

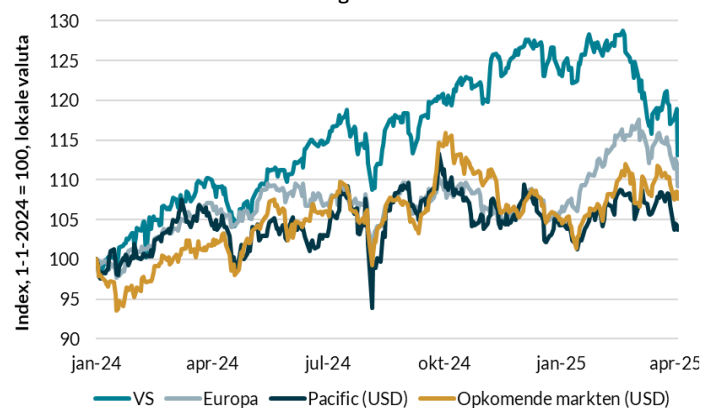
Visie op Asset Allocatie

April 2025

- VS kondigen groot pakket invoerheffingen aan
- Markten reageren *risk-off*
- Aandelenpositie nu neutraal

Onzekerheid rond het Amerikaanse overheidsbeleid, en vooral over invoerheffingen, domineerde ook in maart financiële markten. De S&P500 daalde met 5,8%. Dat financiële markten zich vooral zorgen maakten over de groei in de VS bleek uit een verdere daling van de twee- en de tienjaarsrente en oplopende risico-opslagen op bedrijfsobligaties. Waar Europa in eerste instantie nog buiten schot bleef, had de invoering van importtarieven van 25% op staal, aluminium, auto's en auto-onderdelen een negatief effect op aandelen. De STOXX 600 daalde met 4,2%. Nog steeds een betere performance dan de S&P500. In het hele eerste kwartaal was de outperformance van Europese aandelen ten opzichte van de VS zelfs bijna 10%, de grootste outperformance in tien jaar.

Aandelen onderuit door handelsoorlog



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In tegenstelling tot de VS stegen rentes in Duitsland, vooral aan de lange kant. De aangekondigde grootscheepse fiscale plannen van de nieuwe Duitse regering zetten de

tienjaarsrente 0,35%-punt hoger. Rentes in andere landen in de eurozone gingen in gelijke mate omhoog. Vooruitkijkend blijft het beeld onzeker. De zich ontwikkelende handelsoorlog is negatief voor de groei wereldwijd. In Europa kan dat gecompenseerd worden door fiscale verruiming, in de VS zal de groei afnemen. Toch voorzien we geen recessie in de VS. Vanwege de onzekerheden hanteren we nu wel een neutrale positie in aandelen.

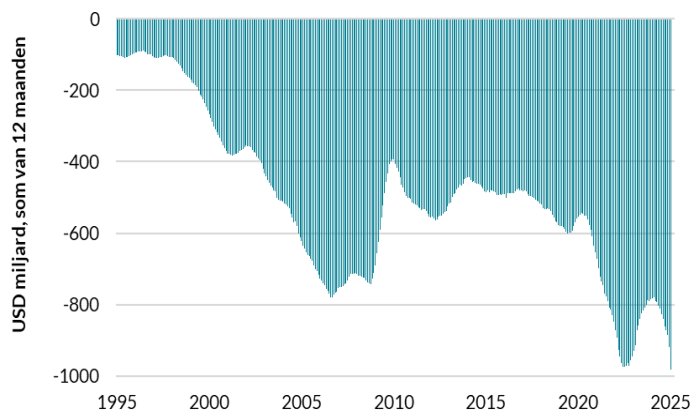
Handelsoorlog

Hoewel de tegenreacties op de Amerikaanse invoerheffingen nog beperkt zijn, kunnen we wel zeggen dat de VS inmiddels een handelsoorlog zijn gestart. Tot eind maart zijn de invoerheffingen op Chinese goederen met 20%-punt verhoogd. De invoerheffingen voor Canadese en Mexicaanse goederen zijn opgetrokken naar 25%, waarbij wel een uitzondering geldt voor ongeveer 50% van de goederen die vallen onder het Noord-Amerikaanse handelsverdrag. Voor aluminium, staal, auto's en auto-onderdelen geldt een invoertarief van 25%. Canada, China en de Europese Unie hebben tegenmaatregelen aangekondigd. China heeft uitvoerrestricties op enkele zeldzame aardmetalen verhoogd en op een beperkt pakket van Amerikaanse importen invoerheffingen van 10 tot 15% ingevoerd. Canada sloeg terug met een tarief van 25% op een beperkt deel van de invoer uit de VS. Ook de Europese Unie is nog terughoudend. Tarieven van de Europese Unie kunnen oplopen tot 50%, maar ook hier is het pakket goederen, dat onder de tarieven valt, beperkt en specifiek.

