdere 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 door diensten gedreven zal zijn en dus minder beslag legt op grondstoffen. Maar ook dat juist de goederenconsumptie in de VS en Europa beperkt zal zijn. De olieprijs steeg aanvankelijk wat na het wegebben van de ergste zorgen over de onrust in de bancaire sector, maar moest richting het einde van april en begin mei weer terrein prijsgeven naar aanleiding van zorgen over krappere kredietvoorwaarden en een mogelijke recessie in de VS. 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
M 06 82 83 11 89

VAN LANSCHOT KEMPEN ASSET RESEARCH & COMMUNICATION:

Yaela van Raalte – Hoofd ARC
Luc Aben – Hoofdeconoom
Pieter Heijboer – Hoofd investment strategy
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

Van Lanschot Kempen Investment Management NV heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. Dit document dient slechts ter informatie. De inhoud is niet bedoeld als beleggingsadvies, biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen en dient ook niet te worden beschouwd als een aanbod of als een uitnodiging om enige van de hierin genoemde financiële instrumenten te kopen of te verkopen.



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00

vanlanschotkempen.com/investment-management