



Visie op Asset Allocatie

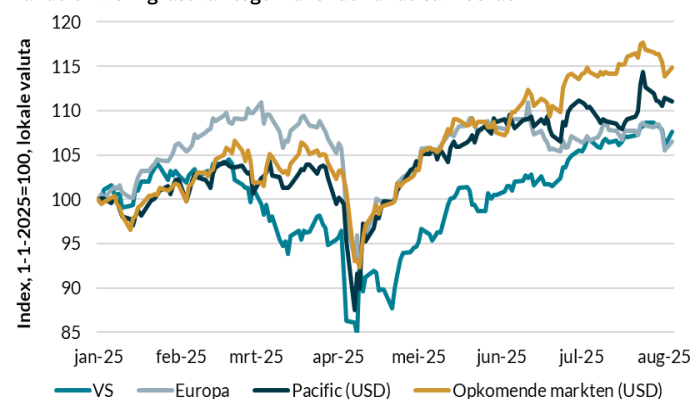
Augustus 2025

- Handelsakkoorden leiden tot hogere invoerheffingen VS
- Winstneming op opgelopen aandelenpositie, neutrale visie
- Amerikaanse staatsobligaties afgebouwd, bedrijfsobligaties opgehoogd

Aandelenmarkten bleven in juli optimistisch gestemd. Alleen de regio Pacific noteerde (in US dollars) een lichte daling, in de andere regio's waren stijgingen te zien. En aangezien de dollar in waarde steeg, was het rendement op Amerikaanse aandelen ook voor Europese beleggers positief. Dat laat onverlet dat, hoewel de Amerikaanse S&P 500 en Europese STOXX 600 in lokale valuta dit jaar nagenoeg dezelfde stijging hebben laten zien, de S&P 500 in euro's nog zo'n 11% achterloopt. Wat betreft de handelsoorlog vinden we het optimisme opmerkelijk. Per saldo vallen de akkoorden die de VS met een flink aantal handelspartners sloot mee ten opzichte van de ergste dreigementen van Amerikaanse kant. Maar die dreigementen geloofden aandelenmarkten nooit. Dan hadden we grotere reacties moeten zien nadat de dreigementen werden aangekondigd. Om dan opgelucht adem te halen wanneer het meevalt, is wat ons betreft weinig consistent.

Nu is de handelsoorlog niet de enige factor die de bewegingen op aandelenmarkten bepaalt. Een wederom degelijk winstcijferseizoen van Amerikaanse bedrijven helpt ook. Stabiele rentes in de VS en de US dollar die recent wat aansterkte, nemen de zorgen over de VS wat weg. Ondanks het marktoptimisme hebben we onze neutrale visie op aandelen niet gewijzigd. We hebben juist winst genomen op de aandelenpositie, die door de sterke performance van aandelen boven ons doel was komen te liggen. Daarnaast hebben we onze overwogen positie in Amerikaanse staatsobligaties teruggebracht naar neutraal. We voorzien geen grote rentebewegingen in de VS en doordat de het afdekken van het wisselkoersrisico van de dollar ten opzichte van de euro de afgelopen maanden duurder is geworden, is het couponrendement van Amerikaanse staatsobligaties in euro's gedaald. We hebben de opbrengsten deels gebruikt om onze grote onderwogen positie in Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties te verkleinen. We vinden de risico-opslag op deze obligaties nog steeds zeer laag, maar zien ook de robuustheid van deze beleggingscategorie. We blijven wel onderwogen in investment grade bedrijfsobligaties, waarbij de onderweging in de VS nu meer in balans is met onze overweging in de eurozone.

Aandelen weinig last van tegenvallende handelsakkoorden



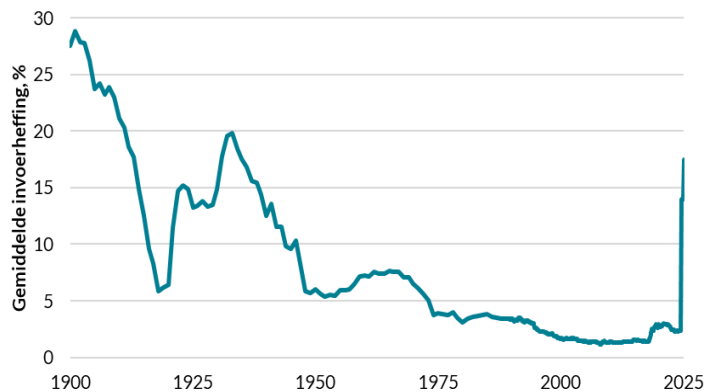
Minder onzekerheid over handelsoorlog, maar resultaten vallen tegen

De eerdere deadline van 9 juli voor landen om een handelsakkoord met de VS te bereiken, liep met een sisser af. De VS gaf de landen meer tijd. Op de dag van de uitgestelde deadline, 1 augustus, kleurden de aandelenmarkten rood, maar de schade viel mee. Deze

keer omdat er tussen de VS en belangrijke handelspartner wel akkoorden werden bereikt. Hoewel de details niet altijd even duidelijk zijn, geeft het voor im- en exporteurs wel meer duidelijkheid. Toch vallen de akkoorden niet mee. Waar het VK nog weg kwam met een algemene invoerheffing van 10%, gaat voor onder meer de Europese Unie, Japan en Zuid-Korea een heffing gelden van 15%. Andere Aziatische landen zoals de Filipijnen, Indonesië, Maleisië en Vietnam kregen heffingen van rond 20% opgelegd, Zwitserland zelfs 39%. Wel is het zo dat voor de EU, Japan en Zuid-Korea auto's niet langer onder een speciale hogere heffing vallen. Voor staal en aluminium geldt wel een hogere heffing. De algemene consensus was dat de algemene heffing wel tot 10% beperkt zou blijven, maar die valt dus hoger uit. En daarmee tegen.