Na al deze maatregelen werd met argusogen uitgekeken naar 2 april, door de regering-Trump aangeduid als

Liberation Day, de dag waarop de VS een alomvattend pakket maatregelen bekend maakte. Hiermee werd niet alleen gekeken naar invoerheffingen die Amerika's handelspartners hanteren, maar ook naar andere handelsbelemmeringen en zelfs de hoogte van de BTW. De Amerikaanse federale overheid heft zelf geen BTW en de regering-Trump ziet het als oneerlijk ten opzichte van de VS als andere landen dat wel doen. Hierbij gaat de regering-Trump volledig voorbij aan de feiten dat Amerikaanse staten en gemeenten wel een soort BTW, een *sales tax*, hanteren en dat BTW over zowel binnenlands als buitenlands geproduceerde goederen wordt geheven. Daarmee heeft BTW geen invloed op handelsstromen.

Groot tekort handelsbalans VS



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

De aankondigingen op 2 april waren grootschalig. Voor alle landen gaat een invoerheffing gelden van 10%. Maar 'wederkerige heffingen' vallen in veel gevallen hoger uit. Voor China gaat een heffing gelden van 54%, voor Japan 24%, voor de Europese Unie 20% en voor het VK 10%. Hierbij zou Trump, naar eigen zeggen, nog aardig geweest zijn voor zijn handelspartners. Volgens Amerikaanse rekenmeesters heft de Europese Unie het equivalent van 39% aan invoerheffingen op Amerikaanse producten, wat kan bestaan uit daadwerkelijke invoerheffingen (volgens de Europese Unie gemiddeld ongeveer 1%), valutamanipulatie, regelgeving en eisen ten aanzien van producten, BTW, etc. Na aanvankelijk onduidelijkheid over de berekeningen, bleek dit simpelweg gebaseerd op het handelsoverschot dat een land heeft met de VS, waarbij alleen rekening is gehouden met goederenhandel. De dienstenhandel, waar de VS vaak overschotten heeft, is buiten beschouwing gelaten. Deze methode heeft tot kritiek geleid van diverse gerenommeerde economen.

Het gaat nu echter om de gevolgen. Wij denken dat die groter zijn voor de VS dan voor de eurozone. In de VS wordt immers zo ongeveer alle invoer duurder, in de eurozone en andere landen gaat het alleen om een negatief effect op een deel van de uitvoer, namelijk die naar de VS.

Voor de eurozone denken we dat dit een kwart tot een half procentpunt groei kan gaan kosten, iets waar we al rekening mee hielden. De impact op de inflatie hangt af van tegenmaatregelen, die de inflatie hoger kunnen zetten. Maar lagere vraag vanuit de VS en veranderingen van handelsstromen, bijvoorbeeld als China zijn uitvoer meer op Europa richt, kan ook leiden tot lagere inflatie. In de VS gaat de gemiddelde invoerheffing naar ongeveer 25%. Van 2,3% voor het aantreden van de regering-Trump. Dit impliceert een opwaartse druk op de inflatie. Die kan in de loop van het jaar weer richting 4% gaan. Vraag is dan wat de Federal Reserve gaat doen: al dan niet door deze eenmalige prijsschok heen kijken? De Fed was al afwachtend en de kans dat er dit jaar geen verdere renteverlagingen meer komen, is in ieder geval toegenomen. De impact op de groei hangt onder meer af van de uiteindelijke aanwending van de geïnde bedragen. Die kunnen oplopen tot 600 miljard dollar, oftewel ruim 2% van het Amerikaanse BBP. Als dit aan consumenten wordt teruggegeven in de vorm van verlaging van andere belastingen, dan kan dat de schade beperken. Met een economisch momentum dat blijft hangen rond de 1,5%. Mogelijk geen recessie dus. De schattingen van de impact op de Chinese groei lopen behoorlijk uiteen van een half tot meer dan twee procentpunt.

Markten reageerden *risk-off*. Na de aankondiging staat de future van de S&P500 op -3%, waarmee deze index weer in een correctie is beland (gedefinieerd als een daling van meer dan 10%). De STOXX 600 staat zo'n 1,5% lager en daarmee voor het jaar tot nu toe nog in de plus. In Azië is het grootste verlies in Japan te zien (-3%), gevolgd door Hong Kong (-1,5%), terwijl verliezen op andere beurzen beperkt zijn tot minder dan 1%. Met dit soort dalingen, prijzen aandelenmarkten geen recessie in. Olieprijzen dalen ook met zo'n 3% op het vooruitzicht van afnemende wereldhandel. Rentes op staatsobligaties dalen. Obligatiemarkten weerspiegelen het verwachte terugschroeven van de groeiverwachtingen. Met name in de VS. Daar gaat de tienjaarsrente ruim 10 basispunten lager, na de afgelopen week al behoorlijk te zijn gedaald. De beweging in de tweejaarsrente is vergelijkbaar. Blijkbaar schatten markten de economische risico's voor de VS hiermee groter in dan voor de eurozone. De Duitse lange rente daalt slechts 6 basispunten. Mede ook wegens de potentiële reactie van de ECB wellicht en de ruime Duitse begrotingsplannen die in maart zijn aangekondigd en goedgekeurd.

