



Visie op Asset Allocatie

juni 2023

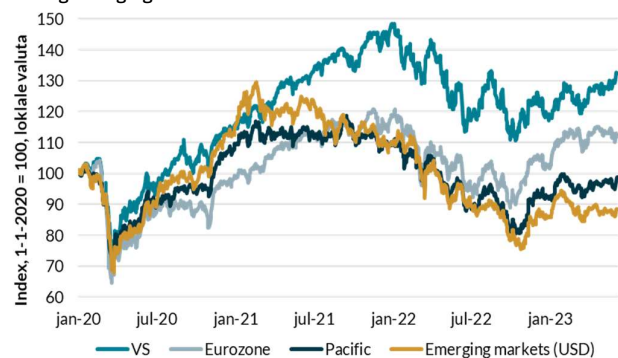
- Economische vooruitzichten blijven zeer matig
- Tekenend van dalende inflatie, maar renteverhogingen nog niet voorbij
- Aandelenrally VS zeer geconcentreerd

Financiële markten kregen aardig wat te verstouwen in mei. Voortdurende onrust over regionale banken in de VS, renteverhogingen door de Fed, de ECB en de Bank of England en de perikelen rond het schuldenplafond in de VS. Maar ook optimisme onder beleggers over de mogelijkheden van kunstmatige intelligentie. Per saldo reageerden de meeste aandelenmarkten negatief. Europese aandelen verloren 3,5%¹, aandelen uit opkomende markten 1,9% en de Engelse FTSE 100 zelfs 5,4%. De Amerikaanse S&P500 boekte een kleine winst van 0,2%, vooral gedreven door grote technologiebedrijven. De regio Pacific boekte een verlies van 1,9%, ondanks een goede performance van Japan (3,6%).

Rentes stegen in de VS en in het VK, waar krappere monetair beleid werd verwacht door beleggers. In Duitsland waren de renteveranderingen marginaal. Opvallend was verder de sterke daling van grondstoffenprijzen (-7,0%), door dalen van olieprijs (-12,1%) en dalen van basismetalen (-9,1%).

Wij hebben ons voorzichtig beleggingsbeleid niet gewijzigd. We zijn onderwogen in aandelen en investment grade bedrijfsobligaties in de VS. Zwakke economische groei, hoge inflatie, krap monetair beleid en te optimistische winstverwachtingen bieden een negatief klimaat voor risicovolle beleggingscategorieën.

Weinig beweging in aandelen in mei



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempfen

Lage groei in het vooruitzicht

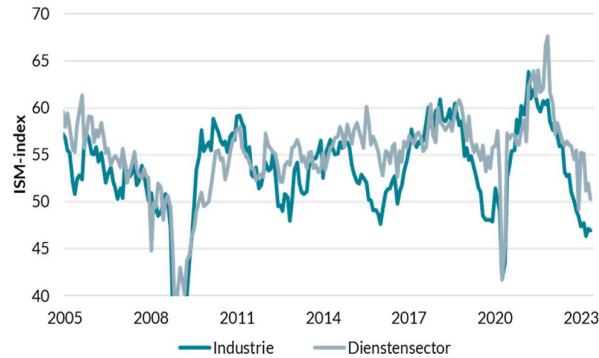
De afgelopen maanden waren er wat betreft de groei in de VS en Europa positieve ontwikkelingen waar beleggers zich aan konden vastklampen. In de VS wees een aantal indicatoren op een recessie, maar bleef de onderliggende economische groei behoorlijk op peil. In Europa was de groei juist zwak, maar wezen voorlopende indicatoren op enige verbetering.

Het beeld van de VS is niet wezenlijk veranderd. De voorlopende indicator van de Conference Board, de sterk

¹ Rendementen in lokale valuta.

negatieve rentecurve (waarbij de tienjaarsrente lager ligt dan de tweejaarsrente) en het vertrouwen onder bedrijven in de industrie en onder kleine bedrijven geven nog altijd duidelijke signalen dat de economie op een recessie afstevent.

