



# Visie op Asset Allocatie

juli 2023

- Voorlopende indicatoren wijzen op afkoeling
- Centrale banken hameren op verdere renteverhogingen
- Voorzichtig beleggingsbeleid gehandhaafd

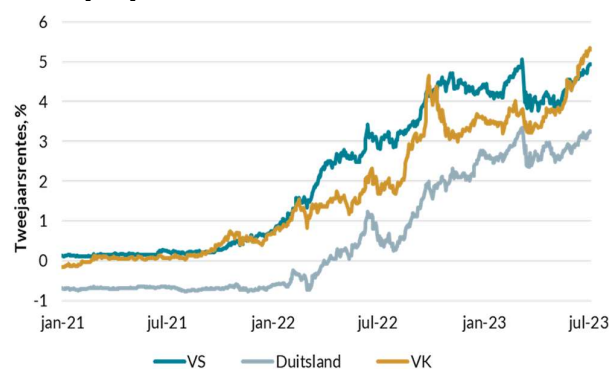
Doordat centrale bankiers bleven hameren op verdere renteverhogingen, stegen rentes in juni. Zowel korte als lange rentes en in de VS, Duitsland en het VK. Vooral de stijging met bijna 1%-punt van de tweejaarsrente in het VK viel op. Rentes in het VK staan inmiddels hoger dan tijdens de crisis rond de begroting van de regering-Truss in september en oktober vorig jaar.

achter, terwijl Japan de kroon spande met een winst van 7,4%. Dat is deels te wijten aan de daling van de yen, waar een koers van 150 yen per US dollar (die vorig jaar ook al even werd aangetikt) weer in beeld komt.

Na de verliezen in mei krabbelde grondstoffen weer wat op, zonder een duidelijke trend te laten zien.

Wij hebben ons voorzichtige 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.

Rentes lopen op, vooral in het VK



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempenn

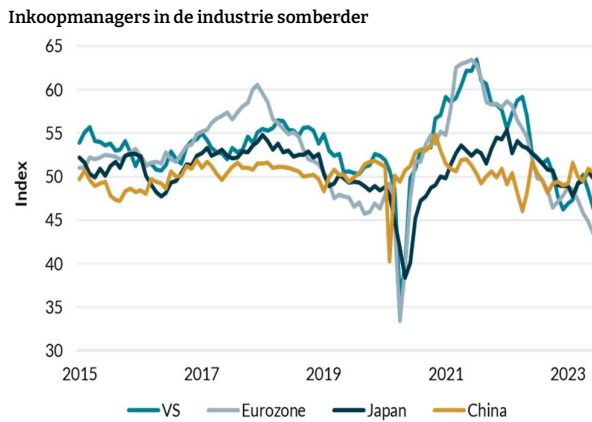
Ondanks de rentestijgingen wisten aandelen winsten te boeken. De wereldwijde index van MSCI ging 5,6% omhoog.<sup>1</sup> In de VS boekte de S&P500 zelfs een winst van 6,5%. Teken van dalende inflatie en winstverwachtingen die hoog blijven, boden steun. In de eurozone en opkomende markten waren winsten beperkter met respectievelijk 3,6% en 3,2%. Het VK bleef met 1,1%

## Voorlopende indicatoren vallen tegen

De trend dat voorlopende indicatoren een minder optimistisch beeld schetsen, zette zich in juni voort. Vooral in de industrie is het beeld somber. Van de 35 landen waarvoor de inkoopmanagersindex voor de industrie beschikbaar is, daalde die in 23 landen. En in 24 landen staat de index onder de 50, wat duidt op krimp in de industriële sector. De wereldwijde index zakte tot 47,5, het laagste niveau sinds de coronapandemie. Voor de dienstensector hebben nog maar vijf landen de inkoopmanagersindex gepubliceerd. De index daalde in al deze vijf landen (de VS, Duitsland, Frankrijk, het VK en Australië), maar alleen in Frankrijk is deze onder de 50. De

<sup>1</sup> Prijsverandering van de index in lokale valuta.

daling in de eurozone van 55,1 naar 52,4 was wel een tegenvaller, omdat het juist de dienstensector was die nog wat hoop voor de toekomst gaf.



