



Visie op Asset Allocatie

Juli 2025

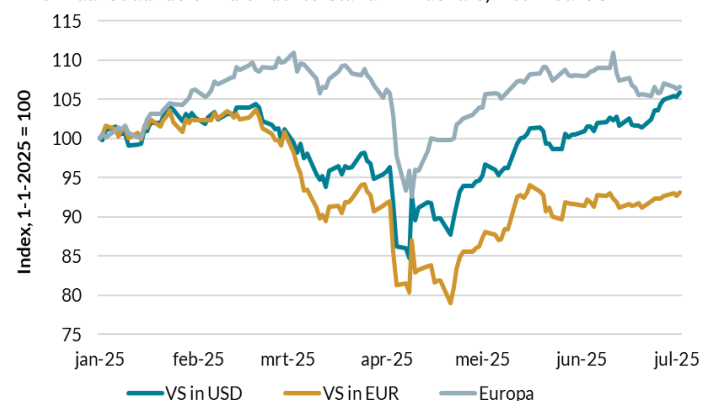
- Structureel wantrouwen Amerikaanse economie onterecht
- Inflatie-effect handelstarieven VS moet nog komen
- Beleggingsbeleid ongewijzigd

Op 19 februari dit jaar sloot de S&P 500 op een recordhoogte, alvorens hard onderuit te gaan door de oploeiende handelsoorlog. Het dieptepunt werd bereikt op 8 april, nadat de Amerikaanse president Trump zeer hoge invoerheffingen had aangekondigd en de handelsoorlog tussen de VS en China snel escaleerde. Terugtrekkende bewegingen van Trump, waar we vorige maand al over schreven, en daarmee een sterk gereduceerde kans op een recessie in de VS, zette een herstel in. Inmiddels is de S&P 500 alweer 25% gestegen van het dieptepunt in april en zijn zijn nieuwe *all time highs* genoteerd. Opmerkelijk, gezien de vragen over de houdbaarheid van het Amerikaanse begrotingstekort, de onrust in het Midden-Oosten en nog altijd de onduidelijkheid over Amerikaanse invoerheffingen.

3,4%, waarmee de totale depreciatie dit jaar al op ruim 13% staat. Terwijl de koerswinst van de S&P 500 in Amerikaanse dollars tot nu toe dit jaar inmiddels vergelijkbaar is met dat van de EURO STOXX 600 in euro's, 5,5% tegen 6,6%, staan Amerikaanse aandelen omgerekend in euro's nog op een forse achterstand. Wat betreft geopolitieke spanningen is maar weer eens gebleken dat zolang de olieprijs niet stijgt, financiële markten niet reageren. De olieprijs steeg wel even na de Israëlische en Amerikaanse luchtaanvallen op Iran, maar viel ook snel weer terug. Waarmee financiële markten zich hier geen zorgen over maakten.

Wij hebben onze neutrale positie in aandelen gehandhaafd. We verwachten matige groei in de VS en in de eurozone, maar zien bovenal nog onzekerheden rond de Amerikaanse invoerheffingen. Die staan nu voor veel landen op 10%, maar als er op 9 juli geen akkoorden zijn, kunnen die omhoog gaan. We verwachten langer uitstel, maar dat is geen gegeven. Juist de rust op financiële markten kan Trump ertoe aanzetten om de heffingen te verhogen of daar op zijn minst mee te dreigen.

Amerikaanse aandelen halen achterstand in in dollars, niet in euro's



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

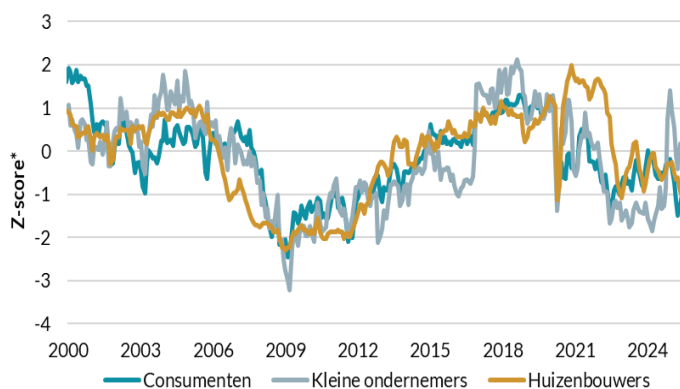
Obligatiebeleggers maakten zich in juni minder zorgen over de Amerikaanse begroting. Rentes daalden in de VS. Waar de zorgen over de VS nog wel zichtbaar zijn, is in de Amerikaanse dollar. Die deprecieerde in juni verder met

Vertrouwen VS?