Als tegenprestaties stellen handelspartners van de VS over het algemeen hun markten zonder heffingen open voor Amerikaanse producten, hoewel daar nog wel uitzonderingen zijn, bijvoorbeeld voor sommige landbouwproducten. Ook hebben handelspartners aankopen van Amerikaanse producten en investeringen in de VS toegezegd. Zo zou de EU in drie jaar 750 miljard US dollar aan energieproducten kopen in de VS en voor 600 miljard investeren. Japan zou voor 550 miljard US dollar investeren en Zuid-Korea voor 350 miljard. Zuid-Korea zou ook voor 100 miljard aan energieproducten van de VS afnemen.

Invoerheffingen VS naar grote hoogte



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

Is de onzekerheid hiermee helemaal voorbij? Nee, de VS zint nog op heffingen voor specifieke productgroepen, waaronder farmaceutische producten. Er zijn weinig gezamenlijke verklaringen gepubliceerd, dus het is ook nog maar de vraag of alle partijen de akkoorden op dezelfde wijze interpreteren. Het valt ook nog maar te bezien of de EU, Japan en Zuid-Korea in staat zullen zijn de doelen wat betreft de aankopen van Amerikaanse producten en investeringen in de VS kunnen waarmaken. De EU voert nu iets minder dan 100 miljard dollar per jaar aan energie in

vanuit de VS. Dat zou dus ruimschoots moeten verdubbelen. De totale energie-uitvoer van de VS is iets meer dan 300 miljard dollar per jaar. Als de EU en Zuid-Korea zich aan hun woord zouden houden, zouden zij dus de gehele energie-uitvoer van de VS opkopen. Dat lijkt ons niet realistisch. Er kunnen dus nog spanningen ontstaan, hoewel dat niet op korte termijn zal zijn. Bij de genoemde investeringen van de EU in de VS gaat het om investeringen vanuit de private sector. Bij het huidige niveau van Europese investeringen in de VS is dat bedrag in ruim vier jaar te halen. Daar verandert dus feitelijk niets.

Voorts is er nog onzekerheid over de impact van de invoerheffingen. In de VS staat na alle recente aankondigingen de gemiddeld invoerheffing op ruim 17%. Voordat het afsluiten van de recente akkoorden werd er alom vanuit gegaan dat de wereldwijde heffing op 10% zou uitkomen. Dat wordt nu dus 15%. Met een veel hogere heffing voor China. Dat valt dus tegen en dit zal leiden tot lagere wereldwijde groei en hogere inflatie in de VS. In de VS zijn de tekenen van de invoerheffingen nog maar beperkt zichtbaar. Interen op voorraden die voor de verhoging van de invoerheffingen werden opgebouwd en het absorberen van de heffingen in winstmarges van bedrijven hebben de effecten van de heffingen op consumentenprijzen tot nu toe beperkt. Toch is de kerninflatie in mei en juni in de VS wel iets opgelopen. En dan moet het grootste deel van de invloed van de heffingen nog komen. Wanneer we het bedrag dat de Amerikaanse overheid in juni aan invoerheffingen inde delen door de werkelijke invoer van goederen, dan blijkt het effectieve heffingspercentage in juni op 8% te liggen. Een stuk lager dan 17%. We denken dan ook dat de inflatie in de VS verder zal oplopen, wat neerwaartse druk zal zetten op de groei.

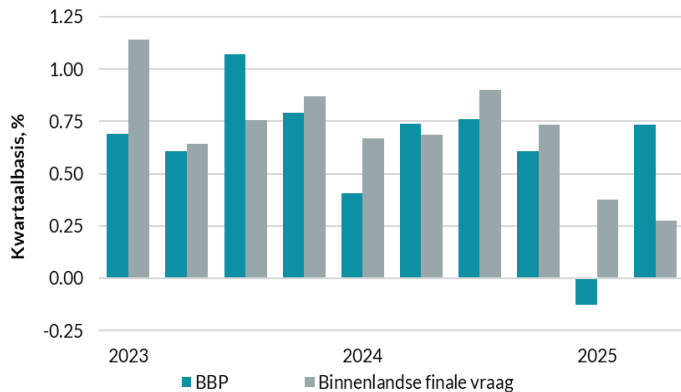
Voor de eurozone zijn de Amerikaanse invoerheffingen deflatorisch. Prijzen gaan in de eurozone immers niet omhoog, maar de uitvoer en daarmee de groei komen wel onder druk. We denken dat het huidige pakket voor de eurozone rond 0,5% aan groei zal kosten dit jaar. Dat is iets meer dan we eerder dachten. Waarmee we nog steeds uitgaan van matige groei in de eurozone.

