



Visie op Asset Allocatie

augustus 2023

- Economische vooruitzichten eurozone verslechteren
- Mogelijk einde aan renteverhogingen Fed en ECB
- Voorzichtig beleggingsbeleid gehandhaafd

Financiële markten kenden op het eerste gezicht een rustig verloop in juli. Tienjaarsrentes stegen met 12 basispunten in de VS en met 10 basispunten in Duitsland. In het VK was een lichte daling te zien. Aandelenmarkten boekten wederom winsten, waarbij opkomende markten de sterkste stijging lieten zien, gevolgd door de regio Pacific, de VS en ten slotte Europa. Risico-opslagen op bedrijfsobligaties daalden. Vastgoed en grondstoffen gingen ook omhoog, waarbij vooral de stijging van olieprijs opviel. Gedurende de maand waren er wel degelijk bewegingen te zien. Zo daalde de tienjaarsrente in de VS in de eerste helft van de maand van bijna 4% naar 3,75% vanwege lagere inflatie. Maar aan het einde van de maand stond de rente, na een renteverhoging van de Fed en sterker dan verwachte economische groeicijfers, weer op 4%.

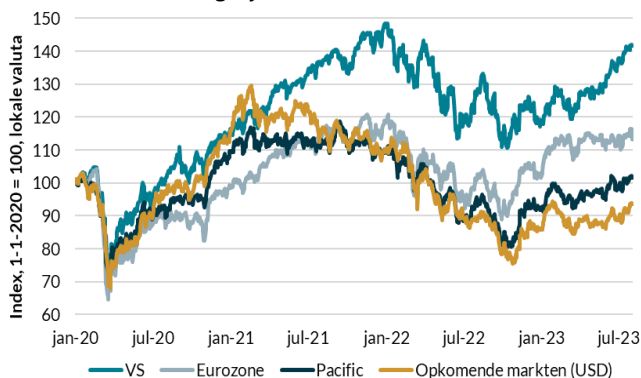
staatsobligaties relatief aantrekkelijk ten opzichte van aandelen, vooral in de VS. Wij hebben ons voorzichtige beleggingsbeleid niet gewijzigd. We zijn onderwogen in aandelen en investment grade bedrijfsobligaties in de VS. Zwakke economische groei, hoge inflatie, krap monetair beleid en te optimistische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

VS en eurozone groeien (nog) in het tweede kwartaal

Dat de Amerikaanse economie in het tweede kwartaal nog zou groeien, was wel verwacht. Maar met 2,4% geannualiseerde groei ten opzichte van het eerste kwartaal (0,6% in Europese termen), kwam de groei hoger uit dan verwacht. Daarmee liet de economie van de VS wederom haar veerkracht zien. Vooral de sterke stijging van de bedrijfsinvesteringen was opvallend in het licht van druk op bedrijfswinsten en hogere rentes. Wellicht spelen overheidsstimulering en het terughalen van productie naar de VS hier een rol. De bijdrage van de consumptie was een stuk lager dan in het eerste kwartaal, toen gezinnen nog volop hun tijdens de coronapandemie opgebouwde besparingen uitgaven. Woningbouw leverde een negatieve bijdrage aan de groei, maar beduidend minder dan in de tweede helft van vorig jaar.

Nadat veel cijfers in de eurozone tegenvielen, was de groei van 0,3% in het tweede kwartaal ten opzichte van het eerste een welkome verrassing. Bovendien is de groei in het eerste kwartaal opwaarts herzien van -0,1% naar 0,0%, waarmee de technische recessie in de eurozone toch weer uit de boeken is. Toch is het groeicijfer over het tweede kwartaal minder mooi dan het lijkt. Het is vooral te danken