Een agressief en erratisch handelsbeleid, hoge begrotingstekorten, druk op de onafhankelijkheid van de centrale bank en een munt die onder druk staat, moeten beleggers nog vertrouwen hebben in de Amerikaanse economie? Wij denken van wel. De innovatiekracht van de Amerikaanse economie is groot en de stijging van de arbeidsproductiviteit een stuk hoger dan in Europa. Wat onverlet laat dat we in de tweede helft van dit jaar een groeivertraging voorzien.

Die groeivertraging wordt al een tijd gesignaleerd door 'zachte' indicatoren. 'Harde' indicatoren geven een positiever beeld. De zachte indicatoren, zijn gebaseerd op enquêtes onder bijvoorbeeld bedrijven, consumenten of woningbouwers. Onder harde indicatoren vallen zaken die direct economische activiteit meten, zoals investeringen van bedrijven, aankopen van consumenten of buitenlandse handel. De zachte indicatoren zijn de afgelopen twee maanden iets verbeterd, maar wijzen nog altijd op zwakke groei. Het meest optimistisch zijn kleine ondernemers. Die waren zeer positief na de verkiezing van Trump, die gezien werd als vriendelijk voor het bedrijfsleven. Het vertrouwen onder kleine ondernemers kreeg een flinke knauw door de handelsoorlog, maar staat ondertussen weer boven het langjarig gemiddelde.

Vertrouwen VS nog broos



* Een Z-score onder nul wijst op een waarde onder het gemiddelde

Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

De inkoopmanagersindices waren in juni per saldo iets zwakker dan in mei, maar staan in de buurt van hun langjarige gemiddelden, wijzend op een redelijke groei. Het consumentenvertrouwen geeft een wisselend beeld. Er zijn twee enquêtes. Beide stegen in mei, maar vielen in juni weer terug. Consumenten maken zich vooral zorgen over de arbeidsmarkt en de inflatie. Wat betreft de bedrijfsinvesteringen viel de investeringsbereidheid van bedrijven in juni weer terug, na een stijging in mei. Huizenbouwers zijn ronduit somber. Dat past bij het feit dat consumenten in enquêtes aangeven dat het een slechte tijd is om een huis te kopen.

Aan de harde data kant wijst degelijke inkomensgroei op groeiende consumptieve bestedingen. De orders voor kapitaalgoederen waren juist sterk in mei, terwijl de industriële productie maar matig groeide. In het tweede kwartaal groeiden de winsten van het Amerikaanse niet-financiële bedrijfsleven met 3,5% ten opzichte van het tweede kwartaal vorig jaar. Die beperkte groei zet enigszins een rem op de bedrijfsinvesteringen. Mede gezien de onzekerheid rond de invoerheffingen verwachten we matige groei van de bedrijfsinvesteringen.

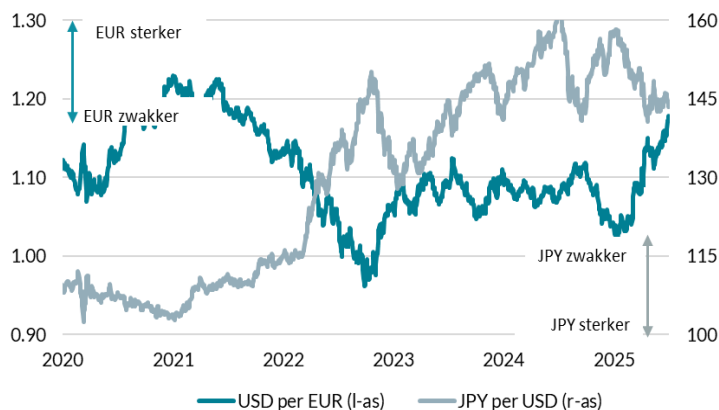
Op de arbeidsmarkt neemt de werkgelegenheidsgroei langzaam af. De aanvragen voor nieuwe werkloosheidsuitkeringen zijn iets opgelopen, zonder al te leiden tot een hogere werkloosheid. Het strenge beleid van de regering-Trump leidt tot minder migratie en daarmee lagere groei van het arbeidsaanbod. Er zijn dus minder nieuwe banen nodig om de werkloosheid constant te houden. Het aantal heraanvragen voor werkloosheidsuitkeringen neemt wel toe. Dat geeft aan dat het voor werklozen moeilijker wordt om een baan te vinden. In juni vielen vooral de lage toename van het aantal banen in de private sector en de afname van het aantal gewerkte uren op. Per saldo zien we een afnemende dynamiek op de arbeidsmarkt. Dat kan invloed gaan hebben op de consumptie. In mei daalde het reële besteedbaar inkomen en de reële consumptie. Dat is nog geen voorbode van wat zou kunnen komen. In mei daalden de overdrachten van de overheid naar huishoudens, na een sterke stijging in april. Met 4,7% ten opzichte van mei vorig jaar bleef de groei van de lonen en salarissen degelijk. De daling van de bestedingen lag aan fors lagere autoverkoop, die volgde op hoge verkopen in anticipatie op invoerheffingen. De magere groei van de consumptie van diensten kan wel een aanwijzing zijn dat consumenten wat voorzigtiger worden. En dan moet het effect van hogere invoerheffingen nog komen. Geen reden tot paniek dus, maar mede gedreven door onzekerheid wel lage investeringsgroei, een afkoelende arbeidsmarkt en lage groei van de consumptieve bestedingen. Afkoeling zien we ook op de Amerikaanse huizenmarkt. Hogere hypotheekrentes en sterke prijsstijgingen hebben de betaalbaarheid fors verslechterd. Vooral de verkopen van nieuwbouwwoningen staan onder druk, met als gevolg afnemende bouwactiviteit. Toch lopen de voorraden te koop staande woningen op, waardoor prijzen nog maar mondjesmaat stijgen. Ook hier gaat het nog geleidelijk, maar prijsdalingen zouden het vertrouwen van consumenten verder kunnen aantasten.