En andere voorlopende indicatoren deden het al niet veel beter in de eurozone. De Economic Sentiment Index daalde in juni naar 95,3, een niveau dat duidt op verdere krimp. Het vertrouwen onder consumenten steeg, maar in de industrie, de detailhandel, de bouw en de dienstensector daalde het vertrouwen. In Duitsland daalde de Ifo-index; zowel de component die de huidige situatie meet als de verwachtingscomponent. De daling was naar niveaus die wijzen op verdere neergang van de Duitse economie.

In de VS is het vooral de inkoopmanagersindex in de industrie die angst inboezemt. Maar ook regionale indicatoren schetsen een negatief beeld, waar overigens wel wat verbetering te zien is. In de dienstensector zijn ondernemers nog wel positief. Althans, volgens de inkoopmanagersindex van S&P. De ISM-index voor de dienstensector daalde in mei tot maar net boven de 50.

In China wijzen de inkoopmanagersindices op een min of meer stagnerende industriële sector en vermindering van de dynamiek in de dienstensector.

Samenvattend wijzen voorlopende indicatoren op zijn hoogst op stagnatie en blijft de kans op een recessie in de VS en verdere krimp in de eurozone groot. In China heeft de economie in korte tijd flink wat dynamiek verloren.

## Groei VS, krimp eurozone?

Wat betreft het eerste kwartaal is er geen vraagteken: de Amerikaanse economie groeide, terwijl de economie van de eurozone kromp. De groei in de VS werd zelfs iets naar boven bijgesteld ten opzichte van de eerste raming. De vraag is of de Amerikaanse economie zal blijven groeien.

In de VS neemt de consument namelijk wat gas terug. Toen Amerikaanse huishoudens in januari een flinke inkomensstijging zagen, vooral vanwege inflatiecorrecties van een aantal overheidsprogramma's, deden ze waar ze goed in zijn: het geld uitgeven. Maar in de vier maanden daarna steeg de consumptie maar mondjesmaat. De arbeidsmarkt en de inkomensgroei werken ondersteunend, maar er zijn drie factoren die negatief inwerken. Ten eerste vertoont de arbeidsmarkt wat scheurtjes. De werkgelegenheid groeit minder hard, gedwongen ontslagen nemen toe en minder werknemers zeggen vrijwillig hun baan op. Ten tweede zijn de extra besparingen die tijdens de coronapandemie werden opgebouwd voor een groot deel besteed. Vooral bij lagere inkomens. Ten derde heeft het krappe monetaire beleid impact op de consument. De verkoop van bestaande woningen is gekelderd, omdat verhuizing leidt tot een sterke stijging van de hypotheeklasten. De hypotheekrente is immers gestegen van gemiddeld 3,1% in 2022 naar nu boven de 7%. Daarmee is de betaalbaarheid van woningen sterk verslechterd. Dat zou gecorrigeerd moeten worden door dalende prijzen, maar dat gebeurt mondjesmaat nu er zo weinig woningen te koop worden aangeboden. Toch staat er neerwaartse druk op huizenprijzen. Overigens leidt de krapte op de markt voor bestaande woningen juist tot een opleving op de markt voor nieuwe woningen. Wat weer gunstig is voor de bouwsector. Het krappe monetaire beleid is ook te zien in de recente daling van de consumptie van duurzame goederen. De groei kan in het tweede kwartaal nog positief zijn. Met wellicht een klein plusje voor de consumptie en woningbouw en vraagtekens over de bedrijfsinvesteringen en de buitenlandse handel. Maar in de tweede helft van het jaar verwachten we dat de negatieve gevolgen van het verkrappende monetaire beleid verder zichtbaar zullen worden.

In de eurozone kromp de economie al in het laatste kwartaal van vorig jaar en het eerste kwartaal van dit jaar. En aangezien de detailhandelsverkoop en de industriële productie in april onder het niveau van het eerste kwartaal stonden, is het mogelijk dat de krimp in het tweede kwartaal voortduurde. Een lichtpuntje is wel dat de druk van hoge energie-inflatie op de consument afneemt. Waardoor het vertrouwen onder consumenten wat aansterkt en bijvoorbeeld in Duitsland de detailhandelsverkoop in april en mei stegen. Maar cijfers over orders en orderboeken wijzen op grote terughoudendheid bij bedrijven om te investeren. Als dat aanhoudt, brengt dat ook de werkgelegenheidsgroei in gevaar.