Vooruitkijkend is de vraag of de onzekerheid rond de handelsoorlog nu weg is. Wij denken van niet. We weten niet of en in hoeverre de nu aangekondigde tarieven onderhandelbaar zijn. Als dat zo is, zou dat een meevaller zijn. We weten ook niet hoe groot de tegenmaatregelen zullen zijn, wat een potentiële tegenvaller kan opleveren.

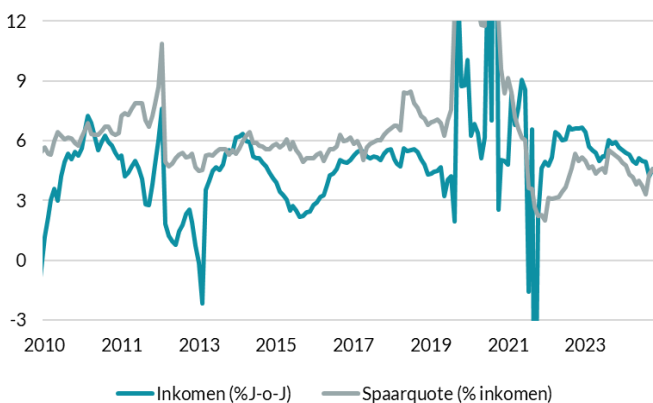
En de effecten op de groei zijn ook niet zeker. Bij berekeningen wordt vaak uitgegaan van lineaire verbanden, terwijl grote schokken als deze negatieve processen juist kunnen versterken. Markten zijn in elk geval niet al te pessimistisch.

Twijfel over Amerikaanse consument

In de loop van het eerste kwartaal begonnen Amerikaanse macro-economische cijfers tegen te vallen. Vooral eind-februari kwam een reeks cijfers lager uit dan verwacht. Dat is inmiddels wat verbeterd. Enerzijds doordat cijfers wat beter werden, maar ook doordat de verwachtingen voor de Amerikaanse economie wat werden teruggeschoefd.

De zorgen zitten vooral bij de consument. Volgens beide enquêtes over het consumentenvertrouwen daalde dit vertrouwen in maart sterk. Na ook al flinke dalingen in januari en februari. Volgens de Conference Board staat het vertrouwen nu op het laagste punt sinds januari 2021, toen de wereld nog in de ban was van de coronapandemie. Volgens de Universiteit van Michigan moeten we terug naar juli 2022 om somberder consumenten te zien dan nu. Consumenten maken zich zorgen over de arbeidsmarkt, inkomens en zeker ook over inflatie. Nou is het consumentenvertrouwen niet de belangrijkste determinant van de consumptie. Veruit het belangrijkste daarvoor is de inkomensontwikkeling. En die inkomensontwikkeling is de afgelopen maanden juist wat verbeterd. Het gebrek aan vertrouwen heeft de consument wel tot meer sparen aangezet. Met lagere consumptiegroei lijkt de groei van de Amerikaanse economie in het eerste kwartaal flink af te zwakken.

Amerikaanse consument spaart meer



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Of dat zo blijft is, via de inkomensontwikkeling, afhankelijk van de arbeidsmarkt. Grote ondernemingen in de dienstensector werden in februari positiever over de werkgelegenheid. Kleine bedrijven en grote industriële bedrijven werden juist terughoudender. Toch is het aantal

openstaande vacatures nog hoog vergeleken met de periode voor de coronapandemie. De vraag naar en het aanbod van arbeid zijn redelijk in balans, getuige de lage en stabiele werkloosheid en het lage aantal aanvragen voor nieuwe werkloosheidsuitkeringen, maar de dynamiek op de arbeidsmarkt is beperkt. Vooralsnog wel voldoende om inkomensgroei voor consumenten te genereren.

De handelsoorlog kan roet in het eten gooien. Daarbij moet wel worden bedacht dat ingevoerde producten en diensten zo'n 10% van de totale consumptie uitmaken. Hogere tarieven hebben een negatief effect op de consumptie. Bij niet al te grote veranderingen is dit een beperkt effect, maar bij de tarieven die tot nu toe zijn aangekondigd een voelbaar effect. Lagere consumptie kan enigszins gecompenseerd worden door hogere investeringen als bedrijven productie naar de VS verplaatsen. Toch schatten we het negatieve effect van de handelsoorlog voor de VS nu in op ongeveer 1,5%-punt lagere groei. In 2024 groeide de Amerikaanse economie met 2,8%. Dit jaar kan dat rond 1,5% uitkomen. Wat nog wel voldoende zou zijn om een gezonde winstgroei bij bedrijven te genereren.