Hoge begrotingstekorten de komende jaren zijn een gegeven. De "Big Beautiful Bill", het begrotingsvoorstel van de regering-Trump staat daar garant voor. Vooral de verlenging van belastingverlagingen uit Trump's eerste regeerperiode zorgt voor die tekorten. Bezuinigingen op zorguitgaven en voedselhulp en de inkomsten uit invoerheffingen wegen daar niet tegenop. Een lichtpuntje is wel dat een 'wraakbelasting' voor buitenlandse beleggers uit landen waarvan het handelsbeleid de Amerikaanse regering niet aanstaat uit het voorstel is gehaald. Hoge tekorten zullen leiden tot een sterk oplopende staatsschuld. Gezien dalende rentes de afgelopen maand, maken beleggers zich hier niet al te veel zorgen om. De regering-Trump hoopt dat hoge groei de schuldratio beperkt zal houden, maar dat lijkt wel erg rooskleurig. Vooralsnog lijkt er genoeg vraag naar

staatspapier in dollars, waardoor de VS zich dergelijke tekorten kan permitteren. Maar eens zal dit probleem fundamenteel moeten worden aangepakt.

In de handelsoorlog wacht iedereen op 9 juli. Dan loopt de termijn van 90 dagen af die Trump heeft gesteld om handelsakkoorden te sluiten. Landen die geen akkoord hebben gesloten, krijgen vanaf dan in principe te maken met de heffingen die op 2 april werden aangekondigd. Met het VK is een raamakkoord gesloten waarbij een Amerikaanse heffing van 10% gaat gelden, voor Vietnam gaat een heffing van 20% gelden. De onderhandelingen met Canada, de Europese Unie, Japan en China lijken moeizaam te verlopen. Mogelijk zal Trump dreigen met hogere tarieven, wat marktvolatiliteit kan veroorzaken. Maar we gaan ervan uit dat de onderhandelingsperiode zal worden verlengd en de heffing van 10% voor de meeste landen zal blijven gelden. Overigens geldt voor China nog steeds een heffing van 40%. Daarmee gaan we ervan uit dat de heffingen een negatief effect zullen hebben op de Amerikaanse economie. Maar als dit te groot wordt, denken we dat Trump toch eieren voor zijn geld zal kiezen en heffingen zal aanpassen.

Amerikaanse dollar daalt verder



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

De aanvallen van Trump op de Fed, en speciaal op Fed-voorzitter Powell, duren voort. In een recent bericht op sociale media liet Trump weten dat de Fed de rente snel tot 1% moet verlagen. Daarnaast wordt er gespeculeerd dat Trump al een opvolger voor Powell wil benoemen vóórdat de termijn van Powell als voorzitter in mei 2026 afloopt. Dat zou de effectiviteit van Powell sterk beperken. Markten zouden immers rekening gaan houden met de ideeën en uitspraken van de nieuwe voorzitter. En als die nieuwe voorzitter meer naar de pijpen van Trump zou dansen en de rente te ver zou verlagen, zou dat kunnen leiden tot hogere inflatieverwachtingen, hogere rentes en een zwakkere dollar. Nou zouden de kandidaten die genoemd worden, zoals voormalig Fed-bestuurder Warsh, huidige bestuurder Bowman en de huidige minister van

Financiën Bessent bekend moeten zijn met de risico's van te lage rentes en een oververhitting van de economie, maar dit alles draagt niet bij aan het vertrouwen in de Fed en in de Amerikaanse dollar.

