



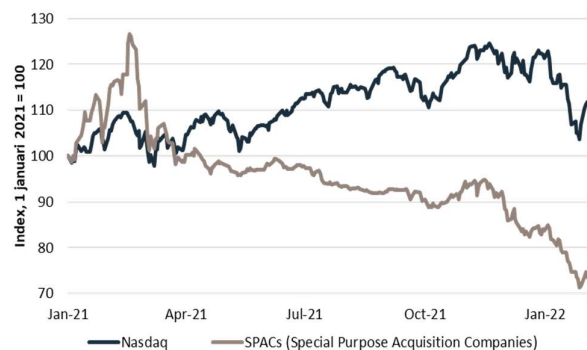
Visie op asset allocatie

FEBRUARI 2022

- Fed schakelt nog wat bij na hoge inflatiecijfers; geen troost voor beleggers
- ECB lijkt markten voor te bereiden op beleidswijziging
- Economische groei tijdelijk in een dip
- Beleggingsbeleid: vasthouden aan positieve visie op aandelen

“Zoals januari gaat, zo gaat het jaar” luidt een oude beurswijsheid. En oppervlakkig gezien lijkt dat ook zo voor de S&P500 vanaf 1964 en de AEX vanaf 1984. Voor beide beurzen geldt namelijk dat in zo'n twee derde van de jaren een positieve maand januari gevolgd wordt door een positief jaar of een negatieve januari door een negatief jaar. Maar dit komt vooral door de positieve gevallen. In ruim de helft van de jaren is zowel januari als het jaar positief. Beurzen gaan nou eenmaal vaker omhoog dan omlaag. Zelfs als januari negatief is, is er een iets grotere kans op een positief jaar dan op een negatief jaar. Kortom, er is nog hoop voor 2022.

Hardste klappen in meest speculatieve hoeken



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Want, door corona, inflatie, monetair beleid en rentevrees was januari negatief voor aandelen. Vooral in de meest speculatieve hoeken van markten,

zoals verlieslatende Tech bedrijven, meme-stocks en SPACs vielen harde klappen. De index van MSCI voor de geïndustrialiseerde landen verloor ruim 5%, waarbij Europa de schade iets meer wist te beperken dan de VS. Opkomende markten begonnen het jaar goed, maar sloten de maand af met een verlies van 2%. In de VS steeg de korte rente harder dan de lange, met als gevolg een vlakkere rentecurve. In Duitsland werd de rentecurve juist wat steiler, waarbij de 10-jaars rente voor het eerst sinds mei 2019 weer positief is.

De onrust kan nog even aanhouden, zolang niet duidelijk is wanneer de piek in de inflatie zal worden bereikt en hoe snel de monetaire teugels zullen worden aangetrokken. Maar wij zien ook positieve ontwikkelingen. De corona-pandemie heeft een fase bereikt waarin het minder invloed heeft op de samenleving en de economie. Bedrijfswinsten groeien over het algemeen sterker dan verwacht. En de waardering van aandelen is behoorlijk afgekomen. Daarom houden wij vast aan onze overweging in aandelen.

Inflatie blijft hardnekkig hoog

De onrust op financiële markten wordt vooral veroorzaakt door de hoge inflatie en de gevolgen voor het monetaire beleid. Er wordt nu al een tijdje gezegd dat de inflatie zal gaan dalen, maar die is tot nu toe alleen maar verder opgelopen. In de VS steeg de inflatie in december naar 7,1%. In de eurozone

werd verwacht dat de inflatie in januari zou gaan dalen, maar steeg ze juist tot 5,1%. Naast het verschil in hoogte tussen de VS en de eurozone zijn er ook verschillen in de breedte. In de eurozone daalde de kerninflatie (geschoond voor volatiele voedsel- en energieprijzen) naar 2,3%. De helft van de inflatie in de eurozone wordt dus veroorzaakt door voedsel en energie, met name energie. In de VS bedraagt de kerninflatie 5,5% en is de inflatie daarmee breder en structureler. Verschillen zien we ook op de arbeidsmarkt. In beide regio's is de werkloosheid gedaald tot zeer lage niveaus, maar doordat in de VS minder mensen zich aanbieden voor werk, is de arbeidsmarkt veel krappere. Met als gevolg snellere loonstijgingen.