Groei vertekend door handelsoorlog

Op het eerste gezicht herstelde de Amerikaanse economie zich goed in het tweede kwartaal, na een negatieve groei in het eerste kwartaal. Maar beide kwartalen werden sterk vertekend door de handelsoorlog. De import steeg fors in het eerste kwartaal, anticiperend op hogere heffingen. Dit drukte de groei aanzienlijk. Tegelijkertijd leidde het tot een opbouw van voorraden, wat de groei ondersteunde. Maar niet genoeg om een lichte daling van het BBP te voorkomen. In het tweede kwartaal keerde dit om. De

import en voorraden daalden, wat per saldo een positieve impuls gaf aan de groei. Als we deze effecten buiten beschouwing laten, groeide de binnenlandse finale vraag – bestaande uit particuliere- en overheidsconsumptie en investeringen van bedrijven en in woningen – met 0,4% op kwartaalbasis in het eerste kwartaal en 0,3% in het tweede kwartaal. In 2023 en 2024 groeide de binnenlandse finale vraag met gemiddeld 0,8% op kwartaalbasis. In de eerste helft van dit jaar is dus een groeivertraging in de VS te zien.

Onderliggende groeivertraging in de VS



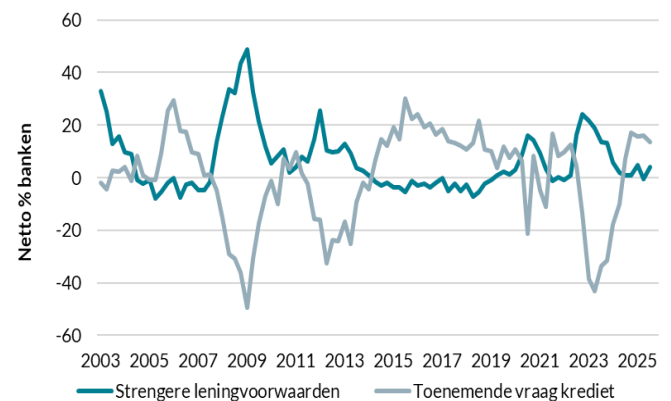
Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

We denken dat dit de komende kwartalen door zal zetten als de inflatie oploopt en de koopkracht van huishoudens afneemt. De nominale loongroei ligt rond 4% en als de inflatie oploopt boven 3%, wat wij mogelijk achten, blijft er weinig koopkrachtstijging over. Het reële beschikbare inkomen van gezinnen is in de drie maanden tot juni al niet meer gestegen. Volgens de inkoopmanagersindices is het vertrouwen van ondernemers in de dienstensector in juli flink verbeterd, maar in de industrie juist afgebrokkeld. Regionale enquêtes tonen een lage investeringsbereidheid onder bedrijven. In de groeicijfers van het tweede kwartaal viel de herhaalde daling van de bedrijfsinvesteringen in gebouwen en de magere stijging van de investeringen in machines op. Veel aandacht gaat uit naar de enorme investeringen van de grote techbedrijven in kunstmatige intelligentie en de daarvoor benodigde datacenters, maar in het tweede kwartaal viel de groei in de investeringen in datacenters stil. Die cijfers kunnen nog herzien worden, maar het is ook zo dat de techbedrijven niet alleen in de VS investeren. De investeringen in woningen daalden voor het tweede kwartaal op rij.

In de eurozone viel de economische groei op kwartaalbasis terug van 0,6% in het eerste kwartaal naar 0,1% in het tweede. De details van de groei in het tweede kwartaal zijn nog niet gepubliceerd, maar de terugval heeft ongetwijfeld te maken met de handelsoorlog. In het eerste kwartaal explodeerde namelijk de uitvoer naar de VS, wat een sterke impuls gaf aan de groei. Op basis van de maandelijkse handelscijfers van de eurozone is in april en

mei normalisatie te zien van de uitvoer naar de VS, wat zich uit in een zwakker groeicijfer. Van de grotere economieën stal de Spaanse economie wederom de show met een groei van 0,7% op kwartaalbasis. Met een wat minder open economie is Frankrijk iets minder gevoelig voor de handelsoorlog dan bijvoorbeeld Duitsland. De Franse economie groeide met 0,3%. In Duitsland en Italië was een krimp van 0,1% te zien. De Nederlandse economie groeide met 0,1% marginaal. We zien de Amerikaanse invoerheffingen als een tegenwind voor de eurozone. Positief is dat de renteverlagingen die de ECB sinds juni 2024 heeft doorgevoerd effect beginnen te sorteren. De groei van de kredietverlening neemt voorzichtig toe, zowel aan gezinnen als aan bedrijven. Banken scherpen hun leningvoorwaarden niet meer aan en geven ook aan dat de vraag naar krediet toeneemt. Voorlopende indicatoren wijzen over het algemeen nog op stagnatie en het vertrouwen van consumenten is broos, dus uitbundig zal de groei niet snel worden.

