



Visie op asset allocatie

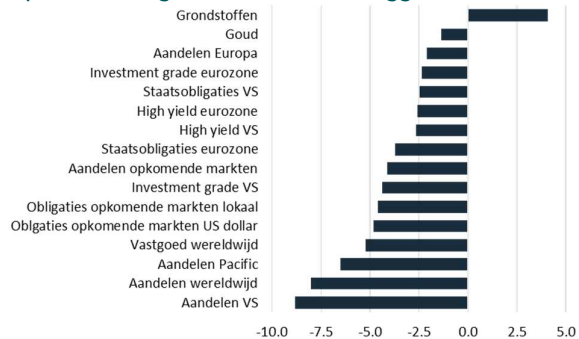
MEI 2022

- Groei vertraagt wereldwijd, consument onder druk van hoge inflatie
- Beteugelen inflatie prioriteit voor centrale banken
- Degelijke winstgroei in het eerste kwartaal
- Beleggingsbeleid: afbouw investment grade bedrijfsobligaties naar neutraal

April was een gure maand voor beleggers. De enige plaats om te schuilen tegen het negatieve sentiment was grondstoffen, waarvan de Bloomberg index een positief rendement van 4,1%¹ noteerde.

uiteen van 2,3% op Europese investment grade bedrijfsobligaties Amerikaanse staatsobligaties tot bijna 5% voor obligaties van opkomende landen. Ook de wereldwijde vastgoedindex deelde met een daling van 5,2% in de malaise.

April was een gure maand voor beleggers



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempenn

Dat was deels te danken aan hogere olieprijs, maar vooral ook door stijgende prijzen van landbouwproducten. De wereldwijde aandelenindex van MSCI daalde met 8,1%, waarmee april de slechtste maand was sinds de uitbraak van de coronapandemie ruim twee jaar geleden. De onrust op aandelenmarkten kwam vooral door rentevrees. Amerikaanse aandelen gingen met -8,8% beduidend harder onderuit dan Europese aandelen (-2,1%). Door oplopende rentes en uitlopende risico-opslagen boden obligaties geen bescherming. Verliezen liepen

Wij zien deze dalingen nog niet als koopmomenten, aangezien de zorgen over inflatie en groei naar onze mening terecht zijn. We handhaven dan ook onze neutrale positie in aandelen. We hebben onze overwogen positie in Europese investment grade bedrijfsobligaties afgebouwd naar neutraal, ten gunste van Europese staatsobligaties. We houden een forse onderweging in staatsobligaties, maar zien ook in dat de rentestijging hard is gegaan.

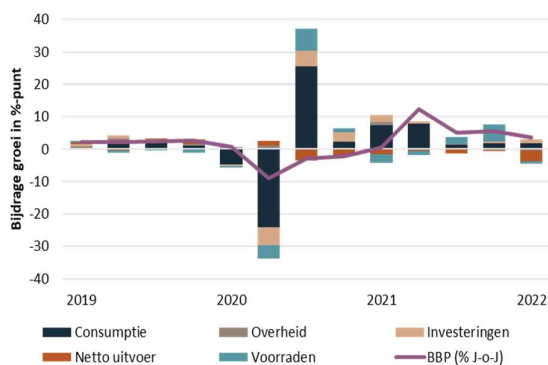
Groeivertraging

Door oplopende rentes, maar vooral door de hoge inflatie, staat de economische groei onder druk. De economie van de VS kromp in het eerste kwartaal met 0,4% ten opzichte van het vierde kwartaal van 2021, hoewel dat cijfer behoorlijk vertekend was. Een negatief voorraadeffect en een sterk negatief effect van de buitenlandse handel (dalende uitvoer en stijgende invoer), trokken het groeicijfer fors omlaag. In het vierde kwartaal werd nog een plus van 1,7% K-o-K genoteerd. Onderliggend waren de cijfers beter. De consumptie groeide met 0,7% K-o-K een fractie sneller dan in het vierde kwartaal, terwijl

¹ Prijswijzigingen en rendementen in lokale valuta.

de bedrijfsinvesteringen met 2,2% sterk groeiden. Zelfs de investeringen in woningen, die gevoelig zijn voor hogere rentes en kampen met tekorten, wisten nog een plusje van 0,5% op te tekenen.

