VAN LANSCHOT KEMPEN

INVESTMENT MANAGEMENT

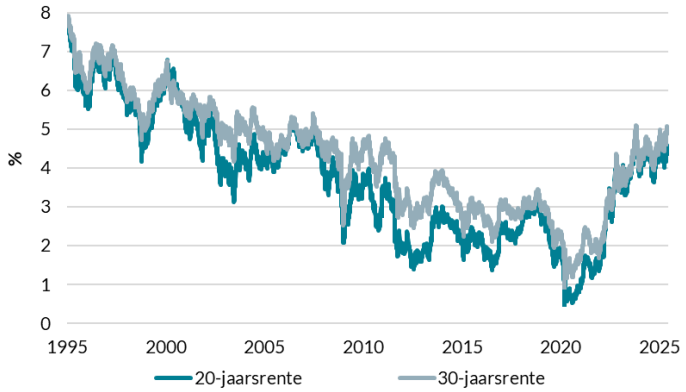
Visie op Asset Allocatie

Juni 2025

- Gedraai maakt Trump minder geloofwaardig
- US dollar onder druk
- Aandelen hersteld, maar winstverwachtingen omlaag

In mei verbeterde de stemming op aandelenmarkten. De handelsoorlog luwde wat, hoewel er nog wel wat oprispingen waren. Maar markten geloven in steeds mindere mate dat dreigingen van de VS ook daadwerkelijk zullen worden uitgevoerd. Economische indicatoren waren wisselend, wat bevestigde dat de groei matig zal zijn. Wel is het risico op een recessie afgenomen. Amerikaanse bedrijven rapporteerden degelijke winstcijfers. Er bleven wel zorgen over het Amerikaanse begrotingstekort, waardoor de twintig- en dertigjaarsrente verder opliepen. In de eurozone zijn de economische indicatoren over het algemeen zwak en daalden bedrijfswinsten in het eerste kwartaal. Toch wisten ook Europese aandelen winst te boeken. Aandelen uit opkomende markten profiteerden van het feit dat de handel en de industrie in deze landen vooralsnog beperkt geraakt zijn door de handelsoorlog.

Lange rentes VS lopen op tot 5%



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Wij hebben geen aanpassingen gedaan aan ons beleggingsbeleid. We hebben een neutrale positie in aandelen. We zien het afnemende risico op een recessie in de VS en wat ontspanning in de handelsoorlog, maar er is ook kans dat deze weer oplaait. En ook met wat ontspanning zullen hogere invoerheffingen in de VS leiden tot hogere inflatie en lagere groei. Tegen die achtergrond vinden we winstverwachtingen en marktbewegingen erg optimistisch.

Is Trump nog geloofwaardig?

Er is al een term voor het gedraai van Trump: TACO, oftewel *Trump Always Chickens Out*. Een week na de groots opgezette aankondiging van hoge invoerheffingen op 2 april werd al een pauze aangekondigd. Onder druk van financiële markten, waar aandelen, Amerikaanse staatsobligaties en de Amerikaanse dollar gelijktijdig onderuit gingen. De draconische invoerheffingen tussen de VS en China hielden ook niet lang stand. En de dreiging van Trump met invoerheffingen van 50% op Europese producten hield slechts één weekend stand. Bovendien zetten rechters in de VS een streep door de invoerheffingen van Trump. Naar het oordeel van deze rechters beroept Trump zich ten onrechte op een noodsituatie wat betreft het tekort op de handelsbalans. Dit tekort bestaat immers al jaren en de economie van de VS verkeert toch in goede staat. Na een beroep van de regering werd dit besluit opgeschort, maar het laatste woord is hierover nog niet gezegd. Het zou erop kunnen uitdraaien dat Trump toestemming van het Congres moet krijgen voor zijn invoerheffingen. En aangezien veel kiezers helemaal geen voorstander zijn van de invoerheffingen, is het maar de vraag of daar een meerderheid voor is. Dit ligt iets anders voor invoerheffingen voor bepaalde producten of sectoren. Wellicht niet verrassend dat Trump aankondigde de invoerheffingen voor staal en aluminium te verdubbelen

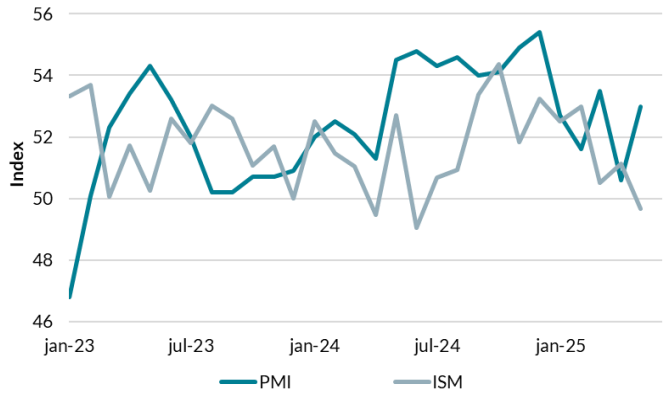
naar 50%. Dat zou niet alleen negatieve gevolgen hebben voor buitenlandse producenten, maar ook voor Amerikaanse gebruikers van staal en aluminium, zoals de auto- en verpakkingsindustrie. Aandelen van autoproducenten kregen een flinke tik, maar marktbreed bleef de schade beperkt.