Kortom, is er nog vertrouwen in de Amerikaanse economie? Wij denken van wel. Een cyclische vertraging doet niets af aan de structurele kracht van de economie. Begrotingstekorten kunnen worden aangepakt als dat nodig is. De belastingdruk is in de VS lager dan in veel andere geïndustrialiseerde landen. Maar om de politiek zo ver te krijgen, is nog wel wat nodig. Het handelsbeleid blijft nog wel even een bron van onzekerheid, maar als dit te negatief uitpakt, kan het snel worden aangepast. De onafhankelijkheid van de Fed is niet alleen institutioneel gewaarborgd, maar ook door de samenstelling van het beleidscomité. Dat beleggers nog vertrouwen hebben, blijkt uit de rally van Amerikaanse aandelen in de afgelopen weken en uit de dalende rentes. Alleen de zwakte van de dollar kan wijzen op twijfels. Waarbij we onze boodschap van vorige maand herhalen. Er is geen sprake van een dollarcrisis. Valuta kunnen volatiel zijn, ook de dollar. Historisch gezien is de dollar verre van zwak. Beleggers moeten wel rekening houden met de mogelijkheid van een verdere verzwakking van de dollar.

Economisch beeld Europa niet wezenlijk veranderd

Ook in Europa zijn de zachte data zwakker dan de harde data. Per saldo verbeterden de zachte data wel iets in juni. Zo stegen de inkoopmanagersindices in de industrie en in de dienstensector, zij het beperkt. De Duitse Ifo-index steeg voor de tweede maand op rij, naar het hoogste niveau in meer dan een jaar. De grootse fiscale plannen in Duitsland en de ontspanning in de handelsoorlog lijken Duitse ondernemers wat meer moed te geven. De Franse evenknie van de Ifo, de INSEE-index, is de afgelopen twee maanden juist flink gedaald. En de Economic Sentiment Index en het consumentenvertrouwen daalden ook iets in juni. In het VK verbeterde het consumentenvertrouwen, maar verzwakten, net als in de eurozone, de orderboeken van bedrijven in juni. Daarmee geven voorlopende indicatoren nog altijd een beeld van een stagnerende economie.

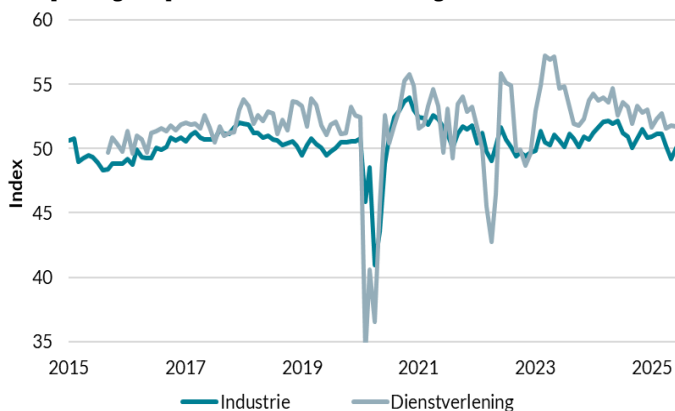
Dat staat in contrast met de sterke groei van de economie van de eurozone in het eerste kwartaal van 0,6% ten opzichte van het laatste kwartaal van 2024 en in het VK zelfs 0,7%. Maar zoals we al eerder hebben gezegd, hierin zit een sterke vertekening door (tijdelijk) zeer sterke groei in Ierland en door sterk uitvoergroei in anticipatie op Amerikaanse invoerheffingen. De groei van de consumptie was in het eerste kwartaal met 0,2% matig. De industriële productie viel in april sterk terug, na een flinke stijging in

maart. Ook hier zien we effecten van het vooruitlopen op invoerheffingen. Dalende inflatie is gunstig voor de koopkracht van consumenten, maar ook de loongroei neemt af. Er is wel ruimte voor consumenten om de uitgaven wat op te schroeven, maar dan moet de terughoudendheid om dat te doen wel afnemen. Lage werkloosheid, met 6,2% het laagste niveau sinds het bestaan van de eurozone, zou moeten helpen. Maar afnemende groei van de werkgelegenheid houdt consumenten wellicht toch nog wat voorzichtig.

Krijgen opkomende economieën last van de handelsoorlog?

In april groeide de industriële productie van alle opkomende economieën tezamen met 4,4% ten opzichte van april vorig jaar. Dat is iets boven het gemiddelde sinds de coronapandemie. Traditiegetrouw was de groei in Azië sterker dan in Latijns-Amerika, Oost-Europa en Afrika. De relatief sterke groei heeft ongetwijfeld te maken met vooruitlopen op de invoerheffingen in de VS. Het geaggregeerde cijfer is voor mei nog niet bekend, maar in Korea en Thailand kromp de productie. Het verschil tussen Korea en Taiwan is treffend. De industriële productie in Taiwan is al maandenlang ijzersterk. De uitvoer van Taiwan bestaat voor een groot deel uit chips en die zijn uitgezonderd van de Amerikaanse invoerheffingen. De productie en uitvoer van Taiwanese chips wordt uiteraard gedreven door de enorme investeringen van Amerikaanse bedrijven in kunstmatige intelligentie. Maar het handelsbeleid helpt ook.