Kerninflatie daalt niet of nauwelijks



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Maar de hamvraag blijft, wanneer gaat die inflatie nou eindelijk eens dalen? Uit enquêtes onder ondernemingen blijkt dat de problemen in productieketens langzaam wat beginnen te verbeteren. En getuige de flink gedaalde prijzen voor zeetransport in bulk begint ook daar de krapte af te nemen. Bij prijzen voor containervervoer over zee is dat nog minder zichtbaar. Ruimer aanbod van goederen moet gaan leiden tot lagere inflatie. Aan de andere kant, als de vraag naar diensten toeneemt, kan daar wel juist inflatie ontstaan, zeker als de lonen ook stijgen. Dit zien we als een groter gevaar voor de VS dan voor de eurozone. Hoe dit allemaal zal uitpakken, is zeer moeilijk te voorzien, maar het lijkt erop dat de piek in de inflatie op zijn vroegst in februari of maart zal liggen. Maar voor we weten of dat echt de piek was, zijn we zo twee maanden verder.

Energieprijzen werken nog niet echt mee. Mede door de spanningen rond Oekraïne en moeite bij de

olieproducerende landen om productiedoelstellingen te halen, is de olieprijs opgelopen tot boven de 90 US dollar per vat, het hoogste niveau sinds 2015. Gasprijzen daalden recentelijk wat toen bleek dat Rusland gasleveranties aan Europa omleidt, maar zijn nog altijd vier keer zo hoog als een jaar geleden. Rusland voldoet wel aan haar contractuele verplichtingen, maar levert daarnaast mondjesmaat op de spotmarkt. Dat gebeurde voorheen in hogere mate. Voor alle prijzen, en dus ook voor gas en olie, is niet het niveau van de prijzen belangrijk, maar de jaarlijkse verandering. Die is voor gas wat aan het afnemen, maar voor olie nog niet. Maar voor beide geldt dat de recente prijsontwikkelingen nog enige tijd zullen doorwerken in de inflatie. Kortom, we komen wellicht in de buurt van de piek in de inflatie, maar we zijn daar nog niet helemaal.

Fed nóg agressiever

Elke keer na een agressievere toon zou je denken dat de Fed wel duidelijk heeft gemaakt dat de Amerikaanse centrale bank snel afscheid zal nemen van het uitermate ruime monetaire beleid. Maar na de beleidsvergadering van eind-januari deed Fed-voorzitter Powell er toch nog maar eens een schepje bovenop. In de persconferentie na de meeting werd van Powell verwacht dat hij een renteverhoging in maart zou aankondigen maar, gezien de onrust op aandelenmarkten, toch ook een wat sussende toon zou aanslaan. Dat bleek niet het geval. Powell zei dat de eerste renteverhoging eraan komt en dat het gehele beleidscomité van mening is dat een renteverhoging in maart passend is.

Verwachtingen voor de Fed lopen verder op



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen



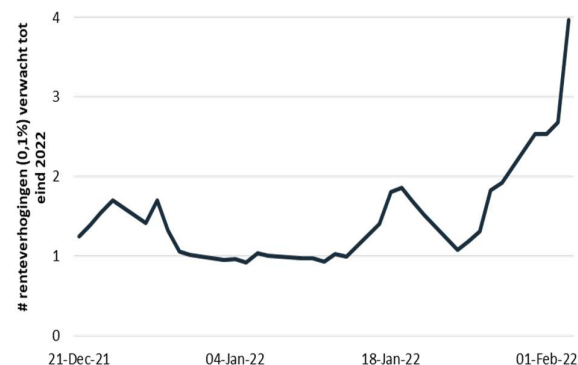
Duidelijker kan een centrale bankier het niet zeggen. Hij zei ook nog wel dat de Fed kijkt naar álle risico's en dat de Fed flexibel is en snel kan schakelen, maar toen hij aangaf dat hoge inflatie, sterke groei en een krappe arbeidsmarkt noodzaken tot snellere renteverhogingen dan in het verleden, was het voor aandelenbeleggers wel duidelijk dat ze voorlopig geen steun van de Fed hoeven te verwachten. Inmiddels worden in de VS al vijf renteverhogingen ingeprijsd en wordt een eerste stap van 50 basispunten of twee achtereenvolgende stappen niet meer uitgesloten. Daarmee lijkt de piek van het inprijzen van renteverhogingen door de Fed ook in zicht te komen. Er zou nog wel iets bij kunnen komen, maar de bulk is toch wel verwerkt. Het tekent de kracht van de trend in aandelenmarkten dat dit leidde tot een daling van nog geen 10% voor de S&P500.