Voorlopende indicatoren Europa nog niet positief

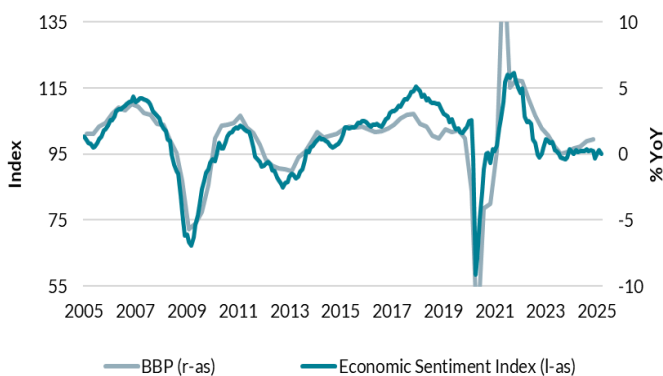
De fiscale plannen in de eurozone zijn groot. Duitsland handhaaft de schuldenrem, waarbij het overheidstekort niet groter mag zijn dan 0,35% van het BBP, maar geeft meer ruimte aan de deelstaten en rekent defensie-uitgaven boven 1% van het BBP niet mee. Daarmee geldt de schuldenrem in praktijk niet voor defensie-uitgaven. Bovendien wordt een fonds voor investeringen in infrastructuur opgezet ter waarde van 500 miljard euro. Daarmee komt een fiscale verruiming in Duitsland op gang die de groei kan aanjagen. De plannen zijn nog verre van uitgewerkt. We weten nog niets qua timing en looptijd, maar we gaan ervan uit dat de effecten in de loop van dit jaar geleidelijk merkbaar zullen worden.

De Europese Unie heeft een voorstel om de defensie-uitgaven met 1,5% van het BBP te verhogen, aangevuld met gezamenlijke leningen ter waarde van 150 miljard euro. In totaal zou hiermee 800 miljard voor defensie beschikbaar komen. Als dat allemaal extra geld zou zijn, dan zou dat de groei in Europa kunnen aanjagen. Dit plan is echter nog onzeker. Willen alle lidstaten meewerken? Als er meer uitgegeven wordt aan defensie, wordt er dan elders bezuinigd? De Europese Commissie mag dan een oogje toeknippen wat betreft overheidstekorten, financiële markten doen dat mogelijk niet. De plannen in Duitsland leiden al tot hogere rentes, met de beperkte fiscale ruimte in Frankrijk en Italië zouden rentes daar ook oplopen. In het VK bleek uit nieuwe begrotingsplannen dat de fiscale ruimte beperkter was dan eerder ingeschat. Kortom,

Europa kan wat fiscale verruiming gebruiken, maar we moeten nog afwachten hoe groot de impuls daadwerkelijk zal worden.

Ondernemers zijn nauwelijks optimistischer geworden. De inkoopmanagersindex voor de industrie van de eurozone steeg in maart, maar de index voor de dienstverlening daalde lichtjes. Daarmee bleef voor de index voor de gehele economie een minieme stijging over. Met een niveau van 50,4 wijst deze indicator nauwelijks op groei. Hetzelfde geldt voor de breed samengestelde Economic Sentiment Index. Die beweegt als sinds medio-2023 tussen 93,5 en 96,5. In maart daalde deze index naar 95,2. Dat zijn allemaal waarden die wijzen op een stagnerende economie. Het consumentenvertrouwen, dat tot oktober vorig jaar flink verbeterde, is inmiddels weer wat teruggevallen. Inkomens stijgen in de eurozone en de werkloosheid daalde in februari tot een record laag niveau van 6,1%, wat de hoop op aantrekkende consumptie wat ons betreft nog levend houdt.