Om Trump nu helemaal niet meer serieus te nemen gaat ons te ver. Ten eerste pleit hij al jaren voor handelstarieven, dus die zijn niet zomaar van de baan. Met de belastingverlagingen die Trump wil doorvoeren heeft hij de invoerheffingen ook nodig om de overheidsfinanciën niet helemaal te laten ontsporen. Daarnaast is er de interactie tussen het beleid van Trump en financiële markten. Als Trump als zwak of ongeloofwaardig wordt gezien en markten daardoor niet langer negatief reageren op zijn beleid, is er een risico dat hij harder om zich heen gaat slaan. De negatieve risico's van de handelsoorlog zijn dus nog niet voorbij.

Economische cijfers VS wisselend

Het vooruitzicht dat een recessie in de VS vooralsnog niet waarschijnlijk is, is de afgelopen weken bevestigd door de economische data. Volgens een index die wordt bijgehouden door de Amerikaanse Citigroup komen cijfers beter uit dan verwacht, hoewel dat tegen het einde van de maand niet doorzette. In zowel de industrie als de dienstensector steeg de inkoopmanagersindex in mei naar 53,2. Voor de economie-brede index werd de sterke daling van april voor een behoorlijk deel goedgemaakt. De index wijst niet op uitbundige groei, maar ook niet op een recessie. Ook regionale indices van het producentenvertrouwen verbeterden per saldo in mei. In deze enquêtes viel vooral de verbetering van de investeringsbereidheid van bedrijven op. Die kelderde in april, maar herstelde in mei naar een niveau wijzend op stagnatie, niet op sterke groei. Een beeld dat ook naar voren komt uit de matige ontwikkeling van de orders voor kapitaalgoederen. De ISM-index voor de industrie daalde juist iets in mei. Vooral de invoer- en de uitvoercomponent van de index daalde fors. Wat aangeeft dat de Amerikaanse industrie lijdt onder de handelsoorlog. De ISM-index voor de dienstensector dook verrassend onder de 50, wat duidt op krimp in deze grote sector van de Amerikaanse economie.

Producentenvertrouwen VS geeft wisselend beeld



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Als de bedrijfsinvesteringen en daarmee ook de werkgelegenheid op peil blijft, kan ook de consument het volhouden. In april deed de Amerikaanse consument het rustig aan, na in maart flink te hebben gespendeerd in anticipatie op hogere invoerheffingen. Maar inkomens zijn de afgelopen drie maanden met degelijke cijfers gegroeid, zowel nominaal als gecorrigeerd voor inflatie. Met als positief gevolg een toename van de spaarquote. Geen reden tot zorg dus. Opmerkelijk is wel dat één index van het consumentenvertrouwen in mei bleef steken op een historisch zeer laag niveau, terwijl een andere een flinke verbetering liet zien. Terwijl consumenten volgens die laatste index toch minder optimistisch werden over de arbeidsmarkt. Maar goed, het geeft maar weer eens aan dat de inkomensontwikkeling over het algemeen belangrijker is voor het bestedingspatroon van Amerikaanse huishoudens dan het vertrouwen. Vooralsnog ziet het ernaar uit dat het tweede kwartaal een sterk kwartaal gaat worden. De consument heeft nog weinig last van de invoerheffingen en met degelijke inkomensgroei kan ook de consumptie op peil blijven. Wat betreft de buitenlandse handel doet zich mogelijk het omgekeerde van het eerste kwartaal voor. Toen leidde een sterke groei van de invoer in anticipatie op invoerheffingen tot een sterk negatief effect op de BBP-groei. Als de invoer in het tweede kwartaal terugvalt, is dat positief voor de groei. Na het tweede kwartaal voorzien we nog steeds een groeivertraging. De consument gaat dan meer last krijgen van de invoerheffingen via hogere inflatie en dus dalende koopkracht. We denken ook dat bedrijven terughoudend zullen zijn met nieuwe investeringen, gezien geopolitieke onzekerheden.

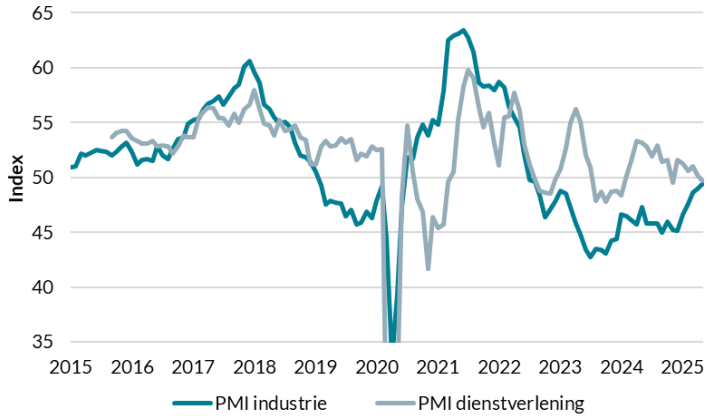
Groei eurozone valt mee

In de eurozone is het beeld niet wezenlijk veranderd. In een tweede raming werd de groei in het eerste kwartaal iets neerwaarts bijgesteld naar 0,3%. Op zich nog steeds een redelijke groeisnelheid voor de eurozone. Maar nog steeds geholpen door tijdelijk hoge groei in Ierland en het vooruitlopen van bedrijven op hogere Amerikaanse

invoerheffingen. In maart was de uitvoer naar de VS met bijna 60% gegroeid ten opzichte van maart vorig jaar. Het aandeel van de uitvoer naar de VS in de totale uitvoer van de eurozone liep op tot 23%. De afgelopen jaren was dit gemiddeld 16%. Duitsland profiteert hier sterk van. De groei in het eerste kwartaal bedraagt 0,4% ten opzichte van het vierde kwartaal van vorig jaar. De consumptie droeg positief bij aan de groei, de overheidsbestedingen en de bedrijfsinvesteringen juist negatief. De grootste positieve impuls kwam van de buitenlandse handel.