Aandelen verder omhoog in juli

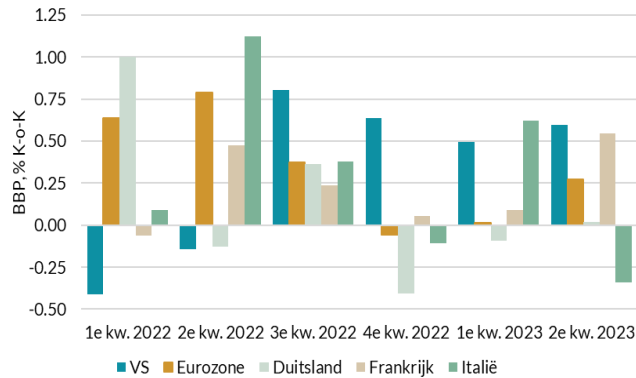


Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Wij denken dat vooral Amerikaanse rentes de potentie hebben om te gaan dalen. Tegelijkertijd denken we dat bedrijfswinsten (verder) zullen gaan dalen. Dat maakt

aan uitbundige groei in Ierland – die vooral boekhoudkundig is vanwege de vestiging van veel multinationals – en aan groei in Frankrijk, waar de levering van een cruiseschip de export omhoog joeg. De binnenlandse vraag in Frankrijk was zwak. Dan was de compositie van de 0,4% groei in Spanje beter. De Duitse economie stagneerde, terwijl de Italiaanse economie kromp.

Groei VS sterk, in de eurozone geflatteerd



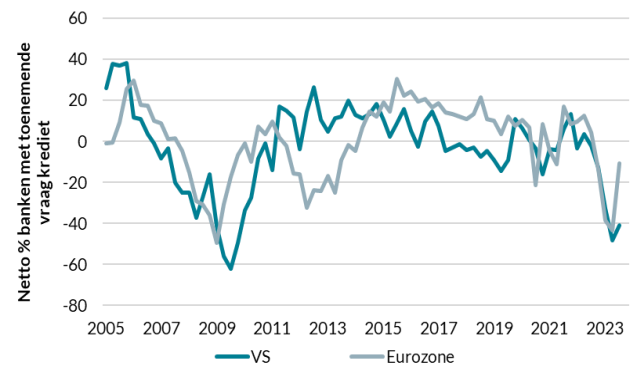
Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Vooruitkijkend zijn de tekenen voor de eurozone mager. Voorlopende indicatoren, waaronder inkoopmanagersindices, de Economic Sentiment Index en de Duitse Ifo-index daalden verder, wijzend op een krimpende economie. De enquête die de ECB elk kwartaal houdt onder banken, liet zien dat commerciële banken hun kredietvoorwaarden in het tweede kwartaal verder hebben aangescherpt. Weliswaar minder snel dan in het eerste kwartaal, maar wel zodanig dat de vraag naar krediet daalt. Vooral de daling in de vraag naar kredieten van bedrijven voorspelt weinig goeds voor de bedrijfsinvesteringen. En deze cijfers liepen in het verleden ook voor op stijgende wanbetalingen bij bedrijven en consumenten. De sterke arbeidsmarkt – in mei was de werkloosheid onveranderd op een lage 6,5% en in het eerste kwartaal steeg de werkgelegenheid – biedt steun aan de consument. Maar de vraag is hoe lang de werkgelegenheid nog kan groeien als de economische groei wegvalt.

In de VS is er optimisme over de dalende inflatie. Die is nu ook zichtbaarder in de kerninflatie. En die is tot stand gekomen zonder noemenswaardige schade aan de arbeidsmarkt. Daarmee is de hoop op een zachte landing toegenomen. Maar ook in de VS zijn de gevolgen van het krappe monetaire beleid zichtbaar en zullen ze nog zichtbaarder worden. Er zijn nog steeds duidelijke signalen dat de economie afstevent op verdere vertraging. De ISM-index voor de industrie krabbelde weliswaar wat op in juli, maar de index voor de dienstensector daalde met ruim één punt. Net als in de eurozone scherpen commerciële banken

hun leenvoorwaarden aan voor bedrijven, consumenten en vastgoed. Dat leidt tot sterke afname van de vraag naar kredieten, traditioneel een voorbode van een recessie.