Voorlopende indicator eurozone wijst nog op stagnatie



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

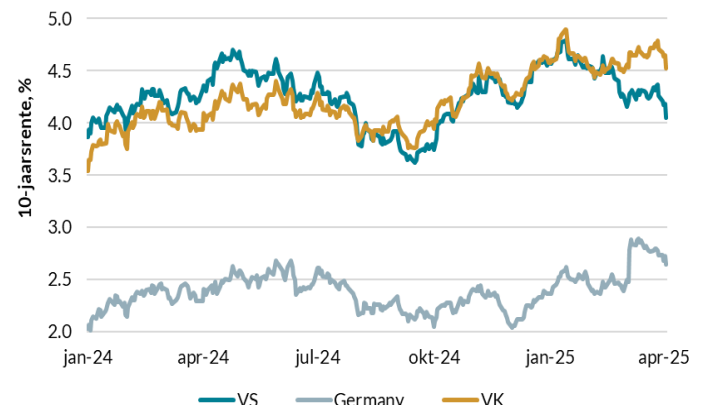
Obligatiemarkten: lagere groei in de VS

Terwijl de invoerheffingen inflatoir zijn en daarmee zouden kunnen leiden tot hogere rentes, zien we rentes de afgelopen weken juist dalen. Begin januari, toen het optimisme over de regering-Trump nog hoog was, stond de tienjaarsrente in de VS even op 4,8%. Inmiddels is dit gedaald tot 4,1%. Lagere rentes kunnen wijzen op lagere inflatieverwachtingen of op lagere groeiverwachtingen. Dat obligatiemarkten in de VS vooral uitgaan van lagere groei, blijkt uit het feit dat de daling vooral te zien is in de reële rente. Lange termijn inflatieverwachtingen zijn nauwelijks gedaald. Ook het oplopen van kredietopslagen op investment grade en high yield bedrijfsobligaties wijst op voorzichtigere groeivoorzichten. De risico-opslag op Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties is een kleine 20 basispunten opgelopen van bijna record lage niveaus in februari. De risico-opslag op high yield

bedrijfsobligaties is met 90 basispunten opgelopen. Met een risico-opslag van bijna 100 basispunten voor Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties en zo'n 350 voor high yield zijn deze overigens nog steeds laag. En verre van niveaus die bij een groeivertraging horen. We hebben dan ook vastgehouden aan onze negatieve opinies voor deze beleggingscategorieën.

Inflatieverwachtingen op korte termijn voor de VS zijn gestegen. Na hoge éénjaars inflatieverwachtingen van ruim 5% in 2022, was de marktverwachting in 2024 gedaald richting 2%. Inmiddels is de verwachting gestegen tot ruim 3%. Dit wordt als tijdelijk gezien. Markten verwachten namelijk nog drie renteverlagingen door de Fed dit jaar. Ook hiervoor geldt dat Amerikaanse rentemarkten vooral uitgaan van een groeivertraging en zich minder zorgen maken over langdurige inflatie. Of die drie renteverlagingen er komen, vinden wij twijfelachtig. Daarmee is het potentieel voor verdere rentedaling in de VS volgens ons beperkt.

Obligatiemarkten zien vooral lagere groei door handelsoorlog



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In Duitsland schoot de tienjaarsrente na begin maart omhoog naar 2,9% vanwege de ruime fiscale plannen, waarna een daling tot 2,7% volgde. De handelsoorlog heeft minder invloed op de inflatie in de eurozone. De hogere tienjaarsrente is vooral gedreven door de fiscale plannen. Terwijl de inflatie in de VS recent stagneerde tussen 2,5 en 3%, daalde de inflatie in de eurozone in maart. De totale inflatie tot 2,1%, de kerninflatie tot 2,4% en de diensteninflatie tot 3,4%. De neerwaartse trend in de inflatie geeft de ECB de mogelijkheid om rentes verder te verlagen. We verachten nog twee renteverlagingen dit jaar. Aangezien markten dat ook verwachten en de groei iets kan aantrekken, voorzien we weinig verdere daling van de lange rentes in de eurozone.

Winstdynamiek positief, aandelen neutraal

De recente dalingen op aandelenmarkten komen door lagere waarderingen. Winstverwachtingen zijn goed op peil gebleven. In de VS is de groei van de gerealiseerde winsten in maart zelfs toegenomen tot boven de 10% ten opzichte van maart vorig jaar. In Europa is de groei van de gerealiseerde winsten met 3% lager, maar wel iets sterker dan in 2024. Japan scoort met een winstgroei van ruim 11% het sterkst op dit vlak. De groei van de verwachte winsten over de komende twaalf maanden houdt met 11% in de VS en Japan gelijke tred met de groei van de gerealiseerde winsten. In Europa ligt de groei van de verwachte winsten met bijna 5% iets hoger dan de realisatie. We zien ook een degelijker momentum in de verwachte winsten in de VS en Japan. De opwaartse herzieningen van de totale winsten in de VS zijn wel geconcentreerd. Per saldo zijn er namelijk meer analisten die hun verwachtingen naar beneden bijstellen dan naar boven. Maar die opwaartse bijstellingen zijn dus wel groter. In Europa is het netto aantal neerwaartse bijstellingen licht negatief en in Japan positief. Met de onzekerheid van het effect van de handelsoorlog op de groei, is het wel de vraag of de winstdynamiek positief kan blijven.

saldo is onze positionering in aandelen daarmee nu neutraal. We erkennen de neerwaartse risico's van een handelsoorlog, maar hebben besloten onze aandelenoverweging nu niet verder af te bouwen. Als tarieven onderhandelbaar blijken, zou dat een meevaller zijn, terwijl grootscheepse tegenmaatregelen een tegenvaller zouden vormen. Iets waar we overigens niet van uitgaan. Bijkopen van aandelen vinden we te vroeg, vooral vanwege de neerwaartse risico's voor de groei van de Amerikaanse economie.