De onderhandelingen over de onderlinge handel tussen de VS en de eurozone verlopen stroef. Dat Trump het nodig vond om te dreigen met een invoerheffing van 50% is daar een duidelijk teken van. We horen ook geregeld dat een invoerheffing van 10% door de VS als een minimum moet worden gezien. En gezien het negatieve beeld dat Trump heeft over de Europese Unie, bestaat er een risico dat de heffing voor de Europese Unie hoger zal uitvallen dan 10%. Mits markten dat aankunnen tenminste, anders kan er weer een draai volgen. De onzekerheid blijft dus groot. Maar dat de meevallers voor de eurozone op handelsgebied in het eerste kwartaal niet zullen voortduren, is duidelijk.

Voorlopende indicatoren eurozone duiden op matige groei



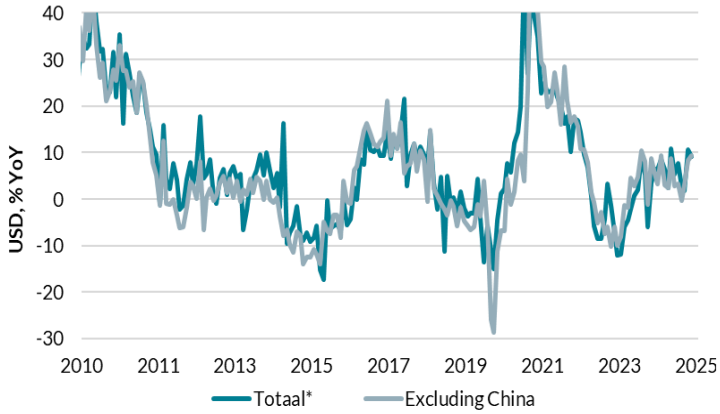
Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Voorlopende indicatoren blijven wijzen op een kwakkelende groei. De inkoopmanagersindex voor de industrie steeg weliswaar iets in mei, maar wijst nog steeds op krimp. De index voor de dienstensector daalde juist en wijst nu ook op krimp. De Economic Sentiment Index kwam wat hoger uit dan verwacht, maar heeft ook nog niet een niveau bereikt dat wijst op groei. De Duitse Ifo-index verraste positief, wat te maken zal hebben met de sterke groeicijfers in de Duitse industrie en uitvoer. Toch wees de inkoopmanagersindex voor de Duitse industrie in mei onveranderd op krimp. De index voor de dienstensector daalde flink. Kortom, ook voor de Duitse economie blijven de vooruitzichten matig. Voorzichtig aantrekkende kredietverlenging en volgens banken hogere vraag naar krediet bieden wat hoop voor de groei in de eurozone. Al met al voorzien we lage groei. De effecten van een fiscale impuls in Duitsland voor infrastructuur en defensie en hogere defensie-uitgaven in andere landen, mogelijk mede geholpen door gezamenlijk uit te geven obligaties, zullen pas later dit jaar en in 2026 merkbaar worden.

Schade opkomende markten valt nog mee

In opkomende markten komen economische cijfers een stuk beter uit dan verwacht. Niet dat de cijfers uitbundig zijn. In China daalden de inkoopmanagersindices voor de industrie per saldo in mei. China trok het gemiddelde van alle opkomende markten in mei onder de 50, wat duidt op krimp. Exclusief China kwam het gemiddelde precies op 50 uit. Dat gemiddelde wordt weer opgetrokken door India, waar de index op een uitbundige 57,6 uitkwam. Verder staat de index over het algemeen onder de 50 in de overige Aziatische landen, maar ook in Zuid-Amerika en Oost-Europa. Geen tekenen van uitbundige groei dus.

Uitvoer opkomende markten nog op peil



* China, Korea, Taiwan, India, Thailand, Vietnam, Brazilië, Mexico

Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Waar de voorlopende indicatoren een matig beeld schetsen, geven reële indicatoren een sterker beeld. Vooral in Aziatische exportlanden als Korea, Taiwan en Vietnam is de groei van de industriële productie fors toegenomen. Dat geldt ook voor de uitvoer van landen als Taiwan, Thailand en Vietnam. Deze landen profiteren tot nu toe niet alleen van importeurs die vooruitlopen op hogere invoerheffingen, maar ook het verleggen van handelsstromen. Zeker met de draconische tarieven die de VS enige tijd aan China oplegde, was er een duidelijke prikkel om uitvoer naar de VS via andere landen dan China te laten lopen. Al zijn deze voordelen van tijdelijke aard. Zelfs als tarieven uiteindelijk uitkomen op bescheiden niveaus, zal wat er nu extra is ingevoerd in de VS leiden tot lagere invoer in de komende maanden. Als tarieven hoger, zeg rond 10% uitkomen, is er ook een structureel effect.

Daarmee is het matige beeld van de voorlopende indicatoren te verklaren.