Kredietvraag eurozone trekt aan



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

Het beeld dat opkomende economieën de afgelopen tijd profiteerden van anticipatie op de handelsoorlog, maar daar de komende tijd juist last van zullen krijgen, is niet veranderd. De groei van de industriële productie van deze groep landen was tot april sterk, maar in mei werd nog maar een minimaal plusje geboekt. In juli daalden inkoopmanagersindices voor de industrie in China, Korea en Taiwan. In kleinere, Zuidoost-Aziatische economieën was per saldo overigens wel wat verbetering te zien. Maar enkele van deze economieën, en in Latijns-Amerika ook Brazilië, krijgen mogelijk te kampen met hoge Amerikaanse invoerheffingen. Ook in de opkomende economieën verwachten we daarmee matige groei.

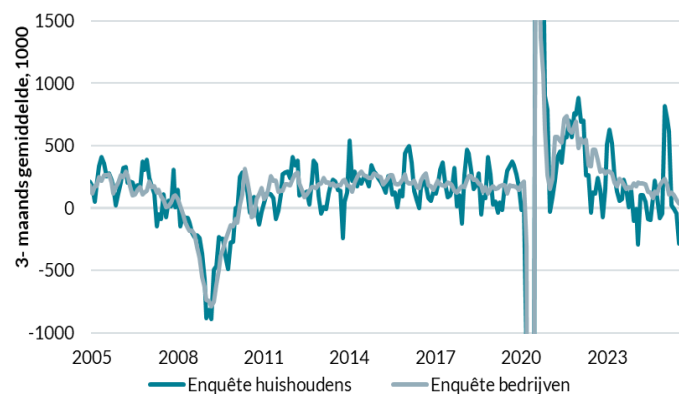
Fed verhoogt lat voor renteverlaging

De laatste renteverlaging van de Fed dateert alweer van december vorig jaar. De groeivertraging van de Amerikaanse economie dit jaar zou op zichzelf een

renteverlaging door de Fed kunnen rechtvaardigen. Maar economische groei is geen direct doel voor de Fed. De primaire doelen voor de Fed zijn volledige werkgelegenheid en stabiele prijzen. Dit laatste door de Fed gedefinieerd als inflatie rond 2%. Tot de rentevergadering van de Fed op 30 juli leek er met de arbeidsmarkt niet zoveel aan de hand. Met een stabiele werkloosheid net boven 4% sinds de zomer van 2024 en een gemiddelde maandelijkse groei van de werkgelegenheid van 130.000 tot en met juni dit jaar, leek de arbeidsmarkt simpelweg niet zwak genoeg voor een renteverlaging. De arbeidsmarkt was wel iets afgekoeld, maar door lagere immigratie en toenemende deportaties van illegale vluchtelingen, groeit het arbeidsaanbod langzamer. Dus zijn er minder banen nodig om de werkloosheid constant te houden. Al met al zag de Fed een arbeidsmarkt die in balans is en geen renteverlaging nodig heeft. De totale inflatie liep in juni op tot 2,6%, terwijl de kerninflatie onveranderd bleef op 2,8%. Dat is boven het doel van de Fed en rechtvaardigde volgens Fed-voorzitter Powell het enigszins restrictieve rentebeleid van de Fed. Volgens Powell deelde vrijwel het gehele beleidscomité de mening dat het restrictieve beleid van de Fed de economie niet overmatig afremt. Daarmee legde Powell de lat voor een renteverlaging in september hoger, ondanks het feit dat twee beleidsmakers nu al voor een renteverlaging stemden.

Het Amerikaanse arbeidsmarktrapport, dat twee dagen later gepubliceerd werd, schudde de verwachtingen voor renteverlagingen van de Fed echter weer flink op. De 73.000 nieuwe banen in juli waren tegenvallend, maar daar zou normaal gesproken nog wel mee zijn te leven. De enorme neerwaartse herziening van de banencreatie in mei en juni schetsten echter een flink zwakker beeld van de arbeidsmarkt. Per saldo bleek dat er de afgelopen drie maanden gemiddeld maar 35.000 banen te zijn bijgekomen.

Amerikaanse banengroei zwakker dan gedacht



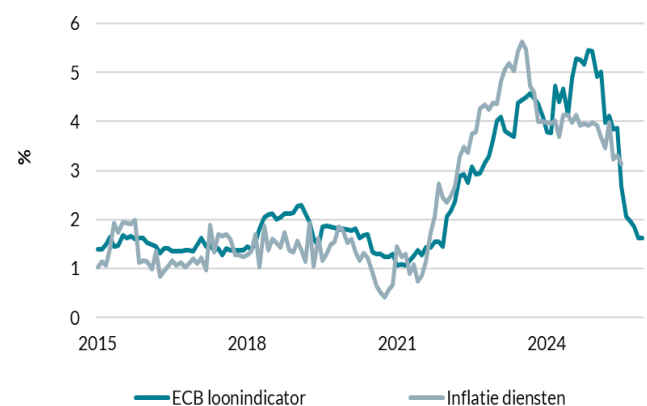
Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

Zo'n laag driemaands gemiddelde hebben we niet gezien sinds september 2010. De werkloosheid steeg naar 4,2%, ondanks dat het arbeidsaanbod afnam. De Amerikaanse president Trump ontsloeg op basis van deze cijfers het hoofd van het Bureau of Labor Statistics, de overheidsinstelling die verantwoordelijk is voor de inflatie- en arbeidsmarktcijfers. Een schadelijke actie die het vertrouwen in de Amerikaanse cijfers geen goed doet. Trump wil ook graag meer banen in de industrie, maar de ISM-index voor de sector gaf wat dat betreft slecht nieuws. De totale index daalde in juli naar 48, wat wijst op krimp. De werkgelegenheidscomponent van de index daalde tot 43,4. Met uitzondering van de coronapandemie het laagste niveau sinds de financiële crisis in 2008-2009.