Het verschil tussen de VS en de eurozone wordt misschien wel het meest duidelijk uit de mate waarin de economische cijfers mee- of tegenvallen. In de VS gaan economen al een

tijd uit van een recessie, maar is die tot nu toe uitgebleven. Economische cijfers vallen dan ook mee. In de eurozone was de recessie in de afgelopen twee kwartalen een verrassing en vallen de cijfers juist tegen.

**Economische cijfers vallen mee in de VS, tegen in de eurozone**



\* Gemiddelde van Bloomberg en Citigroup indices  
Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Wij denken dat de economieën van beide regio's in de tweede helft van het jaar zullen stagneren of krimpen.

### Einde verkrapping, maar wanneer?

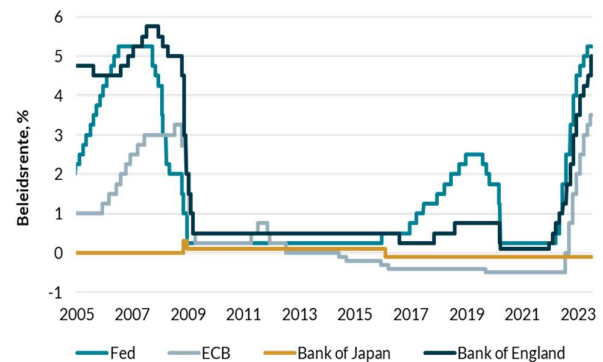
Dat we dicht bij het einde zitten van de monetaire verkrapping ligt voor de hand. Centrale banken hebben rentes al snel opgetrokken, terwijl het tempo van de renteverhogingen is verlaagd. Toch lieten centrale bankiers recent duidelijk weten nog niet klaar te zijn met het verhogen van de rente. De Fed pauzeerde in juni in haar verkrappingscyclus. Maar een meerderheid van de beleidsmakers voorziet nog twee renteverhogingen dit jaar. Terwijl de meesten in maart nog vonden dat het huidige niveau van de beleidsrente tot het einde van het jaar ongewijzigd kon blijven. Fed-voorzitter Powell versprak zich tijdens zijn persconferentie door de pauze een "skip" te noemen. En dit snel te herstellen door te zeggen dat we dit vooral geen "skip" moeten noemen. Ook in zijn halfjaarlijkse verklaring voor het Amerikaanse congres zei Powell dat de rente verder omhoog zal moeten. Of die twee renteverhogingen er ook komen is de vraag. De economie koelt af nu de gevolgen van strakker monetair beleid zichtbaar worden. De geldhoeveelheid daalt, wat duidt op afnemende economische dynamiek en de bancaire kredietverlening is vrijwel tot stilstand gekomen. Positief is dat de inflatie daalt. Volgens de favoriete index van de Fed, de PCE-index, stegen de prijzen in juni met slechts 0,1% ten opzichte van mei. En de 3,8% inflatie op jaarbasis was het laagst sinds april 2021. Dit komt grotendeels door lagere inflatie in voedsel en energie. De kerninflatie lag nog op 4,6% en beweegt sinds dit jaar zijwaarts. Toch wijzen producentenprijzen, enquêtes onder bedrijven en huurprijzen op verdere daling van de inflatie.

De ECB verhoogde de rente wel in juni. Net als in mei met 25 basispunten. Dat is een lager tempo dan in de maanden daarvoor. Maar ook ECB-president Lagarde liet weten dat er nog meer werk aan de winkel is en dat er meer dan één renteverhoging in het verschieft ligt. Lage groei zal de ECB niet snel van renteverhogingen afhouden. De bank verlaagde namelijk haar groeivoorzichten, maar verhoogde de inflatievoorzichten. Ook in de eurozone daalt de inflatie. In juni tot 5,5%. In de eurozone komt dat voornamelijk door energieprijzen. De kerninflatie is juist hardnekkig met 5,4%.