Banken melden afnemende vraag naar krediet



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

En de vaart is er in China ook wel behoorlijk uit. De beide inkoopmanagers voor de industrie staan onder de 50 en het gemiddelde van de twee inkoopmanagersindices voor de dienstverlening daalde naar het laagste niveau sinds december vorig jaar. Volgens deze indicatoren is de opleving na de heropening grotendeels uitgedoofd. Ondertussen blijft de situatie op de woningmarkt zorgelijk. Huizenverkoop en -prijzen dalen, terwijl nieuwbouw van woningen onderuit is gegaan. Bouwbedrijven verkeren veelal in een precaire financiële situatie. De overheid heeft stimuleringsmaatregelen aangekondigd, zonder concreet te worden. Het tekent de terughoudendheid van de autoriteiten om de economie met olopende schulden aan te jagen.

Mogelijk einde renteverhogingen

We hebben al vaker de vraag opgeworpen wanneer er een einde zal komen aan de renteverhogingen door centrale banken. En het kan zomaar zijn dat de renteverhogingen in juli de laatste waren. De Fed en de ECB verhoogden beide de rente met 25 basispunten. Bij beide centrale banken was die renteverhoging volledig verwacht. Het ging dus vooral om wat de centrale bankiers over de toekomst zouden zeggen. En dat was niet veel. Terwijl het persbericht van de Fed nog vrij havikachtig was, nuanceerde voorzitter Powell dit beeld in zijn persconferentie. Dalende inflatie zonder al te veel schade aan de arbeidsmarkt wijst volgens Powell op een zachte landing van de Amerikaanse economie. Markten verwachtten voor de Fed-vergadering al dat dit de laatste renteverhoging was en daar is met de verklaringen van Powell geen verandering in gekomen. Er komen nog twee inflatierapporten en nog twee arbeidsmarktrapporten voor de volgende beleidsvergadering, dus er kan nog veel veranderen.

Voor de ECB is de situatie nog wat lastiger. Vooral de hardnekkige inflatie is een zorg voor de centrale bank. De totale inflatie daalde in juli, naar 5,3%. Nog steeds hoog, maar ruim een halvering ten opzichte van de piek in oktober vorig jaar. Maar de kerninflatie was onveranderd op 5,5%. En dat is ook maar een kleine verbetering ten opzichte van het hoogste punt van 5,7% in maart. Voor de ECB-vergadering in september komt er nog één inflatierapport en het is de vraag of er dan voldoende verbetering is voor de ECB om de rente niet verder op te trekken. Bij een verder vertragende economie zou de ECB in geval van een pauze wel kunnen wijzen op al het werk dat de bank al heeft verzet.

De Bank of Japan zorgde eind-juli voor een kleine verrassing. De BoJ heeft een beleid om de rentecurve te controleren. Specifiek houdt dit in dat de tienjaarsrente niet boven 0,5% mag komen. Een grens die overigens al eens is opgerekt. Maar nu zei de BoJ meer flexibel te zullen zijn en kondigde het aan een rente van 1% acceptabel te vinden. In reactie schoot de tienjaarsrente omhoog, waarbij de BoJ bij 0,6% alweer ingreep. Is hiermee de grens voor de BoJ verlegd naar 1%? Officieel niet. Maar het geeft wel aan dat het punt nadert waarop de BoJ het extreem ruime monetaire beleid wat zal verkrappen. Dat is ook niet zo gek, want de Japanse economie groeide in het eerste kwartaal met 1,8% ten opzichte van het eerste kwartaal van 2022. De totale inflatie bedroeg in juni 3,3%. De kerninflatie was zelfs 4,2%, ongekend hoog voor Japan. En ook de loongroei lijkt wat toe te nemen.