Na de persconferentie van Powell vervloog de hoop van markten op een renteverlaging in september. Tot het eind van het jaar werd nog maar één renteverlaging ingeprijsd. Na het arbeidsmarktrapport zagen markten een renteverlaging in september toch weer als een zeer reële optie en ging de verwachting tot het einde van het jaar weer naar twee renteverlagingen. Aangezien er in augustus geen beleidsvergadering van de Fed is, hebben beleidsmakers de tijd om de ontwikkelingen even aan te kijken. En eventueel een draai te maken naar een renteverlaging in september. Daarvoor zou het arbeidsmarktrapport van augustus de zwakke cijfers van juli moeten bevestigen. Maar naast de staat van de arbeidsmarkt, is het ook van belang of de invoerheffingen duidelijker zichtbaar worden in de inflatiecijfers. Wij denken dat die inflatiecijfers de Fed in de weg zullen zitten. We verwachten hooguit nog één renteverlaging dit jaar.

De ECB hield de rente in juli onveranderd. Dat was voor het eerst sinds juli vorig jaar. Sindsdien heeft de ECB al een hele serie renteverlagingen ingevoerd. De beleidsrente is gedaald van 4% in juni 2024 tot de huidige 2%. Zoals hierboven beschreven, beginnen deze renteverlagingen een positief effect te hebben op de kredietverlening in de eurozone. De totale inflatie in de eurozone was in juli voor de tweede maand op rij 2,0%, precies het doel van de ECB.

Afname loongroei eurozone leidt tot lagere inflatie

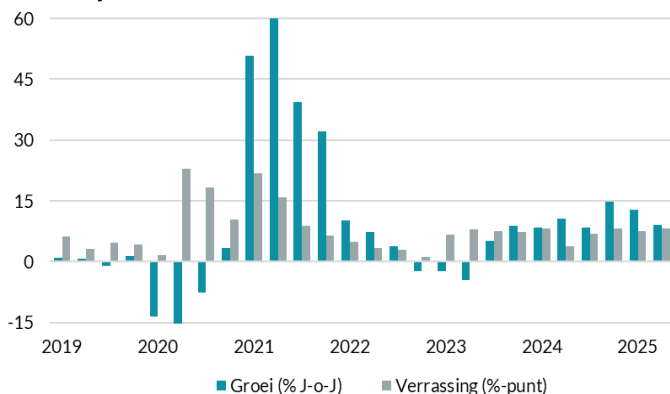


De kerninflatie lag met 2,3% nog iets hoger, maar de ECB verwacht dat deze ook richting 2% zal dalen. Het was bemoedigend te zien dat de inflatie in de dienstensector verder daalde naar 3,1%. Met mogelijke negatieve effecten van de Amerikaanse invoerheffingen bestaat de kans dat de inflatie onder 2% daalt. Dat zou verdere renteverlagingen vereisen. De ECB verwacht ook dat de inflatie volgend jaar onder de 2% zal dalen, maar ziet dat als tijdelijk. In een onzekere omgeving vanwege de Amerikaanse invoerheffingen is, nu de heffingen wat hoger uitvallen dan gedacht, de kans op een verdere verlaging van de ECB wel wat toegenomen. Maar voorlopig zal de bank de ontwikkelingen even aankijken. Opvallend in dit debat is ook de uitspraak in juli van de invloedrijke ECB-bankier Schnabel dat de lat voor een verdere renteverlaging zeer hoog ligt. Het zou dus zomaar kunnen dat de cyclus van renteverlagingen van de ECB afgerond is, hoewel we nog één renteverlaging zeker niet uitsluiten.

Winstcijfers steunen aandelen

Hoewel we het optimisme op aandelenmarkten opmerkelijk vinden in het licht van de handelsoorlog, komt het ook weer niet zomaar uit de lucht vallen. De winstcijfers van bedrijven over het tweede kwartaal van 2025 helpen mee. In de VS heeft twee derde van de bedrijven uit de S&P 500 gerapporteerd. Die bedrijven rapporteren een winstgroei van 8,1%, op een omzetgroei van 5,7%. Degelijke cijfers, waarbij aangetekend dat de winstgroei voor het tweede kwartaal op rij daalt. We verwachten dat deze daling in de tweede helft van het jaar door zal zetten. Toch valt de winstgroei dit kwartaal mee, er werd nauwelijks op enige winstgroei gerekend. De mate waarin winsten meevallen, zo'n 8%-punt dus, is vergelijkbaar met de voorgaande kwartalen.