Zowel in de VS als in de eurozone heeft de krappe arbeidsmarkt met lage groei een keerzijde. Bedrijven houden dan meer werknemers in dienst dan eigenlijk nodig is. Begrijpelijk gezien de krapte op de arbeidsmarkt. Maar het gevolg is dat de arbeidsproductiviteit daalt en de loonkosten per eenheid product stijgen. Bedrijven konden dat tot nu toe doorberekenen aan afnemers. En dus voedde dat de inflatie. Bij aanhoudend lage groei wordt dit moeilijker. Wat zal betekenen dat lonen uiteindelijk minder snel stijgen, maar vooral dat winstmarges onder druk komen.

In het VK is de inflatie het meest hardnekkig. De totale inflatie was in mei onveranderd op 8,7%, terwijl de kerninflatie steeg tot 7,1%, het hoogste niveau sinds maart 1992. Dus verhoogde de Bank of England de rente nog maar eens met 50 basispunten, een versnelling ten opzichte van de twee voorgaande renteverhogingen. Ook wordt er rekening gehouden met nog veel meer renteverhogingen. Waar voor de Fed en de ECB nog hooguit twee renteverhogingen worden verwacht, zijn dat er voor de BoE maar liefst vijf. Al met al blijft het beeld dat het einde van de renteverhogingen in zicht komt, maar we er nog niet helemaal zijn.

**Monetaire verkrapping: Japan is de uitzondering**



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

De agressieve toon van centrale bankiers en de reeks renteverhogingen (ook in Zweden, Noorwegen, Canada en

Australië werd de rente verhoogd) misten hun uitwerking niet op rentemarkten. In de VS steeg de tweejaarsrente met 49 basispunten en in Duitsland met 48 basispunten. Dat was nog niets vergeleken met het VK waar de tweejaarsrente met maar liefst 94 basispunten steeg. In het tienjaarssegment waren de stijgingen kleiner, maar nog altijd 19 basispunten in de VS, 11 basispunten in Duitsland en 21 basispunten in het VK. Dat betekende ook dat de tienjaarsrente in alle drie van deze landen verder onder de tweejaarsrente kwam te liggen. Waarmee ook het signaal van op handen zijnde recessies sterker werd.

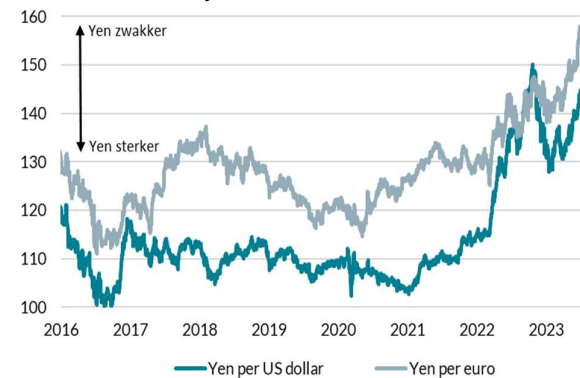
Wij denken dat de tienjaarsrente in de VS niet veel verder zal stijgen. De Fed is het dichtst bij de piek in het rentebeleid en de tekenen dat de inflatie gaat dalen zijn daar het sterkst. In de eurozone houden we de rentegevoeligheid van onze obligatiebeleggingen nog wat laag, omdat we verwachten dat de tienjaarsrente nog wat verder kan oplopen.

Ten slotte twee centrale banken die er de afgelopen tijd uit sprongen, die van Turkije en van Japan. Na zijn herverkiezing lijkt de Turkse president Erdogan zijn idee dat hoge rentes inflatie aanwakkeren eindelijk te hebben laten varen. De nieuwe bankpresident, met ervaring op Wall Street, verhoogde de rente van 8,5% naar 15%. Dat was hard nodig, want de officiële inflatie was in mei 40%. In werkelijkheid lag de inflatie waarschijnlijk nog hoger. Tezamen met de aankondiging van een marktvriendelijke minister van Economische Zaken stabiliseerde dit de koers van de Turkse Lira, die dit jaar al zo'n 30% in waarde was gedaald. Turkije geldt als een van de zwakke broeders in de obligaties van opkomende landen. De zorgen over Turkije, waar de valutas reserves snel zijn geslonken, zijn verminderd, maar nog niet geheel verdwenen.