Bereidt ECB markten voor op verandering?

Waar de ECB steeds maar niets wilde weten van hardnekkige inflatie en renteverhogingen, was de toon tijdens de persconferentie van begin februari anders. Op zich kondigde de ECB kondigde niks nieuws aan. Het nood-opkoopprogramma wordt in maart afgebouwd. Voor een soepele overgang zal het reguliere opkoopprogramma tijdelijk worden verhoogd. Er is geen einddatum voor het opkopen van obligaties. Maar dat kan gaan veranderen. ECB-president Lagarde uitte bezorgdheid over de hoge inflatie, met op korte termijn vooral ook opwaartse risico's. Dus zijn renteverhogingen wellicht nodig. De ECB wil echter eerst de obligatie-opkopen stoppen en daarna pas de rente verhogen, net als de Fed. Dus moet de ECB eerst een afbouw van het opkoopprogramma aankondigen. Lagarde's opmerking dat het opkoopprogramma in maart zal worden beoordeeld, lijkt een hint dat er wellicht al na de volgende beleidsvergadering een aankondiging komt. Of daar al een precieze datum zal worden genoemd, is nu nog moeilijk te zeggen. Als de ECB inderdaad ergens tussen juli en september stopt met het opkopen van obligaties, zet dat de deur open naar een renteverhoging voor het einde van het jaar. Voor die renteverhogingen zijn de inflatieramingen van de ECB cruciaal. Als de ECB in maart nieuwe ramingen publiceert waarin de inflatie naar 2% beweegt, lijkt een renteverhoging onvermijdelijk. Lagarde zei in december nog de rente in 2022 niet te

gaan verhogen, maar dat was op basis van de condities toen. Als de condities (lees: de hoogte van de inflatie) veranderen, past ook Lagarde haar voornemens aan.

Ook hogere verwachtingen voor de ECB



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

De Bank of England hoefde de markten nergens op voor te bereiden. Een renteverhoging begin februari werd alom verwacht. Het nieuws was vooral dat het maar een haar scheelde of de rente was met 50 basispunten verhoogd, in plaats met de 25 die nu doorgevoerd zijn. Met inflatie die in het VK tot boven de 7% kan gaan oplopen, verwachten markten nog 5 renteverhogingen van 25 basispunten per stuk dit jaar.

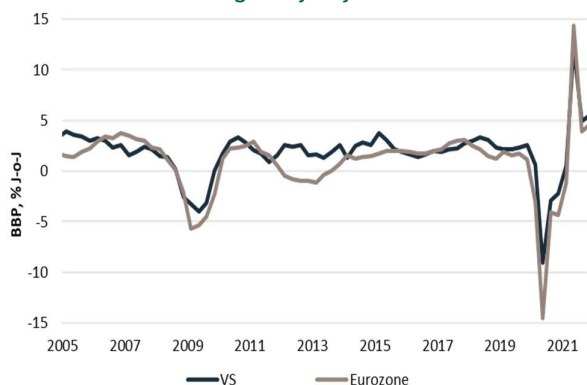
Nu een dipje, later groei

De economische groeicijfers voor de VS en de eurozone over het vierde kwartaal geven aanleiding tot optimisme, maar tonen ook de risico's aan. In de VS groeide de economie met 1,7% ten opzichte van het derde kwartaal, of met bijna 7% geannualiseerd, zoals de Amerikanen zeggen. Van die 7% kwam echter 5% door het opbouwen van voorraden. Dat is over het algemeen geen type groei dat lang aanhoudt. De voorraden zijn nog steeds laag in de VS, dus deze voorraadcyclus kan iets langer duren en genereert ook weer afgeleide groei. Consumenten steunden de groei met ruim 2%-punt. Dat is meer dan in het derde kwartaal, maar minder dan in het supersterke eerste halfjaar van 2021. Bovendien zat de groei van de consumptie vooral in het eerste deel van het vierde kwartaal. In november en december daalde de consumptie zelfs, wat automatisch leidt tot



een zwak begin van 2022. Opvallend is de matige groei van de bedrijfsinvesteringen, die slechts 0,3%-punt bijdroegen. Voor woningen was de bijdrage zelfs nul. Dit terwijl de omstandigheden voor investeringen gunstig zijn: bedrijfswinsten zijn hoog, financieringsvoorwaarden gunstig en er is krapte in productieketens en op de woningmarkt. Wij denken dan ook dat de zwakte in de investeringen voor een belangrijk deel te maken heeft met krapte aan materialen, werknemers en halffabricaten. Al met al is het duidelijk dat de economie van de VS het groeicijfer van het vierde kwartaal niet kan vasthouden. Gezien de verzwakkende consumptie kan de groei in het eerste kwartaal een heel eind richting nul dalen.