Bank of Japan verrast de kapitaalmarkt



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

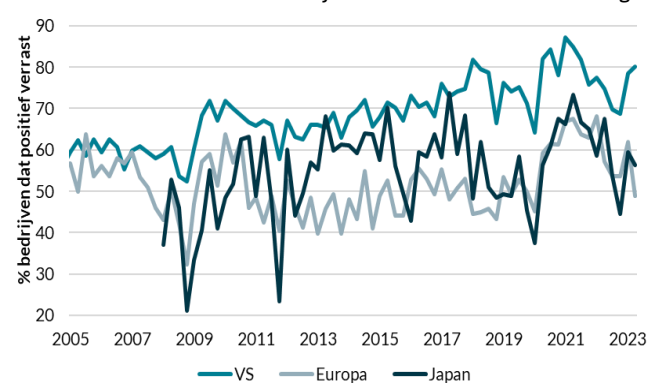
Inmiddels zijn er ook al centrale banken die rentes verlagen. Daarvoor moeten we kijken naar opkomende markten. Over het algemeen zijn centrale banken daar eerder begonnen met het verhogen van de rente, waardoor ze ook eerder konden pauzeren en nu eerder verlagen. De eerste renteverhoging van de Fed was in maart 2022. Maar veel centrale banken in opkomende markten, vooral in Oost-Europa en Zuid-Amerika, begonnen al in de zomer of het najaar van 2021 met het verhogen van de rente. In Brazilië zelfs al in maart, maar daar had de centrale bank de

rente wel erg agressief verlaagd. De afgelopen weken hebben de centrale banken van Brazilië, Colombia en Uruguay hun rentes al verlaagd. Ook in Mexico lijken renteverlagingen niet ver weg. Renteverlagingen in opkomende markten hebben over het algemeen niet zoveel invloed op aandelen uit de regio. Het is het meest zichtbaar in lokale rentes. De rente op de wereldwijde obligatie-index voor opkomende markten in lokale valuta is gedaald van een korte piek van ruim 7,5% in oktober vorig jaar naar nu 6,3%. Daarmee is de rente terug op het niveau van april vorig jaar. Wat overigens nog niet echt laag is vergeleken met de 4,2% van eind 2020. Maar om verder te dalen is behalve verdere rentedalingen in de landen zelf ook een verzwakking van de dollar nodig. We zijn van beide niet overtuigd genoeg om een positie in deze obligatiecategorie in te nemen.

Bedrijfscijfers vallen mee

Het bedrijfscijferseizoen waarin bedrijven hun resultaten over het tweede kwartaal rapporteren is in volle gang. In de VS heeft bijna 60% van de bedrijven in de S&P500 de boeken geopend, in Europa ook 60% van de bedrijven in de STOXX Europe 600. In beide regio's zijn de winsten tot nu toe gedaald ten opzichte van het tweede kwartaal van 2022. In de VS met 3,0%, in Europa met 8,5%. In Europa daalden ook de omzetten, met 4,9%, terwijl in de VS een lichte stijging met 0,5% is genoteerd. Dat betekent dat in beide regio's de marges onder druk staan. Maar, er werd voor slechtere cijfers gevreesd. In totaal valt de winstgroei in de VS tot nu toe 6,8% hoger uit dan verwacht, in Europa 3,9%. De winstmeevallers in de VS zijn breed verspreid.

Veruit de meest Amerikaanse bedrijven overtreffen winstverwachtingen



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Maar liefst 80% van de bedrijven rapporteert een hoger dan verwachte winst. Wat betreft de omzet weet maar 60% van de bedrijven de verwachtingen te overtreffen. In de eurozone weet nog geen 50% van de bedrijven de winstverwachtingen te overtreffen, terwijl 57% van de bedrijven dat lukt met de omzetcijfers. Kortom, in de VS en

in Europa zijn de winstcijfers matig tot zwak en staan marges onder druk. Maar dankzij zeer lage verwachtingen zijn de cijfers per saldo beter dan verwacht.