Inkoopmanagers opkomende markten voorzichtig



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

De inkoopmanagersindices schetsen een matiger beeld. Voor alle opkomende economieën steeg de BBP-gewogen index van 49,2 in mei naar 50,1 in juni. Dat duidt op een lichte verbetering, maar een niveau van 50,1 wijst op zwakke groei. De verbetering was vooral te danken aan China, een zwaargewicht in de wereldwijde index. Exclusief China daalde de index van 50 naar 49,8. Van de 18 landen

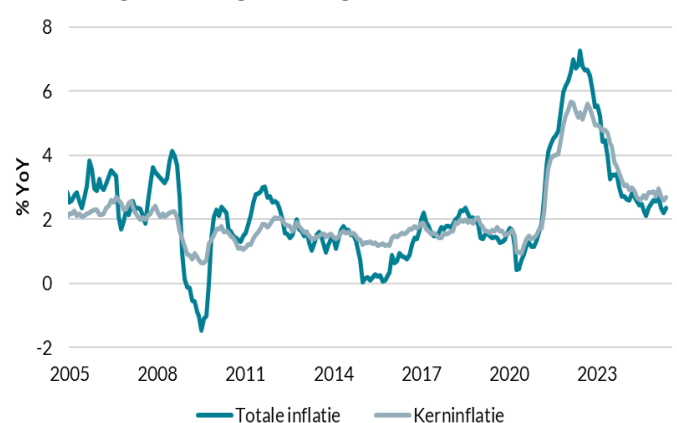
waarvan we een index hebben, staat die in 13 landen onder de 50, wat duidt op een afnemende groei in de industriële sector. De component van de inkoopmanagersindex die de orders vanuit het buitenland meet, staat fors in het rood in Brazilië, Polen, Vietnam en Taiwan en is iets minder negatief in Korea en China. Alleen India, een meer binnenlands gerichte diensteneconomie, weet zich goed staande te houden in de handelsoorlog.

In China wordt het negatieve effect van de handelsoorlog versterkt door binnenlandse zwakte. De vastgoedsector is nog altijd niet uit de problemen. Woningverkoop dalen nog steeds, al neemt de snelheid wel af. De bouwactiviteiten dalen, maar doordat er de afgelopen jaren veel te veel projecten zijn opgestart, neemt het aantal te koop staande woningen nog steeds toe. Huizenprijzen dalen dan ook. De groei in China versnelde in het laatste kwartaal van vorig jaar en het eerste kwartaal van dit jaar. Dit kwam door een hele reeks op zichzelf beperkte overheidsmaatregelen vorig jaar en ook hier anticipatie op de handelsoorlog. Maar die overheidsmaatregelen, waaronder subsidies op consumptiegoederen beginnen aan effectiviteit in te boeten. We verwachten ook in China zwakkere groei in de tweede helft van het jaar.

Handelstarieven nog niet in inflatie VS

Invoerheffingen leiden over het algemeen tot hogere inflatie. Dat kan tijdelijk zijn, maar in een economie die dicht tegen haar maximale capaciteit zit met onder andere lage werkloosheid, kan het ook een langduriger effect hebben. Hogere inflatie leidt dan gemakkelijker tot hogere lonen, wat weer inflatie aanwakkert. Wij denken niet dat de economie van de VS in deze categorie valt. De werkloosheid is wel laag, maar ook iets opgelopen ten opzichte van de zeer lage niveaus in 2023. De loongroei is dan ook iets afgenomen. Ook de inflatie is gedaald.

Invoerheffingen leiden nog niet tot hogere inflatie VS



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

Volgens de PCE-index, de favoriete maatstaf van de Fed, was de totale inflatie in mei 2,3% en de kerninflatie 2,7%. Beide een tandje hoger dan in april, maar lager dan wat we de afgelopen jaren hebben gezien. Het effect van invoerheffingen was beperkt zichtbaar.

Dat roept de vraag op of dat effect nog gaat komen. Mogelijk hebben buitenlandse producenten hun prijzen verlaagd, of rekenen importeurs, tussenhandelaren of de detailhandel de heffingen niet door aan hun klanten. Dat de heffingen helemaal niet bij de consument terecht komen lijkt ons onwaarschijnlijk. Een uiteindelijke doorberekening rond 70% ligt meer voor de hand. Dat zou de consumentenprijsinflatie met zo'n 1% opstuwten. Dat er enige tijd overheen gaat voor het effect zichtbaar wordt in de inflatie ligt voor de hand. Producenten, tussenhandel en detailhandel hebben geanticipeerd op de handelsoorlog door voorraden op te bouwen. In het eerste kwartaal droeg de voorraadopbouw op jaarbasis maar liefst 2,6%-punt bij aan de groei van het BBP. Die voorraden worden afgebouwd alvorens de producten met hoge invoerheffingen verkocht gaan worden. Daar is het wachten dus nog op. Ook voor de Fed. Binnen de Fed zijn wel twee kampen ontstaan. Van de 19 beleidsmakers voorzien er acht nog twee renteverlagingen dit jaar, terwijl er zeven geen renteverlagingen meer voorzien. Het is niet duidelijk in welk kamp Powell zit, maar hij is erop blijven hameren dat de Fed afwacht of en in welke mate de heffingen inflatoir zullen zijn alvorens iets aan de rente te veranderen. Dat wil niet zeggen dat hij in het kamp van geen renteverlagingen zit. Hij kan ook een van de twee beleidsmakers zijn die maar een renteverlaging verwachten. Het lijkt er wel op dat twee renteverlagingen het maximum is dat we dit jaar nog kunnen verwachten. Markten prijzen iets meer dan twee renteverlagingen in.