Groei VS en eurozone gaat tijdelijk dalen



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

In de eurozone groeide de economie met 0,3% ten opzichte van het derde kwartaal. In Duitsland, wat het meest last heeft van aanbodproblemen in de industrie, kromp de economie, maar in Frankrijk, Italië en vooral Spanje was forse groei te zien. Een groei van 0,3% lijkt niet zoveel, maar wijkt niet veel af van het langere termijn groeitempo van de eurozone. En dat vinden wij dan toch knap in een kwartaal waarin de samenleving geteisterd werd door een delta- en een omikron-golf van het coronavirus. Ook de eurozone zal waarschijnlijk door een matig eerste kwartaal heen moeten.

Na het eerste kwartaal verwachten we wel weer sterkere groei. De afgelopen weken is de ontwikkeling van de corona-pandemie alvast zodanig dat we er in het maatschappelijk leven minder door worden beperkt. En dat zal richting de lente hopelijk verder verbeteren. Ondertussen gaat

het economisch herstel door. Dat is te zien aan de zeer krappe arbeidsmarkt in de VS, die op termijn wel weer herintreders zal aantrekken. Ook in de eurozone stijgt de werkgelegenheid flink en daalde de werkloosheid in december tot 7%, het laagste niveau sinds het bestaan van de eurozone. De sterke inkomensgroei in de VS en de eurozone wordt nu nog tenietgedaan door stijgende inflatie, maar als die gaat dalen, dan ontstaat er wel weer meer bestedingsruimte. Bovendien hebben gezinnen aan beide zijden van de oceaan flinke besparingen opgebouwd.

Voorlopende indicatoren zijn over het algemeen wat gedaald, maar wijzen nog op groei. Maar dus wel iets minder snelle groei. Dit geldt bijvoorbeeld voor de gecombineerde inkoopmanagersindex voor de hele economie van de VS en de eurozone. Vooral in de VS kreeg het vertrouwen in de dienstensector een flinke tik. Omikron sloeg wat dat betreft wat harder toe in de VS dan in de eurozone. Opvallend was dat het vertrouwen in de industrie in de eurozone juist steeg. Wat ook geldt voor de belangrijke Duitse Ifo-indicator.

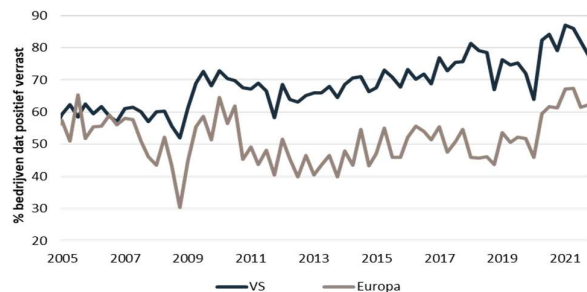
Degelijke bedrijfscijfers

Aandelenmarkten kijken vooruit en kunnen dat doen naar economieën die zich zullen gaan ontdoen van het juk van corona. Maar daarbij is het wel prettig als er ook bevestiging komt van actuele cijfers, vooral bedrijfswinsten. En die bevestiging komt er tot nu toe van de cijfers over het laatste kwartaal van 2021. In de VS, waar bijna een derde van de bedrijven de resultaten over het vierde kwartaal heeft gerapporteerd, weet bijna 80% van deze bedrijven de winstverwachtingen te overtreffen. Dat is minder dan in de drie voorgaande supersterke kwartalen, maar historisch gezien nog altijd zeer hoog. In totaal overtreffen de winsten de verwachtingen met 5%, wat vrij normaal is. De winstgroei neemt af, nu er minder sprake is van positieve basiseffecten (lage winsten een jaar eerder), maar is nog altijd 30% ten opzichte van het vierde kwartaal van 2020. In de eurozone hebben nog maar weinig bedrijven gerapporteerd. De winsten groeien met bijna 65%, aangezien hier nog wel positieve basiseffecten zijn. De winsten overtreffen de verwachtingen tot nu toe met 4%, maar dat kan nog snel veranderen als meer bedrijven rapporteren.