Ook de Japanse centrale bank heeft met Kazuo Ueda al enige tijd een nieuwe gouverneur. De vraag was of hij het extreem monetaire beleid zou gaan verkrappen. De economie groeit en de inflatie was in mei 3,2%. Exclusief voedsel- en energieprijzen zelfs 4,2%. Er is zelfs sprake van wat loongroei, hoewel nog niet heel overtuigend. De verwachtingen over het monetaire beleid in Japan komen duidelijk tot uiting in de ontwikkeling van de Japanse yen. Onder de voormalige gouverneur Kuroda werd een wijziging van het beleid – een beleidsrente van -0,1% en een maximum voor de tienjaarsrente – niet verwacht. Terwijl in de VS de rente werd opgetrokken, devalueerde de yen. Van 105 yen per US dollar eind 2020 tot 150 in oktober 2022, het laagste niveau sinds 1990. Speculaties over een minder ruim beleid onder een nieuwe gouverneur leidde tot een appreciatie van de yen tot net onder 130 in januari. Maar toen bleek dat Ueda niet van plan is het monetaire beleid snel te wijzigen, zakte de yen weer snel weg en lijkt nu weer op weg naar 150 yen per US dollar.

Voor het doel voor de tienjaarsrente wordt veel bediscussieerd. De Bank of Japen heeft een doel van 0% met een bandbreedte van 0,5%-punt naar onder en naar boven. In praktijk kan de tienjaarsrente dus niet verder stijgen dan 0,5%. De bandbreedte is al eens opgerekt en de volgende stap zou mogelijk het geheel loslaten van het doel en de bandbreedte zijn. Dan zou de tienjaarsrente stijgen en de yen ook weer appreciëren.

Yen verzwakt door afwijkend monetair beleid



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Japanse aandelen bewegen vaak omgekeerd aan de yen. Een zwakke yen is goed voor de Japanse exportsector en dus goed voor Japanse aandelen. Dat hebben we dit jaar ook gezien. Japanse aandelen zijn al ruim 20% gestegen, beduidend meer dan aandelen in de VS of Europa. Maar de yen is 10% gedeficiëerd ten opzichte van de US dollar en de euro, dus gecorrigeerd voor wisselkoersverschillen blijven Japanse aandelen dus iets achter bij de VS of Europa. Met de mogelijkheid dat het monetaire beleid en de wisselkoers een tegenwind wordt voor Japanse aandelen, vinden wij dit geen uitgelezen koopmoment.

## Aandelen ongevoelig

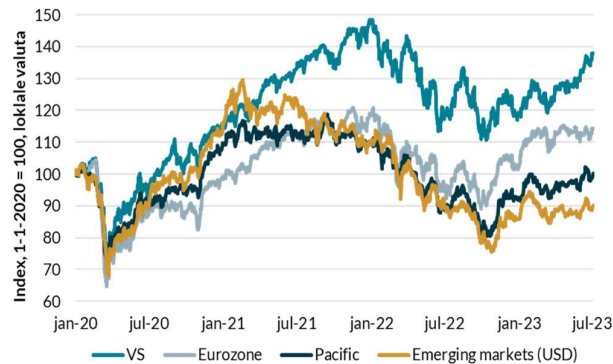
Tekenen van economische vertraging, hardnekkige kerninflatie en beleidsrentes die langer hoog blijven dan verwacht. Aandelen lijken ongevoelig voor deze tegenwind en wisten in juni toch winst te boeken. En ook nog met zeer lage volatiliteit.