Groei bedrijfswinsten VS daalt minder dan verwacht

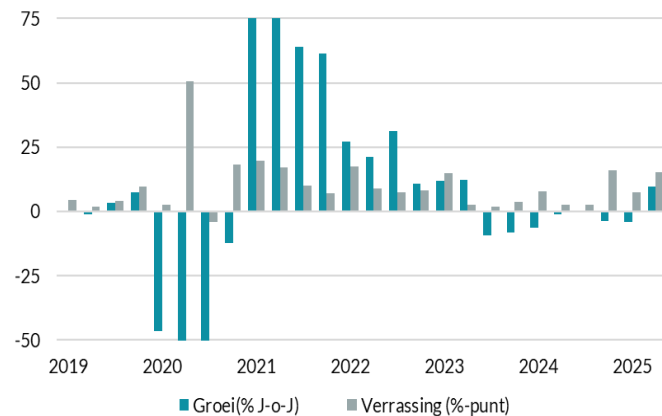


Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

De winstgroei komt vooral voor rekening van de sectoren financiële dienstverlening (+17%), informatietechnologie (+18%) en communicatiediensten (+18%). In de sector financiële dienstverlening hebben vooral de grote banken als Wells Fargo, Citi, Goldman Sachs en Morgan Stanley sterke winstgroei van 17 tot 38% laten zien, voor een belangrijk deel gedreven door inkomsten uit handelsactiviteiten. Volatile financiële markten hebben hierbij geholpen. Toch zijn niet de banken als geheel (+11%), maar juist de verzekeraars (+37%) verantwoordelijk voor de sterke winstgroei in de sector financiële dienstverlening. In de sector informatietechnologie helpt de sterke winstgroei van 24% van grootmacht Microsoft; in de sector communicatiediensten de sterke winstgroei van Alphabet (+22%) en Netflix (+47%). De sector duurzame consumptiegoederen boekte een bescheiden winstgroei. Daar wordt de sterke winstgroei van Amazon (+33%) deels teniet gedaan door een sterke winstdaling bij Tesla (-23%). De autoproducenten hebben het sowieso zwaar. Ook Ford (-21%) en General Motors (-17%) noteerden forse winstdalingen. De autobouwers hebben last van de invoerheffingen doordat ingevoerde onderdelen duurder worden. Maar de verkopen staan ook onder druk. Na een sterke stijging in maart in anticipatie op de invoerheffingen en na de bosbranden in Californië, zijn de autoverkopen drie maanden op rij gedaald. Vooruitkijkend voor de Amerikaanse aandelenindex als geheel zien we dat de negatieve winstherzieningen van analisten achter de rug zijn. Toch verwachten we de komende kwartalen afnemende winstgroei. Lagere economische groei zal druk zetten op omzetten en winstmarges. Oplopende inflatie houdt de nominale groei die sterk bepalend is voor de winstgroei weliswaar op peil, maar als die inflatie voornamelijk wordt gedreven door hogere invoerheffingen, hebben bedrijven daar meer last dan gemak van. Vandaar onze neutrale positie in Amerikaanse aandelen.

In Europa heeft iets meer dan de helft van de bedrijven uit de STOXX 600 gerapporteerd. Daar zien we tot nu toe een verrassend hoge winstgroei van 9,9%.

Bedrijfswinsten Europa verrassen positief



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

Verrassend, omdat op een lichte daling van de winsten was gerekend. De gerealiseerde winstgroei ligt tot nu toe ruim 15%-punt boven de verwachting. Verrassend ook omdat Europese beursgenoteerde bedrijven al jaren moeite hebben om hun winsten te laten groeien. Bovendien is de winstdynamiek negatief. Een forse meerderheid van de aandelenanalisten stelt de winstverwachting neerwaarts bij. Daarmee is ook het momentum van de verwachte winsten negatief. En traditioneel helpt ook een zwakke dollar niet voor de winstgevendheid van het Europese bedrijfsleven. Winsten behaald in de VS worden immers in euro's minder waard. In Europa springen de sectoren informatietechnologie (+63%), financiële dienstverlening (+33%) en basisindustrie (+19%) er positief uit. Waarbij aangetekend dat winstcijfers in Europa nogal eens vertekend kunnen worden door enkele uitschieters. Dit middelt vaak tegen het einde van het seizoen wel uit. Gezien de zwakke winstdynamiek in Europa houden we ook hier een neutrale wegging aan.

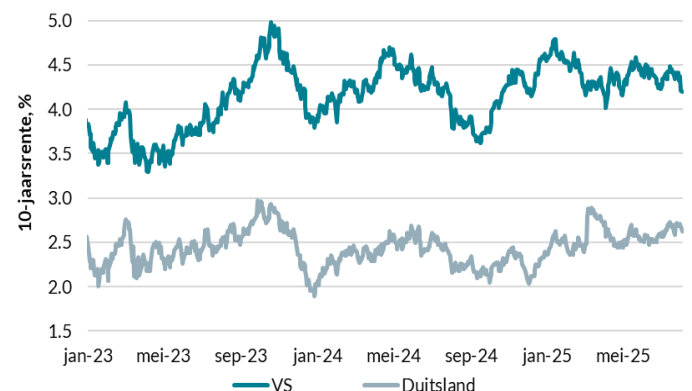
Beleggingsbeleid: in de VS van staats- naar bedrijfsobligaties

In ons beleggingsbeleid houden we vast aan een neutrale wegging voor aandelen. We vinden het sentiment op aandelenmarkten optimistisch gezien de onzekere effecten van de handelsoorlog. Begin augustus was na de per saldo tegenvallende handelsakkoorden een korte daling te zien, maar ook dit leken aandelenmarkten snel achter zich te laten. We verwachten een lastiger klimaat voor aandelen, met in de VS afnemende groei en toenemende inflatie. Ook in andere regio's zien we de groei onder druk komen van hogere invoerheffingen in de VS en daarmee afnemende groei van de wereldhandel. We vinden deze verwachting onvoldoende verdisconteerd in aandelenmarkten. In de VS is de risicopremie op aandelen, het verschil tussen het winstrendement op aandelen en de rente op tienjaars staatsobligaties, geheel verdwenen. Door de sterke performance van aandelen was het aandeel van deze

beleggingscategorie in onze portefeuilles toegenomen boven het niveau dat wij nog als neutraal beschouwen. We hebben besloten winst te nemen op deze drift en de aandelenpositie terug te brengen naar neutraal.