US dollar onder druk

Sinds de verkiezing van Trump als president van de VS heeft de Amerikaanse dollar flinke bewegingen laten zien. In eerste instantie heerste optimisme over een bedrijfsvriendelijk politiek klimaat dat zou zorgen voor hoge groei en het zogenaamde *"US exceptionalism"* zou bestendigen. Direct na de verkiezing apprecieerde de dollar met 2 cent van 1,09 dollar per euro naar 1,07. Dit optimisme hield aan tot midden januari, toen de dollar op 1,02 flirtte met pariteit ten opzichte van de euro. De handelsgewogen dollarindex, die de waarde van de dollar ten opzichte van de belangrijkste handelspartners van de VS weerspiegelt, kwam even boven 110 uit. Dat was, met uitzondering van de piek tijdens de coronapandemie, het hoogste niveau sinds 2002. Daarna leidde het agressieve handelsbeleid van Trump, het zeer expansieve begrotingsbeleid en aanvallen op Fed-voorzitter Powell tot twijfels over de dollar. De handelsgewogen index zakte naar het laagste niveau sinds april 2022. Sinds de verkiezingen is de dollar 6% gedeprecieerd ten opzichte van de euro en vanaf de piek in januari bijna 11% tot 1,14 dollar per euro. Dat roept de vraag op of financiële markten nog vertrouwen hebben in de dollar. Zeker gezien de hoge tekorten op de begroting en de lopende rekening van de VS waar we vorige maand over schreven. Een teken aan de wand wat dit betreft is ook dat de twintig- en dertigjaarsrente in de VS in mei opliepen tot boven 5%.

Handelsgewogen US dollar index onder druk

Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Zoals we vorige maand ook schreven, verwachten we geen crisis rond de dollar of de Amerikaanse rente. Waarbij moet worden bedacht dat de dollar nog steeds sterk is. De handelsgewogen index stond de afgelopen 30 jaar gemiddeld op 92,8. Daar zit de dollar nu nog zo'n 6% boven. Dat gemiddelde zegt overigens niet zoveel. De dollar bevindt zich daar maar zelden in de buurt. Veelzeggender is dat de index tijdens en na de financiële crisis geregeld onder de 75 dook. Ten opzichte van de euro hebben we in die tijd niveaus van 1,50 of hoger gezien. Wij verwachten dat de dollar wel verder kan dalen, maar niet in die mate. De waarde van de dollar heeft impact op de Amerikaanse economie. Een goedkopere dollar stimuleert de uitvoer en remt de invoer en stimuleert zo de groei. Voor de financiering van de overheidsfinanciën maakt de waarde van de dollar niet uit, aangezien de VS alleen in dollars lenen. Maar het kan wel effect hebben op de rente. Als buitenlandse beleggers twijfels krijgen over de waarde van de dollar, zullen zij een hogere rentevergoeding vragen voor leningen aan de Amerikaanse overheid. Precies wat we nu zien.

Stijgende rentes zijn negatief voor een economie. Zijn daar al tekenen van in de VS? Dat is moeilijk te zeggen omdat er zoveel tegelijk speelt. Het effect van stijgende rentes is wellicht het meest zichtbaar op de woningmarkt. Met een rente voor een hypotheek met een dertigjarige looptijd, de standaard in de VS, die weer richting 7% beweegt, is het vertrouwen onder huizenbouwers sinds het begin van dit jaar fors gedaald. Bouwactiviteiten staan al een tijd op een relatief laag pitje. De hoge hypotheekrente houdt het aanbod van bestaande woningen beperkt. Verhuizen zou voor veel gezinnen immers hogere hypotheeklasten betekenen. Daardoor zijn prijzen van bestaande woningen blijven stijgen, waardoor de betaalbaarheid is verslechterd. Hogere rentelasten hebben wel effect op de prijzen van nieuwe woningen, die inmiddels dalen. Bij bestaande woningen is de prijsstijging afgenomen. Voorlopig is dit niet problematisch. Woningbouw is slechts 3,4% van het BBP in reële termen, dus dalingen in bouwactiviteiten hebben een beperkt effect. Een groter effect zou kunnen ontstaan als prijzen gaan dalen en consumenten hun bestedingen daardoor temperen, maar we voorzien geen sterke huisprijsdalingen.

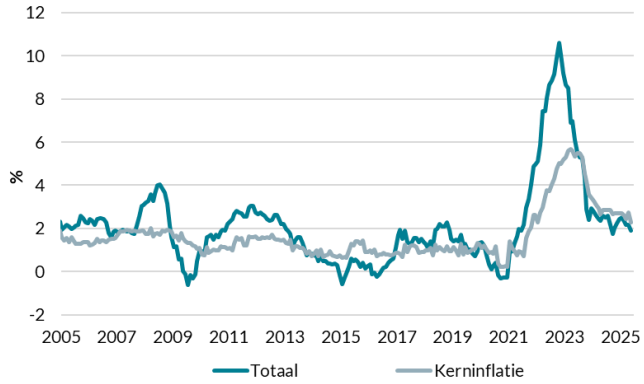
Breder in de economie geldt niet alleen het effect van hogere rentes, maar van financiële condities in het algemeen. Daarin worden ook risico-opslagen op bedrijfsleningen, de aandelenmarkt en de dollar meegewogen. Door dalende risico-opslagen, stijgende aandelenmarkten en een zwakkere dollar zijn financiële condities de afgelopen weken juist verruimd. Daarmee vormen ze geen rem op de economische groei.

Inflatie daalt verder, wat gaan centrale banken doen?