Met de hoge inflatie kijken beleggers uiteraard met argusogen naar de winstmarges. Kunnen bedrijven de oplopende kosten doorberekenen en de marges op peil houden? Dat is uiteraard gemakkelijker in een algehele inflatoire omgeving, maar toch iets om goed in de gaten te houden. We zien hier in de VS wat tegenstrijdige ontwikkelingen. De marges dalen wel wat, maar komen hoger uit dan verwacht. Analisten gingen dus uit van sterkere dalingen. Die daling van de marges is al een aantal kwartalen aan de gang, maar de marges liggen wel boven niveaus die voor de corona pandemie gebruikelijk waren. In elk geval is de daling van de marges nog niet zodanig dat het winstgroei in de weg staat.

Winstcijfers overtreffen verwachtingen



Bron: Factset, Van Lanschot Kempen

Wat ook opmerkelijk is, is dat ondanks de positieve verrassingen in de cijfers over het vierde kwartaal, de verwachtingen voor het eerste kwartaal niet worden verhoogd. Die verwachtingen liggen nu zelfs iets lager dan de realisatie over het vierde kwartaal. Dat impliceert wel een behoorlijk negatief economisch scenario. Er lijkt dus ruimte voor positieve bijstellingen van de winstverwachtingen voor het eerste kwartaal. Zeker aangezien verreweg de meeste bedrijven in de VS positief zijn over de toekomst.

Beleggingsbeleid ongewijzigd

Gedurende de onrust op aandelenmarkten hebben we vastgehouden aan onze positieve visie op aandelen. Een correctie van 10% is niet eens excessief gezien de snelle draai die de Fed heeft gemaakt. Dat tekent de sterke onderliggende trend op aandelenmarkten. Maar markten hebben ook iets om naar uit te kijken, namelijk heropening van

economieën en aantrekkende groei. Diepe, langdurige dalingen van aandelenmarkten komen vrijwel alleen voor bij economische recessies. Uiteraard hebben we oog voor de risico's. Voorop inflatie en een minder ruim monetair beleid in de VS. Dat brengen we in het beleid tot uitdrukking door de overweging in Europese aandelen te concentreren. Europese aandelen hebben de afgelopen weken minder te lijden gehad onder de rentevrees dan Amerikaanse. De geopolitieke situatie rond Oekraïne zien we als een beperkt risico. Over het algemeen geldt bij conflicten dat financiële markten pas negatief reageren als energieleveranties (langdurig) in gevaar komen. Dat is nu niet ondenkbaar, maar we gaan er vanuit dat noch Rusland, noch de Europese Unie belang hebben bij het stopzetten van gasleveranties.

Aandelenmarkten worden ook gesteund door de ontwikkelingen op obligatiemarkten. De lage rentes maken aandelen relatief aantrekkelijk. De risicopremie op aandelen is te benaderen door het winstrendement (de winst per aandeel ten opzichte van de koers, oftewel omgekeerde van de koers-winstverhouding) te vergelijken met de rente op staatsobligaties. In de VS is die risicopremie op basis van verwachte winsten 3,9%; precies gelijk aan het langjarig gemiddelde. In Europa is de premie maar liefst 6,75%, ruim boven het langjarig gemiddelde. Aandelenbeleggers worden dus beloond voor het nemen van risico. Daarbij komt nog dat het rendementsrisico op obligaties asymmetrisch is. Vanwege lage rentes en een grotere kans op oplopende rentes dan verdere dalingen, is de kans op een laag of negatief rendement groter dan die op een hoog of positief rendement. Dergelijke overwegingen maken aandelen nog steeds een relatief aantrekkelijke belegging.