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In ons beleggingsbeleid hebben we de afgelopen maanden twee wijzigingen in onze aandelenpositie doorgevoerd. In januari hebben we deels winst genomen op onze overweging in Amerikaanse aandelen. Dit vanwege de snelle stijging die we daarvoor gezien hebben en afnemende economische groei. In februari hebben we onze overweging vanuit de VS gespreid over de geïndustrialiseerde landen. Dit vanwege grotere neerwaartse risico's in de VS, degelijk economische groei en winstcijfers in Japan, het vooruitzicht op relatief sterkere groei in Europa en de aantrekkelijke waardering in Japan en Europa. Dalende aandelenmarkten hebben onze overweging in aandelen verder doen afnemen. Per

Tactische vooruitzichten

| Vermogenscategorie | |
|---|-------------------|
| Aandelen | Neutraal |
| <p>Wereldwijde aandelen daalden in maart. In geïndustrialiseerde markten was een flinke daling te zien, in opkomende markten een klein plusje. Zowel de VS als Europa gingen omlaag, waarbij de VS wederom achterbleven. De outperformance van Europa ten opzichte van de VS in het eerste kwartaal is daarmee historisch gezien uitzonderlijk. Begin april gingen aandelenmarkten verder onderuit nadat de regering-Trump uitgebreide invoerheffingen aankondigde. Met de door de VS ontketende handelsoorlog is de onzekerheid rond de groei toegenomen. Waarbij de negatieve impact voor de VS waarschijnlijk groter is dan voor Europa. We voorzien een behoorlijke daling van de groei in de VS, maar nog geen recessie. In Europa zien we juist dat economische cijfers meevallen en winstverwachtingen stabiliseren na eerdere dalingen. Japanse bedrijven profiteren van hoge nominale groei. Maar ook in Europa en Japan zijn er neerwaartse risico's. We accepteren daarom de neutrale positie in aandelen die is ontstaan door marktbevingen. Voordat we eventueel aankopen willen we meer duidelijkheid over de eventuele onderhandelbaarheid en de impact van de invoerheffingen.</p> | |
| Staatsobligaties | Neutraal |
| <p>In maart daalden rentes in de VS wederom. De daling van korte rentes was iets groter dan die van lange rentes. De bewegingen waren overigens beperkt. In het VK en in Duitsland versteelde de rentecurve juist door sterkere stijgingen van langer rentes dan van korte rentes. Dit gebeurde vooral na de aankondiging van grootscheepse fiscale verruiming in Duitsland. Na de aankondiging van de handelstarieven in de VS daalden rentes verder vanwege het vooruitzicht van lagere groei. Obligatiemarkten in de VS negeren daarmee het opwaartse effect op de inflatie. Het aantal door de markt verwachte renteverlagingen van de Fed nam zelfs toe van twee naar drie. Dat lijkt ons wat veel gezien de afwachtende houding van de Fed, het vooruitzicht van hogere inflatie en hogere korte-termijn inflatieverwachtingen. Daarmee achten we de kans op verdere daling van de lange rente beperkt. Ook voor de ECB is het aantal verwachte renteverlagingen opgelopen van twee naar drie. Dat is realistischer gezien de meevallende inflatie, al wordt de noodzaak van renteverlagingen kleiner als de groei fiscaal gestimuleerd wordt. In het VK, dat minder getroffen is door Amerikaanse invoerheffingen, is de kans op een renteverlaging in mei of juni toch iets toegenomen. We hebben een licht onderwogen positie in eurozone staatsobligaties. De Duitse rente ligt op dit moment wat aan de onderkant van de door ons als redelijk geachte bandbreedte. In de VS zijn we overwogen. Echter, rekening houdend met de onderweging in investment grade bedrijfsobligaties in de VS, zijn we in totaal in VS investment grade nog onderwogen. Deze onderweging hebben we recent wel verkleind met de aankoop van Amerikaanse staatsobligaties.</p> | |
| Bedrijfsobligaties investment grade | Onderwogen |
| <p>De risico-opslag op investment grade bedrijfsobligaties in de VS steeg in maart met 9 basispunten. Daarmee is de risico-opslag nog steeds extreem laag. En reflecteert ook na de aankondiging van grootscheepse invoerheffingen nauwelijks enige groeivertraging. In de eurozone steeg de risico-opslag met 5 basispunten. Vooral in de VS maakt de zeer lage risico-opslag investment grade bedrijfsobligaties onaantrekkelijk ten opzichte van staatsobligaties. We hebben onze onderweging gehandhaafd. De kans op outperformance is naar onze mening kleiner dan het risico op underperformance bij een olopende risico-opslag. Dat punt komt in de eurozone ook steeds dichterbij. Maar in de eurozone is de risico-opslag relatief minder laag en maakt de risico-opslag bovendien een groter deel uit van de totale rentevergoeding. Vandaar dat we voor de eurozone nog wel een voorkeur hebben voor investment grade bedrijfsobligaties ten opzichte van staatsobligaties. Aangezien de onderweging in de VS groter is dan de overweging in de eurozone, zijn we per saldo onderwogen in deze beleggingscategorie.</p> | |
| Bedrijfsobligaties high yield | Onderwogen |
| <p>In maart liep de risico-opslag op high yield bedrijfsobligaties in de VS verder op, met 68 basispunten. Er wordt dus een iets voorzichtiger economisch scenario verdisconteerd, maar we denken dat deze markt de risico's voor de groei nog steeds onderschat. In de eurozone werd met een stijging van de risico-opslag met 39 basispunten de daling van februari ongedaan gemaakt. Onze visie op high yield bedrijfsobligaties is niet veranderd. We vinden risico-opslagen zeer krap, waarmee deze categorie relatief onaantrekkelijk is ten opzichte van staatsobligaties. Zelfs als de economie ook de komende kwartalen blijft groeien, vinden wij de risico-opslag gering. Bedrijven krijgen namelijk wel te maken met hogere rentelasten. Bovendien weten we dat als het solide sentiment op deze markt verslechtert, de liquiditeit van deze obligaties snel opdroogt en risico-opslagen stijgen. Met de lage risico-opslagen vinden we het opwaarts potentieel van high yield ook lager dan voor aandelen.</p> | |