Producentenvertrouwen in VS daalt



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Regionale vertrouwensindicatoren van producenten verslechterden per saldo in mei. Opvallend hierbij was dat de investeringsbereidheid wat toenam. Maar die intenties zijn nog heel laag. Wat niet zo gek is als winsten onder druk staan en rentes zijn opgelopen. Dat orders voor kapitaalgoederen in april onverwacht stegen, kan als goed nieuws worden gezien, maar hier maakt één zwaluw nog geen zomer. Consumptieve bestedingen vormen meestal dé motor van de Amerikaanse economie. Dat was in het eerste kwartaal van dit jaar het geval en ook in april. Maar in april stegen de reële inkomens niet en waren dus lagere besparingen nodig om de consumptie op peil te houden. Huishoudens hebben tijdens de coronapandemie veel gespaard, maar daarvan is een groot deel inmiddels uitgegeven. Met hogere rentes en een huizenmarkt die onder druk staat is het vertrouwen onder consumenten de afgelopen maanden weer wat gedaald. De vooruitzichten voor de consumptie zijn daarmee sterk afhankelijk van de arbeidsmarkt. Die koelt wel iets af, maar er is nog geen echte verzwakking zichtbaar. We verwachten wel dat die afkoeling de komende maanden serieuzere vormen gaat aannemen. De lage investeringsbereidheid van bedrijven en de sterke terughoudendheid bij banken om leningen te verstrekken zijn wat ons betreft tekenen aan de wand. Zo zal het krappe monetaire beleid in onze visie uiteindelijk toch leiden tot een recessie.

In de eurozone is de groei al matig. Na neerwaartse herziening van de groei in Duitsland in het eerste kwartaal naar -0,3% ten opzichte van het laatste kwartaal van vorig jaar, is Europa's grootste economie in een recessie beland. In Frankrijk was de groei in het eerste kwartaal met 0,2% net positief, maar dat was vooral te danken dat er minder werd geïmporteerd. De binnenlandse bestedingen daalden.

De groei was relatief sterk in Italië en Spanje, maar onverwachts negatief in Nederland. De Britse economie stagneert al drie kwartalen op rij. Positief voor de eurozone was de verbetering van voorlopende indicatoren als de Economic Sentiment Index, de inkoopmanagersindices en de Duitse Ifo-index. Maar hier is in mei een kentering in gekomen. Een hele reeks aan voorlopende indicatoren daalde.

Hoop vervliegt uit voorlopende indicatoren eurozone



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Dat duidt op aanhoudende zwakte in de economie van de eurozone. En dat is ook niet gek gezien de monetaire verkrapting die ook de ECB heeft doorgevoerd. Met als gevolg dat de geldhoeveelheid daalt en de kredietgroei is stilgevallen. Dalende inflatie, vooral door dalende energieprijzen, en een nog krappe arbeidsmarkt geven de consument wat lucht, maar die is toch zeer terughoudend in zijn of haar uitgavenpatroon.

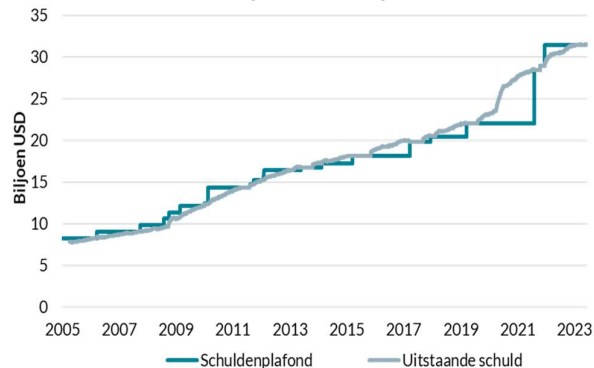
Opkomende markten hebben veelal te maken met het zwakke beeld in de industrie. In Zuid-Korea is de economie de afgelopen twee kwartaal per saldo niet gegroeid. De Taiwanese economie was in het eerste kwartaal van dit jaar 2,5% gekrompen ten opzichte van het eerste kwartaal van vorig jaar. Het afbouwen van voorraden in de chipsector en afnemende vraag naar consumentenelektronica eisen hier hun tol. Ook Europese economieën als Tsjechië en Hongarije groeien nauwelijks. Dat heeft vooral te maken met de groeiproblemen in de eurozone. Landen die het beter doen, zoals Indonesië, Maleisië of Vietnam of Brazilië en Mexico profiteren mogelijk van verplaatsing van productie uit China of van de groei in de VS. Maar met de matige vooruitzichten voor de VS en Europa en de groei in China die na een korte spurt wat is gaan haperen, verwachten we geen groei-impuls voor opkomende economieën.