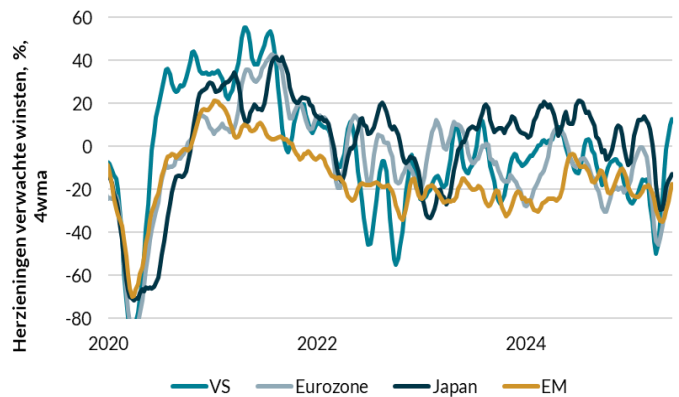
Voor de ECB verwachten markten nog maar één renteverlaging. Dat is niet zo gek gezien de uitslatingen van ECB-president Lagarde na de beleidsvergadering van begin juni. Volgens Lagarde nadert de ECB het einde van haar cyclus van renteverlagingen. Ze zei herhaaldelijk dat de ECB, met een rente van 2%, goed gepositioneerd is om door de huidige onzekere omstandigheden te navigeren. De drempel voor verdere verlagingen is hoger geworden.

Beleggingsbeleid ongewijzigd

We hebben ons beleggingsbeleid deze maand niet aangepast. Dat betekent dat we onze neutrale positie in aandelen hebben gehandhaafd. Ook onze regionale aandelenallocatie is neutraal. We zien het optimisme in vooral Amerikaanse aandelenmarkten. De ontspanning in de handelsoorlog en de economie die maar niet toegeeft aan het zwakke beeld van de zachte data hebben geleid tot het optimisme. Winstherzieningen van analisten zijn per

saldo al een paar weken positief. De mate waarin de winsten naar boven worden bijgesteld is overigens nog vrij beperkt.

Alleen in de VS zijn winstherzieningen positief



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

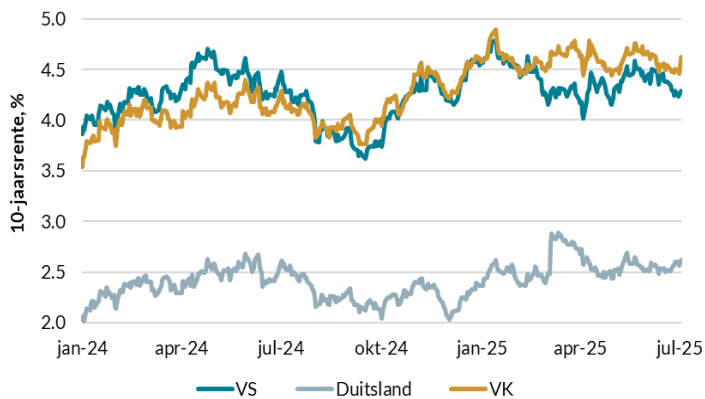
Wij hebben zo onze reserveringen ten aanzien van dit optimisme. We weten de uitkomst van het ultimatum in de handelsoorlog op 9 juli niet. Zelfs als er opnieuw uitstel komt en de heffingen blijven zoals ze nu zijn, voorzien we in de VS lagere groei en hogere inflatie. Geen gunstig beeld voor aandelen. We vinden de verwachte winstgroei van 9,2% in 2025 en 13,8% in 2026 ook aan de optimistische kant. Met oplopende inflatie kan de nominale groei op het eerste gezicht hoog genoeg zijn voor een degelijke winstgroei. Maar als die inflatie vooral te danken is aan invoerheffingen, zien wij dat als minder gunstig voor de bedrijfswinsten. In Europa is het beeld somberder. De verwachte winsten voor de komende twaalf maanden worden overwegend neerwaarts herzien. Het winstmomentum is fors negatief. Met mogelijk een stagnerende economie zien we geen reden om Europese aandelen te overwegen. In Japan is de winstdynamiek de afgelopen weken verslechterd. In opkomende markten is het beeld wisselend. Er zijn meer analisten die hun winsten neerwaarts bijstellen dan opwaarts, maar het bedrag van de totale verwachte winsten stijgt wel. Kennelijk zijn er enkele grote bedrijven die de opwaartse herzieningen domineren. Met de mogelijk negatieve effecten van de handelsoorlog houden wij ook vast aan een neutrale positie in aandelen uit opkomende markten. We willen onze vingers ook niet branden aan onderwegingen. De uitkomsten van de handelsoorlog hoeven maar een beetje verder mee te vallen om aandelenmarkten hoger te zetten.