Binnen obligaties hebben we onze overwogen positie in Amerikaanse staatsobligaties teruggebracht van overwogen naar neutraal. Deze positie hing sterk samen met onze grote onderweging in Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties. We hebben hier een paar redenen voor. De eerste heeft te maken met het afdekken van wisselkoersrisico's, wat we bij obligaties standaard doen. Het afdekken van het dollarrisico is de afgelopen tijd duurder geworden. Daarmee is het couponrendement op Amerikaanse staatsobligaties in euro's, na afdekking van het wisselkoersrisico, gedaald. Dit couponrendement in euro's ligt momenteel lager dan dat van Duitse staatsobligaties met een vergelijkbare looptijd. Aangezien we in de VS noch in Duitsland grote rentebewegingen verwachten, vinden wij een overweging in de VS ten opzichte van Duitsland niet te rechtvaardigen. Met het risico dat in de VS de rente gaat oplopen als beleggers zich meer zorgen gaan maken over het grote begrotingstekort.

Rente staatsobligaties VS minder aantrekkelijk door hoger kosten afdekken wisselkoersrisico



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

We hebben de opbrengst deels belegd in staatsobligaties van landen in de eurozone en deels in Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties. We vinden deze laatste beleggingscategorie duur, wat tot uiting komt in een lage risico-opslag. Met de lage risico-opslag hoeft deze maar een beetje uit te lopen om te zorgen voor een lager rendement op bedrijfsobligaties dan op staatsobligaties. Maar het is de vraag wat die risico-opslag zou moeten doen uitlopen. Dat zou het geval zijn in een recessie, maar dat is niet wat we voorzien. En met de toenemende zorgen over het Amerikaanse begrotingstekort, is de relatieve aantrekkelijkheid van bedrijfsobligaties toegenomen. Terwijl de staatschuld in de VS de afgelopen jaren is toegenomen ten opzichte van het BBP, is de schuldquote van het bedrijfsleven juist gedaald. We zijn overigens niet direct enthousiast over investment grade

bedrijfsobligaties. We blijven onderwogen in de VS en overwogen in de eurozone. Maar we hebben de onderweging in de VS wel verkleind. Per saldo resulteert dit nog steeds in een onderwogen positie in investment grade bedrijfsobligaties.