In de eurozone daalde de inflatie in mei tot 1,9%, net onder het doel van de ECB van 2%. *Mission accomplished* dus, zou je zeggen. Dat was in september vorig jaar ook al het geval, maar toen duurde het slechts één maand. Het

verschil is nu dat de kerninflatie, inflatie exclusief volatiele voedsel- en energieprijzen, nu verder is gedaald.

Inflatie eurozone op weg naar doel ECB



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In mei tot 2,3%, het laagste niveau sinds januari 2022. En ook de dalende trend van de inflatie in de dienstensector zette in mei door. Belangrijk voor de ECB is ook de lagere groei van de CAO-lonen. Die loongroei ging in het eerste kwartaal van dit jaar naar 2,4%, ruim een halvering ten opzichte van het derde kwartaal van vorig jaar. Dat lijkt opmerkelijk, aangezien de werkloosheid verder is afgenomen, wat werknemers onderhandelingsmacht zou moeten geven. Maar die is toch beperkt door minder openstaande vacatures en afnemende werkgelegenheidsgroei. Er is dus minder te kiezen voor werkzoekenden. Daarnaast zijn de hoge loonstijgingen een reactie op de hoge inflatie. Nu die normaliseert, temperen vakbonden hun eisen. Waarmee een loon-prijsspiraal is voorkomen. De ECB heeft de rente in juni dan ook verder verlaagd met 0,25%-punt naar 2%. Daarmee komt het totaal aan renteverlagingen al op 2%-punt en ligt de rente op een niveau dat vaak wordt genoemd als de neutrale rente. ECB-president Lagarde liet opnieuw weten het concept van een neutrale rente niet passend te vinden bij de huidige onzekere situatie. Zij wilde geen richting aangeven voor het monetaire beleid de komende tijd, maar uit haar woorden was wel op te maken dat het einde van de renteverlagingen in zicht komt.

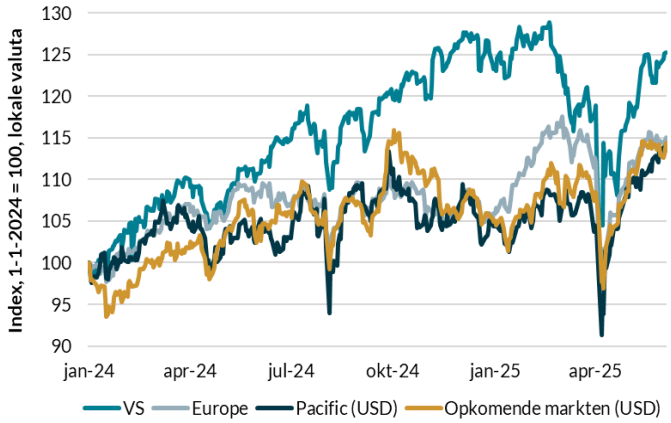
In de VS is het vooral wachten op het effect van de invoerheffingen op de inflatie. In april was daar nog weinig van te zien. De totale PCE-index, de favoriete inflatiemaatstaf van de Fed, daalde naar 2,1%. De kerninflatie volgens deze maatstaf naar 2,5%. Ook vergelijkbaar met de eurozone, de totale inflatie bereikte dit niveau ook al in september vorig jaar, maar voor de kerninflatie was dit het laagste niveau sinds maart 2021. Wat niet vergelijkbaar is met de eurozone is dat in de ISM-enquêtes van mei de prijzen stegen die bedrijven betalen. Deze liggen op het hoogste niveau in drie jaar tijd. Met de onzekerheid van het toekomstige pad van de inflatie heeft de Fed een afwachtende houding aangenomen. Eerst kijken wat de invoerheffingen doen met de inflatie en de inflatieverwachtingen en dan beslissen wat te doen met de rente. Nou kijkt de Fed niet alleen naar de inflatie, maar ook naar de arbeidsmarkt. Die koelt wel wat af, getuige het oordeel van consumenten, minder openstaande vacatures, minder vrijwillige ontslagen en wat meer gedwongen ontslagen, maar niet in een mate dat renteverlagingen nodig zijn. De werkloosheid is al maanden stabiel net iets boven 4%, de werkgelegenheid groeit met een degelijk tempo en de loongroei is vrij constant ook rond 4%. Redenen genoeg dus voor de Fed om nog vast te houden aan het beleidsrenteniveau van 4¼ - 4½%.

In het VK wordt de stemming van het monetaire beleidscomité altijd openbaar gemaakt. Binnen dit comité zijn wat vaker afwijkende posities dan bij de Fed. Dat was ook in mei het geval. Vier beleidsmakers stemden voor de doorgevoerde renteverlaging met 25 basispunten, twee stemden voor 50 basispunten verlaging en twee voor geen verlaging. De onzekerheid rond de handelsoorlog was een belangrijke reden om de rente te verlagen. Maar ook lagere groei- en inflatieverwachtingen van de BoE rechtvaardigden een renteverlaging. Toch gaf de BoE aan de rente in een rustig tempo verder te willen verlagen. Het lijkt erop dat de bank nog steeds opwaartse risico's ziet voor de inflatie.

Herstel aandelen: de TACO-trade

Vanwege TACO, oftewel ontspanning in de handelsoorlog, hebben aandelenmarkten een stevig herstel laten zien. Vanaf het dieptepunt op 8 april is de S&P 500 al bijna 20% gestegen. Een nieuw record is nog niet bereikt, maar daarvoor heeft de index nog maar 3% te gaan.