Akkoord schuldenplafond: wat nu?

Het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden en de Senaat hebben voor een akkoord over het schuldenplafond gestemd. Daarmee is het gevaar van wanbetalingen door de Amerikaanse overheid afgewend. En daarmee ook de chaos die dat had kunnen veroorzaken op financiële markten. Aandelenmarkten reageerden opgelucht, hoewel de opwaartse reactie beperkt was. Niet zo gek, want aandelenbeleggers hadden de perikelen rond het schuldenplafond grotendeels genegeerd. De rente op zeer kortlopende Amerikaanse staatsobligaties, die als eerste zouden worden getroffen door een wanbetaling, daalde al wat in aanloop naar de stemming in de Senaat.

Is het schuldenplafond hiermee helemaal afgedaan? Grotendeels wel, althans voorlopig. Het plafond is niet verhoogd, maar buiten werking gesteld tot 1 januari 2025.

Schuldenplafond VS voorlopig buiten werking



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Het is niet de eerste keer dat voor deze oplossing wordt gekozen. Daarmee is de volgende discussie over het schuldenplafond over de presidentsverkiezingen heen getild. Maar er moet wel bezuinigd worden. Althans, ten opzichte van de plannen van president Biden. De voorwaarden voor twee programma's die steun geven aan arme gezinnen worden aangescherpt. De overheidsgaven voor 2024 worden bevroren op het huidige niveau, in 2025 mogen ze met 1% stijgen. Met uitzondering van defensie-uitgaven die volgend jaar met 3% mogen stijgen. Volgens het Congressional Budget Office zullen daarmee de uitgaven in 2024 met 4% stijgen, ten opzichte van een geplande stijging met bijna 8%. In 2025 stijgen de uitgaven niet met 5%, maar met 3%. Dat zijn vrij marginale wijzigingen die hooguit enkele tiende procentpunten groei kosten.

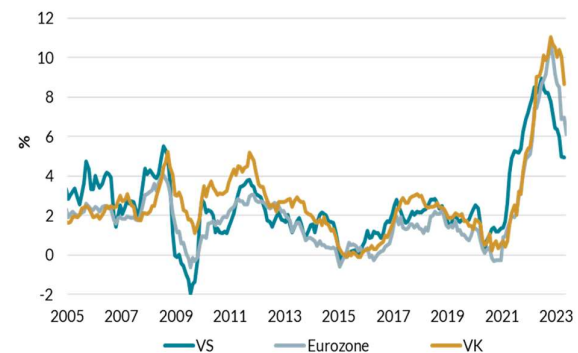
Een directer korte-termijn effect is wellicht de liquiditeit in het financiële systeem. Doordat het schuldplafond bijna was bereikt, moest de overheid zo min mogelijk obligaties uitgeven. Een van de oplossingen was om betalingen te

doen ten laste van het saldo dat de overheid op haar rekening bij de Fed heeft. Terwijl de overheid aan het begin van het jaar ruim 500 miljard dollar op haar rekening bij de Fed had staan, was dit eind mei gedaald tot 50 miljard. Dat betekent dat er 450 miljard dollar in het financiële systeem terecht is gekomen. Tel daar nog de noodleningen van de Fed aan probleembanken bij op en het bedrag loopt op tot ruim 600 miljard dollar. Het afbouwen van de balans van de Fed door niet te herbeleggen in aflopende staatsobligaties, ook wel bekend als kwantitatieve verkrapping, is dus tijdelijk aan de kant gezet. Al deze liquiditeit komt niet direct op financiële markten terecht, maar kan ook blijven hangen in het bancaire systeem. Maar over het algemeen profiteren markten wel van toenemende liquiditeit. Als de overheid haar rekening bij de Fed weer aanvult, zal dit positieve effect dus wegvallen. Dat kan leiden tot wat meer volatiliteit op aandelenmarkten.