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Neutraal
In juli hield het positieve sentiment op aandelen over het algemeen aan. De wereldwijde index van MSCI genoteerd in Amerikaanse dollars steeg met 1,3%. Aandelen uit opkomende markten boekten een winst van 1,7%. De S&P 500 steeg 2,2% en boekte zelfs elf keer een nieuw record. Europa bleef, gemeten in euro's, achter met een stijging van 0,9%. De regio Pacific boekte, in dollars, een verlies van 0,5%. Relatieve rust in de handelsoorlog hielp aandelenmarkten voor een groot deel van de maand. Pas aan het einde van de maand kregen aandelenmarkten last van de aankondiging van hogere Amerikaanse invoerheffingen dan verwacht, maar de schade bleef beperkt. Het optimisme werd ook gedreven door degelijke winstcijfers, ondanks dat de effecten van de handelsoorlog bij verschillende bedrijven zichtbaar werden. Wij hebben winst genomen op de overwogen positie die was ontstaan door de outperformance van aandelen. We hebben daarmee 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. Onze visie dat in de VS een recessie kan worden voorkomen, weerhoudt ons van een onderweging.	
Staatsobligaties	Overwogen
In juli steeg de tweejaarsrente in de VS met 23 basispunten en de tienjaarsrente met 13 basispunten. In het VK waren de rentestijgingen iets kleiner, respectievelijk 5 en 8 basispunten. In Duitsland steeg de tweejaarsrente met 9 basispunten en de tienjaarsrente met 10 basispunten. De economische groei is in de VS in de eerste helft van het jaar vertraagd, maar de Fed kijkt naar de werkloosheid die vrij stabiel is en de inflatie die nog boven het doel van de Fed ligt en naar verwachting gaat oplopen door de invoerheffingen. Dat houdt de ruimte voor renteverlagingen beperkt. Waarmee we ook geen duidelijk neerwaartse trend zien in de Amerikaanse tienjaarsrente. Door de gestegen kosten voor het afdekken van het wisselkoersrisico van de dollar ten opzichte van de euro, vinden we Amerikaanse staatsobligaties minder aantrekkelijk geworden. We hebben onze overwogen positie afgebouwd naar neutraal. In de eurozone loopt de cyclus van renteverlagingen door de ECB op zijn einde. Met een kwakkelende economie en een inflatie rond het doel van de ECB wordt nog net één renteverlaging ingeprijsd. Dit achten we redelijk, aangezien de ECB al een hele serie renteverlagingen heeft doorgevoerd en de effecten daarvan zichtbaar beginnen te worden. We denken dat de ruimte voor een lagere tienjaarsrente in Duitsland beperkt is mede vanwege het ruimere begrotingsbeleid aldaar. Onze overwogen positie in staatsobligaties wordt gedreven door onze terughoudende visie op de groei wereldwijd.	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
Met 7 basispunten in de VS en 13 basispunten in de eurozone waren de dalingen in de risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties in juli beperkt, maar wel iets groter dan in juni. Het was wel de derde maand op rij dat de risico-opslagen daalden. In de VS hebben we onze onderweging teruggebracht vanwege de bestendigheid van deze beleggingscategorie de afgelopen jaren. 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 en de inflatie niet te ver oplopen. Dat vinden we in de VS nog steeds een risico, dus daar blijven we onderwogen. 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. Ook na de aanpassing is de onderweging in de VS groter dan de overweging in de eurozone, wat per saldo resulteert in een onderwogen positie.	
Bedrijfsobligaties high yield	Onderwogen
De dalingen van de risico-opslagen op high yield bedrijfsobligaties waren in juli groter dan die op investment grade; in de VS 10 basispunten en in de eurozone 38 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 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 juli met 9 basispunten tot 7,4%. De onderliggende rente op Amerikaanse staatsobligaties steeg iets, maar dat werd overtroffen door de dalende risico-opslag. Beleggers krijgen vanuit de risico-opslag een extra rendement van 315 basispunten ten opzichte van de Amerikaanse rente, iets minder dan het gemiddelde over de afgelopen vijf jaar (399 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 invoerheffingen kunnen zorgen voor een afzwakkende groeidynamiek. De rentevergoeding voor een mandje staatsobligaties van opkomende landen, uitgegeven in lokale valuta, bleef in juli 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 6,0% in het algemeen laag ten opzichte van rentes in ontwikkelde landen. Bovendien kunnen lokale valuta onder druk komen te staan door Amerikaanse invoerheffingen.	
Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
Het beeld bij beursgenoteerd vastgoed was in juli overwegend negatief. In zowel de VS als Europa waren dalingen te zien, hierbij was de daling in Europa (en het VK) sterker dan in de VS. In Europa heeft het handelsbeleid van de VS een licht deflatoir effect. Maar we verwachten geen grote rentebewegingen en daarmee ook weinig effecten op Europees vastgoed. Dit mede vanwege het ruimere begrotingsbeleid in Duitsland en zorgen omtrent het begrotingstekort in het VK. 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. We hebben een voorkeur voor Europa: een stagflatiescenario in de VS is een risico en 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 daalde in juli met 0,5%. De prijs van een vat Brent olie steeg met 7,3%. Dat kwam vooral door een korte opleving aan het einde van de maand als gevolg van mogelijke sancties vanuit de VS richting afnemers van Russische olie. Met de aankondiging van hogere productiequota door de olieproducerende OPEC-landen, werd de stijging begin augustus alweer ongedaan gemaakt. Een vertraging van de wereldhandel door de handelsoorlog en voldoende aanbod van olie zet potentieel een neerwaartse druk op olieprijsen. De stijging van de olieprijs werd gecompenseerd door een daling van de prijs van basismetalen. Dat past meer bij een vertragende wereldhandel en beperkte groei in China. De prijs van goud, die we hoog vinden ten opzichte van rentes en andere grondstoffen, was voor de derde maand op rij vrijwel onveranderd. 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)	1237	0.3%	9.3%	10.4%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	4073	0.3%	9.3%	9.8%
Opkomende markten (MSCI EM)	1237	0.4%	9.2%	15.0%
Verenigde Staten (S&P 500)	6330	0.8%	11.3%	7.6%
Eurozone (EURO STOXX 50)	559	-0.1%	1.2%	10.7%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	9128	3.5%	6.2%	11.7%
Japan (Topix)	2916	3.1%	8.5%	4.7%
Nederland (AEX)	889	-2.2%	-1.0%	1.2%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	4.20	-14	-11	-37
Japan	1.51	7	26	42
Duitsland	2.63	6	11	27
Frankrijk	3.29	1	5	10
Italië	3.47	0	-17	-6
Nederland	2.80	1	4	20
Verenigd Koninkrijk	4.51	-4	2	-6

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	82	2	-24	0
Eurozone	81	-4	-27	-20

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	302	-11	-58	10
Eurozone	282	1	-83	-29
Opkomende markten (USD)	311	5	-46	-14
Opkomende markten (Lokale valuta)	218	14	-1	16

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereld	-1.3%	0.9%	4.1%
Noord-Amerika	-1.5%	-1.3%	-2.3%
Europa	-1.9%	-1.6%	2.4%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Bloomberg index	-2.9%	-1.0%	1.7%
Basismetalen	-6.8%	-1.2%	-0.6%
Brent olie (USD per vat)	68.79	12.1%	-8.0%
Goud (USD per troy ounce)	3374	3.4%	28.5%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 4 augustus 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