Aandelen hoger dan voor de Amerikaanse verkiezingen



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

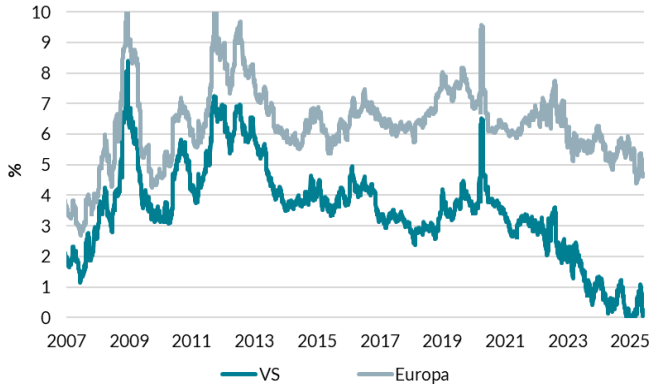
Natuurlijk hebben meevallende economische cijfers en de degelijke winstcijfers over het eerste kwartaal geholpen, maar er zijn nog risico's. Voorop natuurlijk het opnieuw

oplaaien van de handelsoorlog. De pauze op de tarieven die op 9 april werd aangekondigd duurt 90 dagen. Dat betekent dat de VS nog een maand de tijd hebben om met een hele reeks handelspartners verdragen te sluiten. Iets wat normaal jaren kost. Getuige ook de verhoging van de invoerheffingen op staal en aluminium blijven er risico's ten aanzien van hogere heffingen.

Daarnaast hebben de invoerheffingen tot nu toe en de onzekerheid daaromheen al schade aangericht. Per saldo staan veel voorlopende indicatoren in de VS er slechter voor dan rond de jaarwisseling. Groeivertraging ligt dus nog steeds voor de hand, ook al is de kans op een recessie recent afgenomen. In de eurozone zijn er wat lichtpuntjes, maar voorzien we ook geen uitbundige groei. Bovendien waren de bedrijfsresultaten hier in het eerste kwartaal zwak. We zien dan ook nog steeds neerwaartse bijstellingen van de winsten, zowel in de VS als in Europa. In beide regio's is het verwachte niveau van de winst per aandeel voor 2025 sinds het begin van dit jaar met ongeveer 4% verlaagd. Toch wordt in de VS nog 9% groei verwacht. In Europa zijn de verwachtingen een stuk lager: slechts 2,7% groei dit jaar. Desondanks zijn de neerwaartse herzieningen in Europa nog intensiever dan in de VS. In opkomende markten zien we een schizofreen beeld. Een grote meerderheid van de analisten verlaagt de winstramingen, maar de totale verwachte winst gaat nog omhoog. Dat duidt erop dat voor enkele zwaargewichten in de index de winstverwachtingen worden verhoogd, terwijl die voor de rest veelal worden verlaagd. Dat geeft toch een beetje te denken over de houdbaarheid van de optimistische verwachtingen. Onzekerheden rond de economische vooruitzichten en aandelenmarkten die stijgen tegen een achtergrond van dalende winstverwachtingen maakt ons terughoudend. We houden daarom vast aan onze neutrale positie in aandelen.

Ook tijdens de correctie in april werden Amerikaanse aandelen nooit echt goedkoop. De voorwaartse koers-winstverhouding daalde even tot 19,2. Dat is iets onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar, maar ruim boven het langjarige gemiddelde. Met het herstel de afgelopen weken is de koers-winstverhouding opgelopen tot 21,8. De afgelopen vijf jaar was de S&P 500 volgens deze maatstaf in slechts één derde van de weken duurder dan nu. Op lange termijn slechts in 12% van de weken. De huidige waardering ligt zo'n 6% boven het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar, een periode waarin Amerikaanse aandelen historisch gezien al duur waren. Waardering zegt weinig over koersbewegingen op korte termijn, maar we kunnen toch zeggen dat in Amerikaanse aandelen alweer een behoorlijk optimistisch beeld is ingeprijsd. Niet alleen in absolute zin, maar ook ten opzichte van obligaties. Met de oplopende aandelenkoersen en hogere rentes is de risicopremie op aandelen[1] ongeveer tot nul gedaald. Dat maakt Amerikaanse aandelen relatief onaantrekkelijk ten opzichte van staatsobligaties.

Geen risicopremie Amerikaanse aandelen



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In Europa moet de STOXX 600 nog een kleine 3% stijgen voor een nieuw record. Toch zijn Europese aandelen niet duur. In Europa is de koers-winstverhouding met 14,3 ongeveer gelijk aan het langjarige gemiddelde en het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar. De risicopremie bedraagt ongeveer 4,7%. Dat is voor Europa aan de lage kant, maar minder extreem dan in de VS. Europese aandelen zijn vanuit waarderingsoogpunt dus aantrekkelijker dan Amerikaanse, maar vanwege de beperkte winstgroei houden we toch een neutrale positie.

[1] De risicopremie op aandelen is het winstrendement op aandelen minus de rente op 10-jaars staatsobligaties. Het winstrendement is de winst gedeeld door de koers, het omgekeerde van de koers-winstverhouding. Als koersen harder stijgen dan winsten, dan daalt het winstrendement en worden, bij gelijkblijvende rentes, aandelen minder aantrekkelijk ten opzichte van obligaties.