Een belangrijke rol spelen winsten en winstverwachtingen. Vooral in Europa worden die stelselmatig naar boven bijgesteld. In de VS is aan de opwaartse bijstellingen de afgelopen weken weer een einde gekomen. In opkomende markten is de winstdynamiek al een tijd lang zwak. Toch beginnen de eerste winstwaarschuwingen wel door te komen, vooral in de Europese chemiesector. We noemden al de keerzijde van lage groei en een krappe arbeidsmarkt, namelijk dat hierdoor de arbeidsproductiviteit daalt en de

loonkosten per eenheid product stijgen. Bij hoge inflatie is het gemakkelijker om die loonkosten door te berekenen en zo de winstmarge op peil te houden. Maar bij lagere inflatie wordt dat moeilijker. Een neerwaartse spiraal, waarbij bedrijven snijden in loonkosten en investeringen om marges te beschermen, maar daarmee ook de vraag naar producten ondermijnen is wat ons betreft een duidelijk risico.

en strengere voorwaarden voor bankleningen door de sector zijn verwerkt. Voor grondstoffen vinden we de economische vooruitzichten nog te onzeker.

Aandelen trotseren economische en monetaire tegenwind



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

## 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.

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 achtergebleven bij aandelen: de brede grondstoffenindex van Bloomberg is zelfs 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

# Marktoverzicht

## Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereldwijd (MSCI AC)	1008	3.3%	5.8%	13.2%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	2972	3.4%	6.3%	14.2%
Opkomende markten (MSCI EM)	1008	2.4%	2.1%	5.4%
Verenigde Staten (S&P500)	4456	4.0%	8.7%	16.0%
Eurozone (EURO STOXX 50)	4391	1.6%	1.8%	15.7%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7520	-1.2%	-1.5%	0.9%
Japan (Topix)	2306	5.7%	14.0%	21.9%
Nederland (AEX)	779	1.8%	2.7%	13.0%

## Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	3.85	16	52	-2
Japan	0.39	-3	-4	-4
Duitsland	2.45	14	20	-12
Frankrijk	3.00	14	24	-11
Italië	3.59	-6	2	-75
Nederland	2.81	13	21	-9
Verenigd Koninkrijk	4.42	26	98	74

## Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	122	-12	-38	-8
Eurozone	159	-10	-8	-8

## Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	387	-37	-80	-82
Eurozone	451	-34	-51	-61
Opkomende markten (USD)	426	-37	-24	-26
Opkomende markten (Lokale valuta)	212	-47	-108	-73

## Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereld	0.5%	2.5%	0.5%
Noord-Amerika	1.2%	4.1%	2.0%
Europa	-1.6%	-1.4%	-6.4%

## Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Bloomberg index	1.9%	-3.7%	-8.0%
Basismetalen	-0.8%	-7.2%	-9.2%
Brent olie (USD per vat)	76.25 0.4%	-8.5%	-8.2%
Goud (USD per troy ounce)	1928 -1.0%	-2.9%	5.7%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 4 juli 2023

Bron: Bloomberg

# Tactische vooruitzichten

## Vermogenscategorie

### Aandelen

Negatief

In juni boekte de wereldwijde aandelenindex van MSCI een winst van 5,6% in lokale valuta. Geïndustrialiseerde landen deden het met een winst van 5,9% iets beter dan opkomende markten (3,2%). De positieve performance van Japan viel wederom op (7,4%), maar ook weer het achterblijven van het VK (1,1%) en de eurozone (3,6%). Aandelenmarkten trotseerden de agressieve toon van centrale bankiers en verwachtingen dat rentes langer hoog zullen blijven. 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 werd in juni wederom gekenmerkt door oplopende rentes. Vooral in het VK, waar de tweejaarsrente met 94 basispunten omhoog schoot en de tienjaarsrente met 21 basispunten. Hoger dan verwachte inflatie in het VK miste zijn uitwerking niet op rentes. Rentes in het VK staan daarmee hoger dan de piek in oktober vorig jaar, toen de markt crashte door de begrotingsplannen van de regering-Truss. In de VS steeg de tweejaarsrente met 49 basispunten, in Duitsland met 48 basispunten. Tienjaarsrentes stegen in de VS en Duitsland met respectievelijk 19 en 11 basispunten. Opvallend is ook dat de rentestijgingen Italiaanse staatsobligaties niet onevenredig hard treffen, terwijl de rentelasten voor de Italiaanse staat de komende jaren zullen oplopen, als obligaties met een lage rente afgelost worden en vervangen worden door obligaties met hogere rentes. De risico-opslag op Italiaanse staatsobligaties ten opzichte van Duitse stond begin juli op bijna 170 basispunten. In oktober vorig jaar was dat nog 250 basispunten. 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 daalde in juni in de VS met 15 basispunten en in de eurozone met 8 basispunten. Doordat de onderliggende rentes op staatsobligaties in de VS en in Duitsland stegen, ook de rentes op investment grade bedrijfsobligaties. In de VS staan winstmarges meer onder druk dan in de eurozone. 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