Inflatie daalt, einde verkrapping?

De langverwachte inflatiedaling heeft zich ingezet in de VS en in de eurozone. In de VS is de totale inflatie volgens de maatstaf waar de Fed naar kijkt, gedaald van 7% in juni vorig jaar tot 4,4% in april. In de eurozone is de inflatie gedaald van 10,6% in oktober tot 6,1% in april.

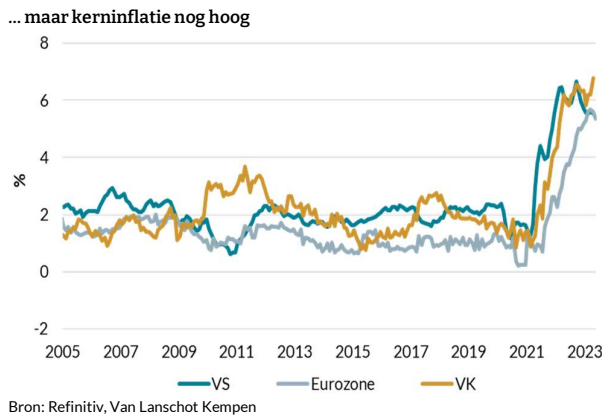
Totale inflatie daalt...



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Dit is vooral het gevolg van dalende energieprijzen en minder sterke stijgingen van voedselprijzen. Een opluchting voor consumenten, maar nog geen reden voor centrale banken om rentes al te gaan verlagen. De Fed heeft bij haar rentebesluit in mei aangegeven wellicht te willen pauzeren, maar de ECB heeft laten weten dat er nog meer werk aan de winkel is. Uit de notulen van de ECB-vergadering in mei bleek dat centrale bankiers zich zorgen maken over de hoge kerninflatie. En ECB-president Lagarde liet nog onlangs weten dat er nog geen duidelijk bewijs is dat de onderliggende inflatie heeft gepiekt. De Bank of England kreeg een nare verrassing in de vorm van aanmerkelijk hoger dan verwachte inflatie in mei. Vooral

het oplopen van de kerninflatie van 6,2% naar 6,8%, het hoogste niveau sinds begin jaren negentig, sprong in het oog. De marktreactie was niet mis, renteverwachtingen en de tienjaarsrente stegen fors.



Renteverlagingen zijn pas aan de orde als de kerninflatie ook gaat dalen. En dan vooral de inflatie in de dienstensector, die maar mondjesmaat daalt. Deze inflatie wordt het sterkst beïnvloedt door loonkosten, dus zullen arbeidsmarkten ook moeten afkoelen. En dat gebeurt vooralsnog niet voldoende. We verwachten dat de Fed een pauze in zal lassen, of mogelijk de rente nog één keer zal verhogen. De verwachtingen voor de beleidsrente van de Fed waren na de onrust in de bancaire sector hard gedaald, maar zijn inmiddels alweer behoorlijk opgelopen. Er worden nu nog zo'n twee renteverlagingen verwacht voor het jaareinde. Daarvoor zou de inflatie snel moeten dalen en de arbeidsmarkt ook snel moeten afkoelen. Dat is mogelijk in een recessie, maar of het al voor het einde van het jaar zo ver is, betwijfelen wij.