Marktoverzicht

Aandelen				
	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereldwijd (MSCI AC)	1213	-3.4%	-2.7%	-3.4%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3114	-3.6%	-2.6%	-3.6%
Opkomende markten (MSCI EM)	1213	-1.5%	-4.0%	-1.5%
Verenigde Staten (S&P500)	4589	-3.7%	-0.9%	-3.7%
Eurozone (EURO STOXX 50)	4222	-1.8%	-1.7%	-1.8%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7583	2.7%	4.2%	2.7%
Japan (Topix)	1937	-2.8%	-4.7%	-2.8%
Nederland (AEX)	766	-4.1%	-5.8%	-4.1%
Staatsobligaties (10-jaar)				
	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	1.78	27	23	27
Japan	0.18	11	10	11
Duitsland	0.04	22	21	22
Frankrijk	0.45	25	27	25
Italië	1.28	-2	-31	-2
Nederland	0.17	20	20	20
Verenigd Koninkrijk	1.26	29	22	29
Bedrijfsobligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	105	13	18	13
Eurozone	104	9	16	9
Hoogrentende obligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	326	43	32	43
Eurozone	347	29	28	29
Opkomende markten (USD)	379	11	18	11
Opkomende markten (Lokale valuta)	313	-28	-56	-28
Vastgoed				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereld		-4.6%	-0.4%	-4.6%
Noord-Amerika		-5.4%	1.7%	-5.4%
Europa		-2.0%	0.3%	-2.0%
Grondstoffen				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Bloomberg index		11.2%	5.8%	11.2%
Basismetalen		3.8%	6.9%	3.8%
Brent olie (USD per vat)	89.47	15.7%	10.2%	15.7%
Goud (USD per troy ounce)	1810	-1.0%	1.2%	-1.0%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 3 februari 2022

Bron: Bloomberg



Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie

Aandelen

Positief

Aandelen hebben in januari behoorlijk last gehad van hoge inflatie, afnemende groei, een toenemend agressieve toon van de Fed en rentevrees. Maar uiteindelijk lijkt de schade beperkt, wat de sterke onderliggende trend tekent. Natuurlijk, hoge inflatie, minder ruim monetair beleid, minder liquiditeit die in het financiële systeem wordt gebracht en oplopende rentes vormen risico's voor aandelen. Maar die risico's zijn ook al voor een deel verdisconteerd. Gemeten met een aantal verschillende waarderingsmaatstaven naar de eigen historie zijn aandelen uit opkomende markten en de Pacifische regio neutraal gewaardeerd. Europese aandelen zijn nog wat bovengemiddeld duur en Amerikaanse aandelen het duurst. Tussen Europa en de VS zien we extreme waarderingsverschillen. Naast de risico's zijn er positieve factoren, zoals het vooruitzicht van economische groei en winstgroei. Waarde-aandelen zijn ook oververtegenwoordigd in sectoren die veel last hebben gehad van de coronapandemie. Waarde-aandelen hebben een flinke sprong gemaakt ten opzichte van groeiaandelen, maar we denken dat deze beweging nog wat verder kan gaan. Onze overweging in aandelen bestaat geheel uit Europese aandelen, waar waarde-aandelen sterker zijn vertegenwoordigd. Aandelen uit opkomende markten zijn aantrekkelijk gewaardeerd ten opzichte van de VS, maar er is niet veel verschil ten opzichte van Europa of Japan. Met negatieve risico's rond de Chinese economie houden we vast aan een neutrale positie.

Staatsobligaties

Negatief

Centrale banken in de VS en het VK hebben de afgelopen maanden een flinke draai gemaakt richting afbouw van het zeer ruime monetaire beleid. In het VK is de rente al twee keer verhoogd. In de VS worden de steunaankopen versneld afgebouwd en worden voor dit jaar vijf renteverhogingen ingeprijsd. De ECB verlaagt in elk geval haar steunaankopen dit jaar. Geheel stopzetten daarvan en renteverhogingen zijn niet langer uit te sluiten. Toch zijn kapitaalmarktrentes nog zeer laag. Zeker als ook de positieve groeivoorzichten en de inflatieontwikkeling in ogenschouw worden genomen. In de VS is begin dit jaar de piek van vorig jaar gepasseerd en staat de rente nu op 1,8%. In Duitsland noteert de kapitaalmarktrente voor het eerst sinds mei 2019 weer positief. In het VK noteert de rente eind januari even de 1,35% aan. Met minder ruim monetair beleid, positieve groeivoorzichten en geleidelijk dalende inflatie, voorzien we licht stijgende kapitaalmarktrentes. Met de huidige lage rentestanden, betekent dat lage of negatieve rendementen op staatsobligaties. We denken dat de opwaartse druk op de rente in de VS het grootst is.