Vermogenscategorie

Staatsobligaties opkomende markten

Neutraal

De rente op een veel gebruikt mandje staatsobligaties van opkomende landen uitgegeven in US dollars (EMD HC) steeg in maart naar 7,7%. Dit was de resultante van een dalende Amerikaanse staatsrente aan de ene kant en een stijgende risicopremie (+0,2%-punt) aan de andere kant. Beleggers krijgen een extra rendement ten opzichte van de Amerikaanse rente van 3,5%-punt, iets minder dan het gemiddelde over de afgelopen tien jaar (3,8%). Groei in opkomende landen is gemiddeld genomen voldoende op peil. Onzekerheden voor deze landen komen vooral vanuit de Amerikaanse overheid. (De wens voor) een zwakkere dollar is niet ongunstig. Maar (extra) Amerikaanse invoertarieven kunnen zorgen voor een afzwakkende groeidynamiek. En voor sommige landen, zoals Mexico, kan dit zelfs resulteren in een flinke recessie. De rentevergoeding voor een mandje staatsobligaties van opkomende landen uitgegeven in lokale valuta bleef ook in maart onveranderd op 6,3%. Door de dalende Amerikaanse rente nam het renteverskil met de VS toe. Wij vinden een gemiddelde vergoeding van 6,3% in het algemeen laag ten opzichte van rentes in ontwikkelde landen. Bovendien kunnen lokale valuta onder druk komen door Amerikaanse invoertarieven.

Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

Vanaf 2022-2023, toen renteniveaus stegen, is beursgenoteerd vastgoed achtergebleven bij algemene aandelen. Door hogere renteniveaus worden huuropbrengsten relatief minder aantrekkelijk en stijgen rentelasten van vastgoedbedrijven. Sindsdien beweegt de beleggingscategorie sterk mee met renteverwachtingen. In maart nam de rentedruk toe in Europa, door hogere rentes in Duitsland vanwege de inmiddels goedgekeurde plannen voor fiscale verruiming. Ook in het VK en Japan stegen rentes vanwege inflatie- en looncijfers. Europa staat nu in de min voor het jaar 2025, terwijl de VS nog een klein plusje noteert. Leegstand is beperkt, behoudens de sector kantoren. Al is recent in de VS voor logistiek en woningen leegstand wat opgelopen. Toch wordt huurgroei naar de toekomst toe ondersteund door een beperkt aanbod, omdat het aantal nieuwe bouwprojecten voor de verschillende sectoren laag is. We houden een neutrale visie. De waardering is relatief goedkoop ten opzichte van algemene aandelen. Ten opzichte van renteniveaus is wereldwijd ontwikkeld beursgenoteerd vastgoed duur en vinden we Europa neutraal gewaardeerd. Transacties zijn in 2024 toegenomen, maar liggen nog wel ruim onder het tienjaars gemiddelde. Transacties zouden in 2025 geleidelijk wat kunnen toenemen, wat meer duidelijkheid geeft over onderliggende waarderingen.