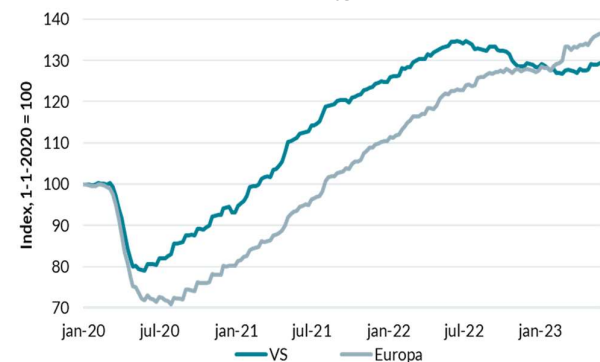
De ECB en de Bank of England zijn nog niet eens klaar met het verhogen van de rente. We verwachten nog één of twee renteverhogingen door de ECB. Dit wijkt niet af van wat markten verwachten. Ook de Bank of England zal de rente nog wel twee keer verhogen, gezien de hardnekkige inflatie. Overigens zijn ook in het VK de gevolgen van de monetaire verkrapping zichtbaar. Vooral de huizenmarkt, waar veel hypotheeklen flexibele rentes of korte rentelooptijden hebben, wordt geraakt door de hogere rente. Het aantal goedgekeurde aanvragen voor hypotheeklen ligt ruim 25% onder het niveau voor de coronapandemie. De groei in de bancaire kredietverlening is vrijwel stilgevallen. Ook hier geldt dat het verkrappende monetaire beleid werkt en dat het einde van de renteverhogingen daarmee in zicht komt. Maar wel ten koste van economische groei.

Trends in aandelenmarkten

Aandelenmarkten lijken wat meer last te krijgen van de lager groeivoorzichten en de monetaire verkrapping, maar van een dalende trend is nog zeker geen sprake. Een aantal zaken springen er wat ons betreft uit op aandelenmarkten. Ten eerste de zeer sterke concentratie van de rally in de VS. De jaarwinst voor de S&P500 staat op bijna 10%. Deze jaarwinst is grotendeels gedreven door technologie-aandelen. Technologie-index Nasdaq staat op een jaarwinst van ruim 30%. In de S&P500 worden aandelen gewogen naar hun marktkapitalisatie. Grote (technologie)bedrijven hebben daarmee ook een zeer groot aandeel in de index en in de performance van de index. Als we alle aandelen in de S&P500 een gelijk gewicht zouden geven, zou de index dit jaar per saldo geen winst hebben gemaakt. De sterke performance van technologie-aandelen kan deels worden verklaard door bedrijfsresultaten, zoals kostenbesparingen bij Meta, het moederbedrijf van Facebook, betere advertentie-inkomsten bij Alphabet, het moederbedrijf van Google en de veel hogere omzetverwachting die videokaartenmaker Nvidia af gaf. Technologie-aandelen herstellen ook van de slechte performance vorig jaar en profiteren van de hoop op lagere rentes. Een rally die sterk gedreven wordt door een beperkt aantal aandelen is op zich geen voorbode van een beurskrach, maar het maakt de rally naar onze mening wel kwetsbaar. Vooral omdat de waardering van een aantal technologie-aandelen alweer flink is opgelopen en de hoop op snelle renteverlagingen wat ons betreft prematuur is.

Het tweede wat opvalt is de bestendigheid van de bedrijfswinsten in Europa. Aan het begin van het jaar viel de groei in de gerealiseerde winsten even stil, maar die is inmiddels terug. Daarmee worden ook verwachte winsten weer opwaarts bijgesteld.

Verwachte winsten Europa opwaarts bijgesteld



Gerealiseerde winsten stonden eind mei ruim 3% hoger dan aan het begin van het jaar, de verwachte winst over twaalf maanden bijna 7% hoger. Ter vergelijking, in de VS

zijn gerealiseerd winsten 1% gedaald en verwachte winsten 0,8% naar boven bijgesteld. Dit is opvallend, omdat de Amerikaanse economie in reële termen groeit, terwijl dat in Europa nauwelijks het geval is. Maar bedrijfswinsten profiteren niet alleen van reële groei, maar ook van nominale groei. De omzetten van een bedrijven zijn immers het product van de verkochte hoeveelheden en de prijzen die daarvoor worden betaald. En die nominale groei is in de VS wat sneller gedaald dan in Europa, doordat de inflatie in de VS wat eerder is gaan dalen. Inflatie wordt vaak vooral beschouwd als kosten voor ondernemingen, maar juist bij hoge inflatie is het voor bedrijven gemakkelijker om hoge kosten door te berekenen. Met hoge inflatie heeft vrijwel ieder bedrijf prijszettingsvermogen. Tenminste, zolang de consument het kan betalen. En daar heeft overheidssteun flink geholpen. We denken dan ook niet dat de positieve verwachtingen voor de winsten in Europa en de VS houdbaar zijn. De nominale groei zal verder afnemen en zeker als de reële groei nul of negatief is en arbeidsmarkten afkoelen, wordt het voor bedrijven moeilijker om prijzen te verhogen. Verwachte winstgroei van zo'n 10% in de VS en in Europa voor 2024 impliceert winstgroei in de tweede helft van dit jaar en stevige nominale BBP-groei in 2024. Dat vinden wij een te rooskleurig beeld.