We zijn overwogen in Amerikaanse staatsobligaties. Niet dat we die categorie nou zo aantrekkelijk vinden. We denken dat renteverlagingen door de Fed redelijk zijn ingeprijsd. Er lijkt een wat groter risico op tegenvallers, minder renteverlagingen dan verwacht en daarmee oplopende rente, dan meevallers. De rentevergoeding lijkt

aantrekkelijk ten opzichte van Duitsland, maar na het afdekken van het wisselkoersrisico blijft daar niets van over. We hebben de positie vooral omdat we sterk onderwogen zijn in Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties. De risico-opslag op die obligaties is de afgelopen twee maanden weer gedaald en staat daarmee weer op een extreem laag niveau. Een niveau dat wat ons betreft niet past bij de onzekerheden rond de Amerikaanse economie. In obligatieland viel de sterke stijging van de tienjaarsrente in het VK begin juli op. De rente ging daar binnen een dag 22 basispunten hoger. En de Britse pond verzwakte.

de Duitse overheid moeite zal hebben om het geld zo snel te besteden als nu aangekondigd. We zien het positieve effect op de groei meer volgend jaar dan dit jaar. We hebben onze neutrale positie in Duitse staatsobligaties gehandhaafd.

Obligatiemarkt VK schrikt van begrotingsaanpassing



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

Het deed denken aan het “Truss-moment” in september 2022, toen de toenmalige minister-president belastingplannen bekendmaakte die tot grote paniek op de Britse obligatiemarkt leidde. De Bank of England moest te hulp komen om de gemoederen tot bedaren te brengen en de plannen werden schielijk teruggetrokken, maar nog altijd worden de Britse overheidsfinanciën als kwetsbaar gezien. Ook deze keer waren de overheidsfinanciën de boosdoener. Minister van Financiën Reeves laat zich erop voorstaan dat ze strikt de hand houdt aan fiscale regels. Reeves leek dan ook *not amused* na de aankondiging van de regering dat bezuinigingen op sociale zekerheid worden beperkt. Dat strookt niet met de begrotingsregels. De marges om aan die regels te voldoen waren toch al dun en lijken nu nagenoeg te verdwijnen. De Bank of England hoefde er deze keer niet aan te pas te komen, maar de kwetsbaarheid van de Britse overheidsfinanciën werd hiermee wel benadrukt.

Op de Duitse obligatiemarkt was het rustig. Rentes stegen iets nadat de overheid liet blijken flink vaart te willen maken met de grote uitgavenplannen voor defensie en infrastructuur. Toch staat de Duitse rente nog altijd lager dan in maart, toen deze plannen voor het eerst werden aangekondigd. Maar daarna is natuurlijk wel de handelsoorlog ontstaan, die een risico vormt voor de groei van een exportgericht land als Duitsland. Wij denken dat