Bedrijfsobligaties Investment Grade

Neutraal

In januari hadden Investment Grade bedrijfsobligaties te lijden onder de onrust op financiële markten, hoewel de schade beperkt bleef. De risico-opslagen liepen in de VS op met 14 basispunten en in de eurozone met 10 basispunten. Dat risico-opslagen in de VS sterker opliepen dan in de eurozone onderschrijft het beeld dat financiële markten zich meer zorgen maken om de toon van de Fed dan om de geopolitieke ontwikkelingen rond Oekraïne. Er is echter zeker geen sprake van stress op de markt voor bedrijfsobligaties, risico-opslagen zijn historisch gezien laag. Bedrijven in deze categorie zijn over het algemeen winstgevend en financieel gezond. Wanbetalingen zijn laag. Hoewel de kredietopslagen beperkt zijn, verwachten we geen significante toename. Vooral niet in de eurozone. De economische vooruitzichten blijven degelijk tot goed. Hoewel het tempo van steunaankopen door de ECB waarschijnlijk zal afnemen in 2022, blijft de ECB obligatiemarkten wel steunen. De afbouw van obligatie-opkoopprogramma's en renteverhogingen in de VS kunnen kredietopslagen in de loop van 2022 wat hoger duwen. Onze neutrale visie reflecteert vooral dat we geen grote bewegingen in risico-opslagen voorzien. Het risico op hogere onderliggende kapitaalmarktrentes komt tot uiting in onze onderweging van staatsobligaties.

Bedrijfsobligaties High Yield

Positief

Kredietopslagen in het High Yield segment stegen sneller dan die in het Investment Grade segment, wat logisch is gezien de grotere volatiliteit van deze obligaties. Ook hier was de stijging in de VS met 59 basispunten hoger dan de 36 basispunten in Europa. Al met al wisten High Yield bedrijfsobligaties het ook niet droog te houden in januari. Kredietbeoordelaars hebben hun verwachtingen omtrent wanbetalingen stelselmatig naar beneden bijgesteld. Wij denken dat het huidige economisch herstel voldoende zal zijn om de lage verwachtingen wat betreft wanbetalingen waar te maken. Vandaar dat we de huidige kredietopslagen van High Yield momenteel nog als licht aantrekkelijk beoordelen, met een voorkeur voor Europa vanwege lagere kredietrisico's. In de eurozone ligt de verhouding tussen de High Yield opslag en de kredietopslag van Investment Grade bedrijfsobligaties boven het vijfjarig gemiddelde.

Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

Wereldwijd was de daling van beursgenoteerd vastgoed met 5,0% in januari precies gelijk aan aandelen. In de VS kwam de hoge rentegevoeligheid van vastgoed wel tot uitdrukking in de performance, aangezien vastgoed daar per saldo harder daalde dan aandelen. De afgelopen periode leidden sectoren zoals logistiek, datacenters en opslagruimtes de weg voor het herstel in geïndustrialiseerde landen ondanks de hoge waarderingen van deze sectoren. Gesteund door ontwikkelingen van meer online winkelen en thuiswerken is de bezettingsgraad zeer hoog. De drang van bedrijven om te gaan opereren met hogere voorraadniveaus biedt hier verdere steun. De hogere rente in de VS, na het jaareinde, zette deze groeisectoren binnen vastgoed wel onder druk. Winkelvastgoed blijft achter gegeven de onzekerheden omtrent de omikron variant gecombineerd met de impact op lange termijn van online winkelen. Bij kantoren zijn er vraagtekens rondom de lange termijn gevolgen van meer thuiswerken. Echter is de verwachting dat de vraag naar A-locaties groot zal blijven en dat de benodigde ruimte per werknemer op kantoor zal toenemen. Vastgoed kan bescherming bieden tegen oplopende inflatie, maar stijgende rentes zijn negatief. Als inflatieverwachtingen sterker oplopen dan nominale rentes, zou vastgoed daarvan moeten profiteren. Gegeven hogere waarderingen bij sectoren logistiek, datacenters en opslagruimtes en structurele onzekerheden door meer thuiswinkelen en -werken hebben we een neutrale visie op deze beleggingscategorie.