Het derde wat opvalt op aandelenmarkten is de recente rally in Japanse aandelen. Japanse aandelen profiteren van de opleving van de economie na de heropening na de coronapandemie. In het eerste kwartaal groeide de Japanse economie met 0,4% ten opzichte van het laatste kwartaal van vorig jaar. De inflatie in Japan loopt ook op, wat het voor bedrijven gemakkelijker maakt prijzen te verhogen. De totale inflatie lijkt over het hoogtepunt heen, maar een kerninflatie van 4,1% is voor Japan bijna ongekend. Echter, de dynamiek van de bedrijfswinsten is afgezwakt. Gerealiseerde winsten zijn dit jaar gedaald en verwachte winsten worden neerwaarts bijgesteld. De positieve ontwikkeling van Japanse aandelen is daarmee niet zonder meer door fundamentele factoren te verklaren. Voor Japanse aandelen is de wisselkoers traditioneel een belangrijke factor. Als de yen zwakker wordt, profiteren exportgerichte Japanse bedrijven daarvan, wat een positief effect op de aandelenmarkt heeft. Dat is ook nu het geval. Waar veel centrale banken het monetaire beleid verkrappen, is daar in Japan nog geen sprake van. De beleidsrente van de Bank of Japan staat nog op -0,1% en de BoJ houdt bovendien de tienjaarsrente onder 0,5%. Het sterke verschil in monetair beleid tussen Japan en veel andere landen heeft de yen verzwakt. En ook nu heeft dat Japanse aandelen geholpen. De vraag is hoe lang de BoJ het extreem ruime beleid kan volhouden. Een kleine wijziging kan al leiden tot sterke appreciatie van de yen, wat tot een einde zou leiden van de rally op Japanse

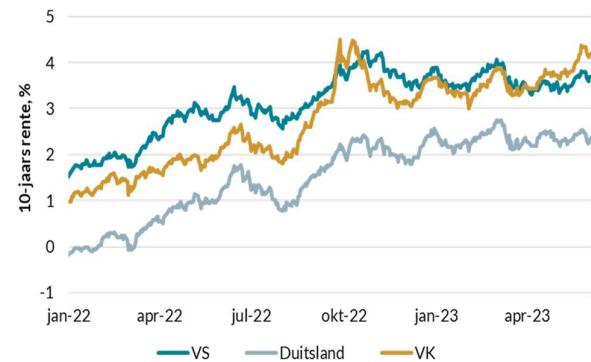
aandelenmarkten. Wij houden vast aan een neutrale visie op de regio Pacific, waarvan Japan bijna twee derde uitmaakt.

Beleggingsbeleid ongewijzigd

Wij denken nog steeds 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 de heropeningen in Japan en China en minder monetaire verkrapping zijn redenen voor die neutrale posities.

We zijn positiever over Amerikaanse staatsobligaties dan Europese. De tienjaarsrente in de VS is hoger, maar belangrijker is dat we de tienjaarsrente in de VS eerder zien dalen dan die in Europa. De Fed is verder gevorderd in haar verkrappende beleid dan de ECB, en er zijn in de VS ook meer signalen van dalende inflatie.

Piek in Amerikaanse kapitaalmarktrente bereikt?



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

We hebben een negatieve visie op Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties en op Amerikaanse high yield obligaties, waar we risico-opslagen te laag vinden voor het economische beeld dat wij verwachten.