Grondstoffen

Neutraal

De stijging van de brede grondstoffenindex van Bloomberg in maart werd breed gedragen, waarbij goud voorop liep, basismetalen ongeveer in lijn met de index bewogen en olieprijsen wat achter bleven. Nadat de Amerikaanse regering een grootschalig pakket aan invoerheffingen aankondigde, gingen grondstoffenprijzen omlaag. Een vertragende wereldeconomie en vooral vertragende wereldhandel zijn negatief voor grondstoffen. Voor olie geldt dat er voldoende productiecapaciteit is en verschillende OPEC-leden hun productie graag zouden willen verhogen. Met voldoende voorraden zien we weinig opwaarts potentieel voor olieprijsen. Voor basismetalen achten we vooral de groei van de Chinese economie niet sterk genoeg om een positie in te nemen. Goud blijft maar nieuwe records zetten. Op dit moment kunnen geopolitieke en economische onzekerheden genoemd worden als redenen, maar gezien de hoge prijs is er al veel onzekerheid en/of rentedaling in de goudprijs verdisconteerd. We houden het erop dat vooral centrale banken vragers zijn naar goud en dat dit speculatieve beleggers aantrekt.

Marktoverzicht

Aandelen

| | Index | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2024 |
|---|-------|-----------------|---------------------|------------------|
| Wereldwijd (MSCI AC) | 1103 | -5.6% | -4.7% | -4.0% |
| Geïndustrialiseerde landen (MSCI World) | 3533 | -6.3% | -5.5% | -4.7% |
| Opkomende markten (MSCI EM) | 1103 | 0.5% | 2.8% | 2.5% |
| Verenigde Staten (S&P500) | 5397 | -7.7% | -9.2% | -8.2% |
| Eurozone (EURO STOXX 50) | 532 | -6.3% | 5.7% | 5.3% |
| Verenigd Koninkrijk (FTSE 100) | 8475 | -4.5% | 3.0% | 3.7% |
| Japan (Topix) | 2569 | -5.9% | -7.8% | -7.8% |
| Nederland (AEX) | 877 | -5.7% | -0.8% | -0.1% |

Staatsobligaties (10-jaar)

| | Rente (%) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2024 (bp) |
|---------------------|-----------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten | 4.05 | -10 | -55 | -52 |
| Japan | 1.35 | -7 | 27 | 27 |
| Duitsland | 2.64 | 15 | 21 | 28 |
| Frankrijk | 3.37 | 15 | 8 | 18 |
| Italië | 3.77 | 22 | 17 | 24 |
| Nederland | 2.88 | 20 | 22 | 28 |
| Verenigd Koninkrijk | 4.52 | -4 | -7 | -5 |

Bedrijfsobligaties

| | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2024 (bp) |
|------------------|--------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten | 106 | 17 | 23 | 24 |
| Eurozone | 101 | 14 | 2 | 0 |

Hoogrentende obligaties

| | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2024 (bp) |
|-----------------------------------|--------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten | 401 | 107 | 120 | 109 |
| Eurozone | 350 | 70 | 47 | 39 |
| Opkomende markten (USD) | 366 | 35 | 46 | 41 |
| Opkomende markten (Lokale valuta) | 244 | 7 | 49 | 43 |

Vastgoed

| | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2024 |
|---------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Wereld | -4.1% | -0.7% | -0.4% |
| Noord-Amerika | -7.8% | -3.8% | -3.4% |
| Europa | -1.4% | 0.1% | -0.1% |

Grondstoffen

| | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2024 |
|---------------------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Bloomberg index | 0.9% | 5.9% | 5.6% |
| Basismetalen | -1.0% | 4.8% | 3.6% |
| Brent olie (USD per vat) | 70.74 | -1.9% | -7.3% |
| Goud (USD per troy ounce) | 3111 | 7.8% | 17.7% |

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 4 april 2025

Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Auteur

Joost van Leenders
Senior beleggingsstrateeg
j.vanleenders@vanlanschotkempen.com
M +31 6 82 83 11 89

Van Lanschot Kempen Investment Strategy & Tactische Asset Allocatie

Pieter Heijboer – Hoofd Investment Strategy
Luc Aben – Hoofdeconoom
Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg
Jorn Veeneman – Senior beleggingsstrateeg
Danny Dekker - Beleggingsstrateeg

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.

Overige informatie

Dit document van Van Lanschot Kempen Investment Management NV (VLK Investment Management) wordt u slechts ter informatie aangeboden en biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen. De informatie in dit document is niet compleet zonder de mondelinge toelichting gegeven door een medewerker van VLK Investment Management.

VLK Investment Management 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. VLK Investment Management wil uitdrukkelijk voorkomen dat de benchmarks die gebruikt worden in dit document gepubliceerd of beschikbaar worden gemaakt voor het publiek in de zin van de Benchmarkverordening. Daarom is de informatie in dit document uitsluitend voor intern zakelijk en niet commercieel gebruik aan u ter beschikbaar gesteld. Gebruik van (de informatie uit) dit document anders dan voor de doeleinden als hierboven beschreven, is alleen geoorloofd na voorafgaande toestemming van VLK Investment Management.



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00
vanlanschotkempen.com/investment-management