Staatsobligaties opkomende markten**Neutraal**

Staatsobligaties uit opkomende markten hadden in januari ook last van de agressievere toon van de Fed. Traditioneel is deze beleggingscategorie kwetsbaar bij monetaire verkrapping in de VS, vanwege een aansterkende dollar en oplopende rentes. In januari liepen de risico-opslagen op schuld genoteerd in dollars op met 16 basispunten. Waar de rente op obligaties in dollars met 43 basispunten opliep (16 basispunten risico-opslag en 27 basispunten hogere rente in de VS), steeg die bij obligaties in lokale valuta met slechts 9 basispunten. Er zijn een paar redenen voor de relatief goede performance van obligaties uit opkomende markten. Voor obligaties in dollars geldt dat de risico-opslagen historisch gezien hoger zijn dan bij Amerikaans High Yield, waar deze obligaties wel mee worden vergeleken. Bij onrust is er dus minder buffer bij High Yield. Ten tweede staan opkomende markten er fundamenteel beter voor dan tien jaar geleden en wordt er verstandig monetair beleid gevoerd. Met oplopende inflatie hebben de meeste centrale banken niet gearzeld om rentes te verhogen. Ondanks de relatief aantrekkelijke rente en de robuustheid in januari vinden we de risico's van minder ruim Fed beleid en een afkoelende Chinese economie die leidt tot minder bedrijvigheid in opkomende markten te groot voor een overwogen positie.

Grondstoffen**Positief**

De overweging in grondstoffen is geheel geïmplementeerd met goud. Goud heeft een diversifiërende rol in de portefeuille. Deze rol is traditioneel voorbehouden aan staatsobligaties, maar dat wordt met de hele lage rentes moeilijker. Goud kent natuurlijk een veel hoger risico dan staatsobligaties, dus hebben we een beperkte overweging. Op korte termijn reageert de goudprijs sterk op de reële rente in de VS. Een lage reële rente is goud voor de goudprijs. Met de recente stijging van de reële rente is de goudprijs daar weer mee in lijn, na te zijn achtergebleven bij de dalende rente. Het opwaarts potentieel van goud lijkt op dit moment beperkt. Grondstoffen deden het in januari uitstekend met een plus van 9% in de index van Bloomberg. Dit was vooral te danken aan de stijging van de olieprijs met bijna 20%. Basismetalen stegen 3,5% en de koperprijs daalde zelfs. Dit laat de diversiteit van deze beleggingscategorie zien. Waar de olieprijs steeg door krapte aan de productiekant, hadden metalen juist te maken met de groeivertraging in China. Vanwege deze verschillende krachten hebben we naast de positie in goud een neutrale visie op grondstoffen.

JOOST VAN LEENDERS

Senior beleggingsstrateeg

joost.vanleenders@kempen.nl

06 8283 1189

VAN LANSCHOT KEMPEN ASSET RESEARCH & COMMUNICATION:

Yaela van Raalte – Hoofd ARC

Michel Iglesias del Sol – Hoofd investment strategy

Luc Aben – Hoofdeconoom Van Lanschot

Nikesh Patel – Hoofd investment strategy UK

Alastair Greenlees – Senior beleggingsstrateeg

Arif Saad – Senior beleggingsstrateeg

Duco Smit – Senior beleggingsstrateeg

Jorn Veeneman – Beleggingsstrateeg

Mees Vlasveld – Beleggingsstrateeg



DISCLAIMER

De informatie die is opgenomen in deze publicatie is uitsluitend bestemd voor algemene doeleinden. Deze publicatie is geen aanbod en u kunt aan deze publicatie geen rechten ontleen. Bij de totstandkoming van deze publicatie hebben wij de grootst mogelijke zorgvuldigheid betracht bij de selectie van externe bronnen. Wij kunnen niet garanderen dat de informatie van deze bronnen die in deze publicatie is opgenomen juist en volledig is of in de toekomst zal blijven. Wij aanvaarden geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. Wij zijn niet verplicht de informatie die we hebben opgenomen in deze publicatie te actualiseren of te wijzigen. Alle rechten ten aanzien van de inhoud van de publicatie worden voorbehouden, inclusief het recht van wijziging.

OVERIGE INFORMATIE

Van Lanschot Kempen NV is statutair gevestigd aan de Hooge Steenweg 29, 5211 JN te 's-Hertogenbosch, KvK 's-Hertogenbosch nr. 16038212 met btw-identificatienummer NL0011.45.770.B01, is als bank geregistreerd in het Wft-register en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank NV (DNB), Postbus 98, 1000 AB Amsterdam, en de Autoriteit Financiële Markten (AFM), Postbus 11723, 1001 GS Amsterdam.

Eventuele klachten kunt u richten aan Van Lanschot Kempen NV of de afdeling Klachtenmanagement van het hoofdkantoor, Postbus 1021, 5200 HC 's-Hertogenbosch.