Grondstoffen en vastgoed zijn categorieën waar een negatiever economisch beeld meer is ingeprijsd dan bij aandelen. Wereldwijd vastgoed is ook dit jaar achter gebleven bij aandelen: de brede grondstoffenindex van Bloomberg is zelfs bijna 10% gedaald. Toch achten we het nog te vroeg om al in deze categorieën in te stappen. Voor vastgoed willen we meer tekenen zien dat hogere rentes en strengere voorwaarden voor bankleningen door de sector zijn verwerkt. Voor grondstoffen vinden we de economische vooruitzichten nog te onzeker.

Marktoverzicht

Aandelen

| | Index | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2022 |
|---|-------|-----------------|---------------------|------------------|
| Wereldwijd (MSCI AC) | 987 | 1.6% | 3.6% | 9.5% |
| Geïndustrialiseerde landen (MSCI World) | 2870 | 1.7% | 4.1% | 10.3% |
| Opkomende markten (MSCI EM) | 987 | 0.5% | -0.1% | 3.2% |
| Verenigde Staten (S&P500) | 4274 | 3.3% | 5.6% | 11.3% |
| Eurozone (EURO STOXX 50) | 4293 | -1.1% | 0.0% | 13.2% |
| Verenigd Koninkrijk (FTSE 100) | 7600 | -2.3% | -4.4% | 2.0% |
| Japan (Topix) | 2220 | 7.0% | 9.9% | 17.3% |
| Nederland (AEX) | 763 | 1.7% | 0.4% | 10.8% |

Staatsobligaties (10-jaar)

| | Rente (%) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2022 (bp) |
|---------------------|-----------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten | 3.68 | 25 | -27 | -19 |
| Japan | 0.43 | 1 | -7 | 1 |
| Duitsland | 2.38 | 9 | -33 | -19 |
| Frankrijk | 2.92 | 5 | -28 | -19 |
| Italië | 3.59 | 359 | -38 | -74 |
| Nederland | 2.74 | 7 | -33 | -16 |
| Verenigd Koninkrijk | 4.21 | 43 | 36 | 54 |

Bedrijfsobligaties

| | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2022 (bp) |
|------------------|--------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten | 136 | -10 | -24 | 6 |
| Eurozone | 169 | 1 | 21 | 2 |

Hoogrentende obligaties

| | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2022 (bp) |
|-----------------------------------|--------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten | 429 | -42 | 32 | -40 |
| Eurozone | 477 | -33 | 48 | -35 |
| Opkomende markten (USD) | 464 | -24 | -84 | 12 |
| Opkomende markten (Lokale valuta) | 259 | -48 | 0 | -27 |

Vastgoed

| | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2022 |
|---------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Wereld | 0.7% | -4.9% | 0.0% |
| Noord-Amerika | 0.8% | -6.6% | 0.3% |
| Europa | -2.7% | -9.7% | -5.0% |

Grondstoffen

| | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2022 |
|---------------------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Bloomberg index | | -2.4% | -9.4% |
| Basismetalen | | -5.4% | -8.6% |
| Brent olie (USD per vat) | 76.71 | 2.2% | -8.3% |
| Goud (USD per troy ounce) | 1974 | -2.5% | 8.1% |

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 6 juni 2023

Bron: Bloomberg

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie

Aandelen

Negatief

In mei moest de wereldwijde aandelenindex van MSCI 1,3% prijs geven. Geïndustrialiseerde landen verloren met 1,2% iets minder dan opkomende markten (-1,9%). De positieve performance van Japan viel op (3,6%), maar ook het verlies van 5,4% in het VK en 3,5% in de eurozone. Amerikaanse aandelen wisten het net droog te houden. Tekenen dat de renteverhogingen van centrale banken effect hebben op economische groei, speelden aandelen parten in mei. Onze grootste zorg voor aandelen is een verdere afkoeling van economieën en de neerwaartse druk op winsten die daardoor kan ontstaan. We vinden verwachtingen voor winstgroei te rooskleurig. 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. 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