Voor de VS wordt verwacht dat het dieptepunt van de winsten is bereikt en dat ze vanaf het derde kwartaal weer gaan groeien. In Europa worden de komende kwartalen nog zwakke cijfers verwacht, maar toch ook alweer wat verbetering richting het einde van het jaar. Met afnemend groei momentum, lagere inflatie (en dus lagere nominale groei) en druk op marges, lijkt ons dat te optimistisch. Waarbij bedacht moet worden dat de waardering van aandelen dit jaar is opgelopen. De koers- winstverhouding (uitgaande van verwachte winsten) van de MSCI US Index met ruim 4 punten naar 21,7, die van de Europese index van MSCI met 1 punt naar 13,4. Daarmee zijn vooral Amerikaanse aandelen duur. De koers-winstverhouding is hoog ten opzichte van het langjarige gemiddelde en ten opzichte van andere regio's. Het winstrendement (de verwachte winst ten opzichte van de koers) is laag ten opzichte van de tienjaarsrente. Daarmee is de risico-opslag op Amerikaanse aandelen zeer laag. In Europa is dat allemaal minder extreem, maar reflecteren aandelenwaarderingen het risico op een recessie naar onze mening onvoldoende. Aandelen uit opkomende markten zijn relatief goedkoop, maar daar is de winstdynamiek nog erg zwak. Van de 25% bedrijven in de Emerging Market Index die tot nu toe hebben gerapporteerd, zijn de winsten 14,3% gedaald ten opzichte van het tweede kwartaal van 2022.

Beleggingsbeleid ongewijzigd

We hebben ons beleggingsbeleid wederom niet gewijzigd. 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 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)	1020	1.3%	6.8%	14.3%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3001	1.1%	7.0%	15.3%
Opkomende markten (MSCI EM)	1020	3.1%	4.7%	6.7%
Verenigde Staten (S&P500)	4513	1.4%	9.6%	17.6%
Eurozone (EURO STOXX 50)	4337	-1.4%	1.0%	14.3%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7562	0.4%	-2.7%	1.5%
Japan (Topix)	2302	0.6%	10.9%	21.7%
Nederland (AEX)	775	0.1%	4.1%	12.5%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	4.08	24	65	20
Japan	0.63	23	21	21
Duitsland	2.54	14	28	-4
Frankrijk	3.08	15	23	-4
Italië	3.64	0	2	-69
Nederland	2.87	13	23	-3
Verenigd Koninkrijk	4.40	1	73	73

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	118	-5	-42	-12
Eurozone	148	-15	-16	-19

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	385	-5	-79	-84
Eurozone	440	-16	-66	-72
Opkomende markten (USD)	408	-24	-140	-45
Opkomende markten (Lokale valuta)	209	-7	-99	-76

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereld	2.3%	3.3%	0.3%
Noord-Amerika	1.6%	5.3%	2.4%
Europa	6.1%	-1.5%	-4.8%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Bloomberg index	4.0%	4.0%	-4.1%
Basismetalen	2.7%	-4.4%	-7.1%
Brent olie (USD per vat)	83.20	10.5%	12.0%
Goud (USD per troy ounce)	1937	0.4%	-4.2%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 3 augustus 2023