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Neutraal
In juni hield het positieve sentiment op aandelen over het algemeen aan. De wereldwijde index van MSCI genoteerd in Amerikaanse dollars steeg met 4,4%. Aandelen uit opkomende markten boekten een winst van 5,7%. Met een winst van 5,0% steeg de S&P 500 naar nieuwe recordhoogtes. Europa bleef, gemeten in euro's, achter met een verlies van 1,3%. Met de stijging in juni heeft de S&P 500 de achterstand dit jaar op de EURO STOXX 600 in lokale valuta bijna ingehaald. Maar door de depreciatie van de Amerikaanse dollar lopen Amerikaanse aandelen gemeten in euro's nog meer dan 10% achter. 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. 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 in de VS naar verwachting lagere groei en hogere inflatie. In Europa verwachten we een kwakkelende economie. De winstdynamiek is in de VS verbeterd, maar in Europa nog zwak. De mogelijkheden dat een doorbraak in de handelsoorlog zouden leiden tot meer optimisme of dat het positieve economische momentum in de VS aanhoudt, weerhouden ons van een onderweging.	
Staatsobligaties	Overwogen
In juni daalde de tweejaarsrente in de VS met 18 basispunten en de tienjaarsrente met 16 basispunten. In het VK waren vergelijkbare rentedalingen te zien. In Duitsland steeg de tweejaarsrente met 7 basispunten en de tienjaarsrente met 9 basispunten. Het tot nu toe uitblijven van hogere inflatie als gevolg van de Amerikaanse invoerheffingen, heeft beleggers wat meer vertrouwen gegeven dat de Fed de rente verder kan verlagen. Met ruim twee renteverlagingen ingeprijsd denken wij dat het monetaire beleid redelijk is verdisconteerd. Aangezien er binnen de Fed twee kampen zijn ontstaan, een kamp dat twee renteverlagingen verwacht en een kamp dat geen renteverlagingen verwacht, is er kans dat de Fed de rente minder zal verlagen dan nu verwacht. Ook de zorgen over het begrotingstekort zullen niet zomaar verdwijnen. Daarmee is de potentie voor verdere rentedaling in de VS beperkt. Onze overwogen positie is dan ook vooral 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. De stijging van de rentes in Duitsland kwam tegen de achtergrond dat de overheid vaart wil maken met de fiscale plannen. Toch staan rentes nog lager dan toen die plannen 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.	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
In juni waren in de risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties kleine dalingen te zien. In de VS met 5 basispunten en in de eurozone met 6 basispunten. Daarmee staan de risico-opslagen nog maar nipt boven de historisch zeer lage niveaus van februari en maart dit jaar. 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 dalingen van de risico-opslagen op high yield bedrijfsobligaties waren groter dan die op investment grade en met 35 basispunten in de VS ook groter dan de daling van 16 basispunten in de eurozone. 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 te 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 juni met 28 basispunten tot 7,5%. Zowel de onderliggende rente op Amerikaanse staatsobligaties als de risico-opslag daalde. Beleggers krijgen vanuit de risico-opslag een extra rendement van 316 basispunten ten opzichte van de Amerikaanse rente, iets minder dan het gemiddelde over de afgelopen vijf jaar (402 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 nagenoeg onveranderd op 6,0%. 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
Het beeld bij beursgenoteerd vastgoed was in juni gemengd. Wereldwijd was er een klein plusje te zien. In de VS wist vastgoed niet te profiteren van de dalende rentes en daalde de vastgoedindex. In Europa was deze beleggingscategorie nagenoeg onveranderd. In Europa heeft het handelsbeleid van de VS een licht deflatoir effect. Maar rentes zijn al gedaald, dus we verwachten daar geen grote verdere effecten van op Europees vastgoed. 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. 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 steeg in juni met 2,4%. De luchtaanvallen tussen Israël en Iran en de bombardementen van Irans nucleaire installaties door de VS leidden even tot een stijging van de olieprijs, maar toen bleek dat olie-installaties buiten schot bleef, vielen prijzen weer terug. Per saldo resulteerde dat in juni in een lichte stijging van de olieprijs. Met voldoende aanbod en productiecapaciteit van olie en matige economische groei, vooral in de wereldhandel, voorzien we een zijwaartse trend in de olieprijs. Prijzen van basismetalen stegen licht. Vooral het vooruitzicht van beperkte groei in China houdt het opwaarts potentieel van basismetalen beperkt. De goudprijs was onveranderd. Voor goud geldt dat de vraag van centrale banken slechts beperkt afhankelijk is van economische vooruitzichten. 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)	1230	4.3%	10.1%	9.4%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	4036	4.0%	10.0%	8.9%
Opkomende markten (MSCI EM)	1230	6.6%	10.7%	14.4%
Verenigde Staten (S&P 500)	6227	4.9%	9.8%	5.9%
Eurozone (EURO STOXX 50)	562	-0.5%	2.7%	11.3%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	8775	0.0%	1.9%	7.4%
Japan (Topix)	2826	1.8%	6.6%	1.5%
Nederland (AEX)	911	-0.9%	1.0%	3.6%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	4.29	-16	10	-29
Japan	1.44	-7	-3	36
Duitsland	2.62	10	-11	26
Frankrijk	3.32	13	-12	13
Italië	3.54	3	-28	1
Nederland	2.83	9	-12	23
Verenigd Koninkrijk	4.62	-5	-2	5

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	83	-8	-13	1
Eurozone	87	-11	-7	-14

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	288	-39	-54	-4
Eurozone	305	-21	-24	-6
Opkomende markten (USD)	315	-18	-31	-10
Opkomende markten (Lokale valuta)	211	4	-20	10

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereld	1.0%	3.9%	5.3%
Noord-Amerika	-0.7%	-1.7%	-1.2%
Europa	-1.3%	6.5%	4.4%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Bloomberg index	1.7%	-3.1%	5.0%
Basismetalen	4.1%	0.6%	7.2%
Brent olie (USD per vat)	69.14	-8.4%	-7.5%
Goud (USD per troy ounce)	3343	-0.9%	27.3%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 3 juli 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