Neutraal

Het beeld op markten voor staatsobligaties in mei werd vooral gekenmerkt door oplopende rentes. Vooral in het VK, waar de tweejaarsrente met 55 basispunten omhoogschoot en de tienjaarsrente met 46 basispunten. Hoger dan verwachte inflatie in het VK miste zijn uitwerking niet op rentes. De tienjaarsrente liep in mei op tot een niveau niet ver onder de piek in oktober vorig jaar, toen de markt crashte door de begrotingsplannen van de regering-Truss. In de VS steeg de tweejaarsrente met 22 basispunten, de tienjaarsrente met 26 basispunten. Het beeld in Duitsland week wat af met een 3 basispunten hogere tweejaarsrente, maar een 3 basispunten lager tienjaarsrente. We vinden dat de tekenen van lagere inflatie en een einde aan de renteverhogingen in de VS sterker zijn dan in de eurozone. We zijn dan ook overwogen in Amerikaanse staatsobligaties. 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 steeg in mei in de VS met 2 basispunten en in de eurozone met 9 basispunten. Doordat de onderliggende rente op staatsobligaties in de VS steeg, steeg ook de rente op investment grade bedrijfsobligaties in de VS. In de eurozone daalde de rente op staatsobligaties, maar niet genoeg om de stijging in de risico-opslag te compenseren. 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

De bewegingen in risico-opslagen op high yield bedrijfsobligaties waren per saldo beperkt in mei. In de VS met 7 basispunten omhoog, in de eurozone met 8 basispunten omlaag. De onderliggende rente op staatsobligaties steeg in de VS, maar daalde in Duitsland. De rente op high yield bedrijfsobligaties in de VS steeg met 31 basispunten, maar daalde in Duitsland met 11 basispunten. 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 aanmerkelijk 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 mei wederom licht positief (in lokale valuta). De risico-opslag daalde met 6 basispunten, maar totale rentevergoeding steeg met 16 basispunten. Dit leidde 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 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 banksector geleidelijk af mede vanwege het ingrijpen door centrale banken en toezichhouders. 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

In mei daalde de wereldwijde vastgoedindex met 4,7%. Het verlies was het grootst in opkomende markten (-9,1%), maar ook in geïndustrialiseerde landen moest vastgoed terrein prijsgeven (-4,7%). 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. Gegeven de sterke arbeidsmarkten is het nog te vroeg voor een draai van centrale banken naar renteverlagingen, waardoor de rentedruk hooguit beperkt afneemt. 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 verder gaan aanscherpen. Dit compliceert de toegang tot herfinanciering en leidt tot opwaartse druk op rentelasten voor bedrijven. Daarbij hebben de afwaarderingen van vastgoedobjecten pas gedeeltelijk plaatsgevonden, wat ook langs deze weg impact heeft op de balansen van genoteerd vastgoedbedrijven. Ondanks de goedkope waardering van genoteerd vastgoed houden wij een neutrale visie.

Grondstoffen

Neutraal

In mei noteerde de brede grondstoffenindex van Bloomberg voor de zesde maand op rij een verlies (-6,1%). Olieprijzen gingen 11% onderuit, basismetalen 8,8% en de goudprijs daalde met 1,4%. 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 is en dus minder beslag legt op grondstoffen. Maar ook dat juist de goederenconsumptie in de VS en Europa beperkt zal zijn. De daling van de olieprijs en prijzen van grondstoffen weerspiegelen onzekerheid over de wereldwijde economische groei. Over het algemeen voor grondstoffen geldt dat vanwege de sancties tegen Rusland en de daardoor lagere leveringen er snel krapte op markten kan ontstaan. Bovendien kijken de OPEC-landen en Rusland met argusogen naar de balans tussen vraag en aanbod op de oliemarkt. Ze besloten begin juni om eerdere productiebeperkingen te handhaven, terwijl Saudi-Arabië de productie zelfs zal verlagen. Dat ondersteunde de prijs van Brent, die tot 72 dollar per vat was weggezakt. Dalende prijzen maken grondstoffen op een gegeven moment interessant. Er wordt dan immers een minder rooskleurig economisch scenario ingeprijsd. Toch vinden we het nog te vroeg om een positie in grondstoffen op te bouwen.



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