Bron: Bloomberg

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Negatief
<p>In juli boekte de wereldwijde aandelenindex van MSCI een winst van 3,6% in lokale valuta. Geïndustrialiseerde landen bleven met een winst van 3,1% iets achter bij opkomende markten (5,8%). Met 1,9% winst in de eurozone en 2,2% in het VK, bleef Europa wederom achter bij de VS. Wij maken ons wat betreft aandelen vooral zorgen om de afnemende groei in combinatie met het krappe monetaire beleid. De inflatie zal gaan dalen, maar niet zo snel dat centrale banken markten zullen redden bij tegenvallende winsten. We vinden verwachtingen voor winstgroei te rooskleurig. We vinden ook dat waarderingen van aandelen de economische risico's onvoldoende reflecteren. 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.</p>	
Staatsobligaties	Neutraal
<p>Het beeld op markten voor staatsobligaties was in juli aanmerkelijk rustiger dan in de maand ervoor. Tweejaarsrentes gaven een deel van hun stijging in juni terug. In juli daalde de tweejaarsrente met 27 basispunten het meest in het VK, gevolgd door Duitsland (-16 basispunten) en de VS (-2 basispunten). Na een daling tot halverwege de maand, stond de tienjaarsrente in de VS aan het eind van de maand 12 basispunten hoger op 4,0%. Ook in Duitsland steeg de tienjaarsrente; met 10 basispunten naar 2,5%. In het VK was juist een lichte daling te zien naar 4,4%. Rentecurves werden wat minder negatief, maar bleven wijzen op een recessie.</p> <p>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 wellicht 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.</p>	
Bedrijfsobligaties investment grade	Negatief
<p>De risico-opslag op investment grade bedrijfsobligaties daalde in juli in de VS met 11 basispunten en in de eurozone met 16 basispunten. Wij vinden dat lage en dalende risico-opslagen contrasteren met economische indicatoren die in veel gevallen wijzen op een groeivertraging. 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.</p>	
Bedrijfsobligaties high yield	Negatief
<p>Risico-opslagen op high yield bedrijfsobligaties daalden wederom in juli, maar minder snel dan in juni. In de VS met 23 basispunten en in de eurozone met 16 basispunten. In de VS ligt de risico-opslag daarmee onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar. In de eurozone ligt de opslag daar maar 5 basispunten boven. In de VS stond de rente op high yield bedrijfsobligaties eind-juli op 7,8%, in de eurozone op 6,9%. 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.</p>	
Staatsobligaties opkomende markten	Neutraal
<p>Het rendement voor obligaties van opkomende landen uitgegeven in dollars was in juli positief. De risico-opslag daalde met 34 basispunten harder dan dat de onderliggende rente op Amerikaanse staatsobligaties steeg. Voor obligaties in lokale valuta was er eveneens een positief rendement, grotendeels vanuit de rentevergoeding. Onze neutrale opinie is een afweging tussen de aantrekkelijke rentevergoeding en dalende inflatie in de VS enerzijds en tegenvallende groei in China en nog een krap monetair beleid in de VS en de eurozone anderzijds. Er is nog geen zicht op renteverlagingen van de Fed vanwege de groei in de dienstensector 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. Obligaties genoteerd in lokale valuta kunnen gaan profiteren van afnemende inflatie en renteverlagingen, waar een paar centrale banken een begin mee hebben gemaakt. Ook de relatief hoge rentevergoedingen lijken aantrekkelijk. Toch hebben we ook voor obligaties in lokale valuta een neutrale visie, gezien de risico's van lage groei en oplopende wanbetalingen.</p>	

Vermogenscategorie

Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

Vastgoed boekt in juli voor de tweede opeenvolgende maand winst. De wereldwijde index ging met 4,1% omhoog. Alle regio's deelden in de opwaartse beweging, met een uitschieter van 8,8% in Europa. 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. Recent hebben commerciële banken hun kredietvoorwaarden flink aangescherpt, vooral voor vastgoed. 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 5,8%. Olieprijzen stegen met 12 tot 16%, basismetalen boekten een winst van 6,4%, terwijl de goudprijs 2,4% steeg. Voor het jaar tot nu toe staan grondstoffenprijzen nog in de min, vooral vanwege prijsdalingen van basismetalen. Daarmee wordt een minder rooskleurig economisch scenario ingeprijsd. De roll yield, het rendement wat te behalen is door te beleggen in futures op grondstoffen, is opgelopen tot bijna 9%, wat grondstoffen aantrekkelijker maakt dan een aantal weken geleden. Echter, de roll yield kan snel veranderen en komt vooral voor rekening van oliemarkten. 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. Pas eind-juli brak de olieprijs uit de bandbreedte waar die al sinds eind-april in handelde. Wij vinden het recente optimisme in grondstoffenmarkten prematuur, vanwege zeer matige groeivoorzichten. 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