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	**Neutraal**

In mei stegen aandelen in alle regio's, waarbij de VS (inlokale valuta) met ruim 6% de kroon spanden, gevolgd door de regio Pacific met 4,3% en Europa en opkomende markten met 4,0%. Het herstel op aandelenmarkten is vooral gedreven door de-escalatie van de handelsoorlog, maar ook door degelijke winstcijfers en meevallende macro-economische cijfers in de VS. Aandelen staan nu ruim boven het niveau van begin april, voordat de Amerikaanse president Trump hoge invoerheffingen aankondigde. Wij hebben onze neutrale positie gehandhaafd. We vinden dat markten snel zijn gestegen tegen de achtergrond van onzekerheid over de uitkomst van de handelsoorlog met een vertragende Amerikaanse en een kwakkelende Europese economie. Bovendien vinden we het optimisme slecht passen bij neerwaartse winstherzieningen. De mogelijkheden dat een doorbraak in de handelsoorlog zou leiden tot meer optimisme of dat het positieve economische momentum in de VS aanhoudt, weerhouden ons van een onderweging.

Staatsobligaties	**Overwogen**

In mei steeg de tweejaarsrente in de VS met bijna 30 basispunten en de tienjaarsrente met 23 basispunten. De rentestijgingen in het VK waren vergelijkbaar. Ook in Duitsland stegen rentes, maar minder. De tweejaarsrente met 9 basispunten en de tienjaarsrente met 7 basispunten. Wat betreft het monetaire beleid en daarmee de korte rentes, kijken beleggers in de VS vooral naar de economische groei. In het geval van ontspanning in de handelsoorlog, wat leidt tot lagere inflatie en hogere groei, verwachten beleggers minder renteverlagingen van de Fed en stijgen de korte rentes. Dat was afgelopen maand het geval. Bij de tienjaarsrente (en langere rentes) spelen zorgen over het begrotingstekort ook een rol. Wij vinden het monetaire beleid redelijk verdisconteerd in obligatierentes. Daarmee is het potentieel voor rentedaling beperkt. Ook de zorgen over het begrotingstekort zullen niet zomaar verdwijnen. In Duitsland staat de tienjaarsrente nog maar iets boven het niveau voordat grote fiscale maatregelen werden aangekondigd. Op korte termijn houden renteverlagingen van de ECB en matige groei het opwaartse potentieel van lange rentes beperkt, maar grote dalingen vanaf het huidige niveau voorzien we ook niet. Onze overwogen positie in Amerikaanse staatsobligaties is mede ingegeven door onze voorzichtige houding ten aanzien van aandelen en de lage risicopremie op aandelen ten opzichte van staatsobligaties. De positie is ook een gevolg van de grote onderweging die wij hebben in Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties. Rekening houdend met die positie zijn wij onderwogen Amerikaanse investment grade obligaties (staats- en bedrijfsobligaties samen) en zouden we dus profiteren van een rentestijging. Dat is niet iets dat we voorzien.

Bedrijfsobligaties investment grade	**Onderwogen**

In mei daalden de risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties. In de VS met 18 basispunten en in de eurozone met 14 basispunten. Daarmee werden de stijgingen van april ongedaan gemaakt. De risico-opslagen zijn nog niet gedaald tot de zeer lage niveaus van februari en maart dit jaar, maar zijn historisch gezien alsnog zeer laag. Lage groei zonder recessie en dalende inflatie vormen traditioneel een klimaat waarin investment grade bedrijfsobligaties goed gedijen. Maar dan moet de groei niet te ver terugvallen, wat we in de VS een risico vinden. Dan kunnen risico-opslagen uitlopen wanneer kredietbeoordelaars hun ratings verlagen. Bij de lage risico-opslagen hoeven die niet veel uit te lopen om ervoor te zorgen dat het rendement op investment grade bedrijfsobligaties achterblijft bij staatsobligaties. Daarom hebben we onze onderweging in Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties gehandhaafd. In de eurozone bestaan gelijkwaardige risico's, 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 wij per saldo onderwogen in deze beleggingscategorie.

Bedrijfsobligaties high yield	**Onderwogen**

De opluchting op markten over de-escalatie van de handelsoorlog was ook zichtbaar bij high yield bedrijfsobligaties. De risico-opslag daalde in de VS met 63 basispunten en in de eurozone met 44 basispunten. Zowel in de VS als in de eurozone is de risico-opslag daarmee ruim onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar gedaald. Dat vinden wij moeilijk te rijmen met de onzekere economische vooruitzichten. Zelfs als de economieën van de VS en van de eurozone de komende kwartalen blijven groeien, vinden wij de risico-opslagen gering. Bedrijven hebben namelijk ook te maken met hogere rentelasten. Bovendien weten we dat wanneer 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 opwaartse potentieel van high yield ook lager dan voor aandelen. Wij vinden risico-opslagen krap, waarmee deze categorie relatief onaantrekkelijk is ten opzichte van staatsobligaties.