Risico-opslagen op high yield bedrijfsobligaties daalden fors in juni. In de VS met 69 basispunten en in de eurozone met 40 basispunten. Daarmee daalde deze risico-opslag in de VS tot het laagste niveau sinds begin maart. De dalingen van de risico-opslagen in de VS en in de eurozone waren groot genoeg om de stijgende rentes op onderliggende staatsobligaties te compenseren. Per saldo daalden dus de rentes van high yield. Eind juni stond de rente op deze obligaties in de VS net onder 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 juni op 390 basispunten, in de eurozone op 456 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 juni positief. De risico-opslag daalde met 45 basispunten harder dan dat de onderliggende rente op Amerikaanse staatsobligaties steeg (19 basispunten). Voor obligaties in lokale valuta was er eveneens een positief rendement door een daling van de rentes en dus een stijging van de obligatieprijzen. De heropening van China is positief voor opkomende landen, maar de groei-impuls is meer inwendig gekeerd doordat deze gedreven wordt door de dienstensector en verloor recent aan kracht. Dalende inflatie in de VS vermindert de druk op obligaties van opkomende markten. Echter is er nog geen zicht op renteverlagingen van de Fed vanwege een sterke diensteninflatie en nog solide arbeidsmarkt. Ondanks de Chinese heropening zijn afnemende wereldwijde economische groei, een recessie in de VS aan het eind van 2023 en lagere uitvoer uit opkomende landen risico's voor de beleggingscategorie. Gegeven relatief hoge rentevergoedingen hebben wij een neutrale visie ten aanzien van obligaties in US dollars en in lokale valuta.

### Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

Sinds het begin van het jaar wisselen positieve en negatieve maanden elkaar af voor vastgoed. In juni boekte de wereldwijde index een winst van 3,4%, gesteund door de VS en opkomende markten. Europa boekte een verlies (-1,7%) vanwege een fors verlies in het VK (-7,7%). Daar had beursgenoteerd vastgoed het meeste last van hogere rentes. Na de initiële schok in maart is genoteerd vastgoed nog niet hersteld. 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. 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 vastgoedbedrijven.

### Grondstoffen

Neutraal

In juni noteerde de brede grondstoffenindex van Bloomberg een winst van 3,6%. Het was voor het eerste sinds november vorig jaar dat grondstoffen op maandbasis omhoog gingen. Olieprijzen stegen met 4 tot 5%, basismetalen boekten een minime plusje van 0,7%, terwijl de goudprijs 2,2% daalde. Tot nu toe dit jaar zijn grondstoffen 10% in prijs gedaald. Daarmee wordt een minder rooskleurig economisch scenario ingeprijsd. De roll yield, het rendement wat te behalen is door te beleggen in futures op grondstoffen, was begin juli bijna 8%, wat grondstoffen aantrekkelijker maakt dan een aantal weken geleden. Echter, de roll yield kan snel veranderen. Met haperende groei in China en de industriële sector, die het wereldwijd moeilijk heeft, vinden wij het nog te vroeg om in te stappen in grondstoffen. 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 verder heeft verlaagd. Toch is de prijs voor Brent niet uit de bandbreedte van 72 tot 78 dollar per vat gekomen, waar die al sinds eind-april in handelt. Goud is interessant in tijden van onzekerheid, maar goud staat relatief heel hoog ten opzichte van de reële rente in de VS. Er is dus al veel onzekerheid en/of rentedaling in de goudprijs verdisconteerd.





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  
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](https://vanlanschotkempen.com/investment-management)