Vermogenscategorie	
Staatsobligaties opkomende markten	**Neutraal**
De rente op een veelgebruikt mandje staatsobligaties van opkomende landen uitgegeven in US dollars (EMD HC) daalde in mei iets, naar een niveau van 7,8%. Dit was volledig te danken aan een daling van de risico-opslag met 33 basispunten. Beleggers krijgen vanuit de risico-opslag een extra rendement van 336 basispunten ten opzichte van de Amerikaanse rente, iets minder dan het gemiddelde over de afgelopen tien jaar (404 basispunten). De groei in opkomende landen is gemiddeld genomen voldoende op peil, maar staat onder druk door de handelsoorlog. De onzekerheden voor deze landen komen vooral vanuit de Amerikaanse overheid. De wens voor een zwakkere dollar is niet ongunstig. Maar Amerikaanse invoertarieven kunnen zorgen voor een afzwakkende groeidynamiek. De rentevergoeding voor een mandje staatsobligaties van opkomende landen, uitgegeven in lokale valuta, bleef in mei onveranderd op 6,1%. Markten keken naar de mogelijkheden voor centrale banken in opkomende economieën om bij lagere groei de rente te verlagen. Maar bij een sterke groeivertraging kunnen de rentes in deze landen juist ook oplopen als beleggers een hogere risicopremie verlangen. Wij vinden een gemiddelde vergoeding van 6,1% in het algemeen laag ten opzichte van rentes in ontwikkelde landen. Bovendien kunnen lokale valuta onder druk komen te staan door Amerikaanse invoertarieven.	
Beursgenoteerd vastgoed	**Neutraal**
Na de marktonrust door handelsspanningen in april reageerde beursgenoteerd vastgoed in eerste instantie defensiever dan algemene aandelen. Nu Trump de scherpe randen van zijn handelsbeleid voorlopig deels heeft afgevlakt, beweegt de categorie weer meer in lijn met renteniveaus. In Europa is de rentedruk afgenomen. Sinds begin maart is de Duitse tienjaarsrente met 0,4%-punt gedaald. Het handelsbeleid van de VS heeft met name een deflatoir effect op de eurozone. In een omgeving van gematigde groei en minder rentedruk doet Europees beursgenoteerd vastgoed het relatief goed versus algemene aandelen. Het beeld in de VS is anders. De substantiële invoerheffingen zijn daar inflatoir. Hogere inflatie, minder Fed-renteverlagingen en lagere groei, leidden ertoe dat VS beursgenoteerd vastgoed achterbleef en de categorie nog onder niveaus van 2 april staat. Wij handhaven een neutrale visie. Veel is nog onzeker omtrent het handelsbeleid en wij gaan uit van substantiële tarieven in ons basisscenario. Deze liggen wel duidelijk lager dan de niveaus zoals aangekondigd op 2 april. Een stagflatiescenario in de VS is een risico. In Europa zien we vanaf huidige niveaus niet veel verdere rentedaling, na de eerdere aankondigingen van fiscale verruiming in Duitsland. Ten opzichte van renteniveaus is de waardering van wereldwijd ontwikkeld beursgenoteerd vastgoed duur en vinden wij Europa neutraal gewaardeerd.	
Grondstoffen	**Neutraal**
De brede grondstoffenindex van Bloomberg liet in mei een kleine daling zien. Olieprijzen bleven laag, prijzen van basismetalen stegen licht, terwijl de goudprijs licht lager ging. Oplopende prijzen van basismetalen en een dalende goudprijs passen bij de de-escalatie van de handelsoorlog. Dat de bewegingen beperkt waren, tekent de onzekerheden die beleggers in grondstoffen zien. Voor goud geldt dat de vraag van centrale banken slechts beperkt afhankelijk is van economische vooruitzichten. Dat de olieprijs nauwelijks steeg, heeft te maken met het ruime aanbod van olie. OPEC heeft moeite om alle lidstaten aan productieafspraken te houden. Dat is opgelost door de productiequota te verhogen. Vanaf juni met ruim 400.000 vaten per dag. In een markt met een zwakke vraag vanwege afnemende groei van de wereldhandel leidt dat tot lage olieprijzen. Alles tezamen, zien wij geen redenen om een positie in grondstoffen in te nemen.	

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereldwijd (MSCI AC)	1172	4.7%	5.1%	5.7%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3904	4.8%	4.8%	5.3%
Opkomende markten (MSCI EM)	1172	3.5%	7.3%	9.0%
Verenigde Staten (S&P 500)	5971	5.0%	3.3%	1.5%
Eurozone (EURO STOXX 50)	568	2.8%	2.9%	12.5%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	8801	2.4%	0.5%	7.7%
Japan (Topix)	2785	3.6%	2.8%	0.0%
Nederland (AEX)	924	2.9%	1.1%	5.2%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	4.36	5	16	-21
Japan	1.51	27	10	43
Duitsland	2.52	0	4	16
Frankrijk	3.20	-4	-3	1
Italië	3.50	-14	-6	-3
Nederland	2.74	-2	8	14
Verenigd Koninkrijk	4.60	10	7	3

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	89	-17	0	7
Eurozone	96	-12	6	-5

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	323	-37	24	31
Eurozone	316	-49	26	5
Opkomende markten (USD)	330	-27	2	5
Opkomende markten (Lokale valuta)	213	-6	-22	11

Vastgoed

		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereld		0.7%	0.9%	4.0%
Noord-Amerika		0.2%	-4.2%	-0.8%
Europa		1.2%	4.2%	5.2%

Grondstoffen

		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Bloomberg index		0.9%	-1.2%	3.7%
Basismetalen		2.7%	-1.0%	3.3%
Brent olie (USD per vat)	64.90	5.8%	-9.3%	-13.2%
Goud (USD per troy ounce)	3373	3.4%	15.9%	28.5%

Rendementen in lokale valuta
bp = basispunt (0,01%)
Data per 3 juni 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.

VAN LANSCHOT KEMPEN

INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

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