Krimp economie VS door eenmalige effecten



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Die negatieve groei lijkt dus vooralsnog eenmalig, maar we denken dat de groei in de VS op korte termijn matig zal zijn. In rentegevoelige sectoren zoals auto's en woningen, zien we al effecten van hogere rentes. Autoverkoop zijn bovendien gevoelig voor het vertrouwen van consumenten en dat vertrouwen is niet al te best. En natuurlijk heeft de Amerikaanse consument te kampen met hoge inflatie. De bruto inkomens van gezinnen steeg weliswaar met 1,3% K-o-K in het eerste kwartaal door stijgende lonen en toenemende werkgelegenheid, maar gecorrigeerd voor inflatie daalde het beschikbare inkomen met 0,5%. Het was al het vierde kwartaal op rij dat de reële beschikbare inkomens daalden. De Amerikaanse consument staat erom bekend gemakkelijk geld uit te geven en ook nu worden besparingen (die tijdens de coronapandemie flink zijn opgelopen) aangewend om de bestedingen op peil te houden. Maar met een spaarquote die gedaald is tot het laagste niveau sinds 2013 en tanend vertrouwen, zetten we vraagtekens bij de houdbaarheid hiervan.

De economie van de eurozone groeide in het eerste kwartaal met 0,2% K-o-K, net een tandje langzamer dan in het laatste kwartaal van vorig jaar. In Frankrijk was de economische activiteit onveranderd, terwijl de Italiaanse economie met 0,2% kromp. De 0,2% groei in Duitsland was een verbetering ten opzichte van de krimp in het laatste kwartaal van vorig jaar en ook iets beter dan verwacht. Een technische recessie

(twee opeenvolgende kwartalen met krimp) werd daarmee vermeden. De 0,3% groei in Spanje was dan weer iets lager dan verwacht. Details over de groei zijn over het algemeen nog niet gepubliceerd, maar duidelijk is dat ook de Europese consument onder druk staat. Het consumentenvertrouwen kelderde in maart en herstelde maar een beetje in april. In het VK daalde het consumentenvertrouwen naar een niveau net boven het dieptepunt dat tijdens de financiële crisis in 2008 werd bereikt. In Nederland waren consumenten nog nooit zo somber als in april. Voor de eurozone lag het volume van de detailhandelsverkoop (wat dus geschoond is van prijseffecten) in de eerste twee maanden van het jaar 0,7% lager dan in het laatste kwartaal van vorig jaar.

Vanuit de consumenten is er dus niet veel goed nieuws. Gelukkig wordt die consument wel gesteund door ontwikkelingen op de arbeidsmarkt. In de VS en Europa is de werkloosheid gedaald tot record lage niveaus. Er komen veel nieuwe banen bij en de vraag naar arbeid is dus hoog. Dat blijkt ook uit het hoge aantal openstaande vacatures. Nu kan een krappe arbeidsmarkt op zich een recessie niet voorkomen. Sterker nog, arbeidsmarkten zijn altijd het krapst vlak voor een recessie. Maar met de huidige krapte lijken arbeidsmarkten wel bestand tegen een stootje.

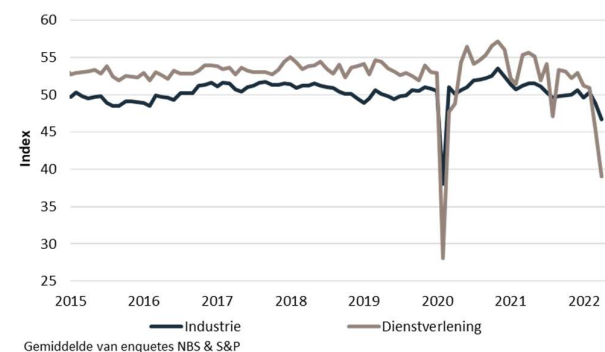
Het sentiment onder bedrijven neemt wel af, maar is lang niet zo beroerd als onder consumenten. In slechts een handvol landen wijzen inkoopmanagersindices op krimp; in de meeste landen juist op stevige groei. Het is bemoedigend dat de index voor de dienstensector in de eurozone steeg in april. Heropening na de coronapandemie geeft nog steeds meewind. Dit kan ook het toerismeseizoen in met name Zuid-Europese landen een boost geven. Maar de daling in de Amerikaanse ISM-manufacturing index en de Europese Economic Sentiment Index bevestigen wel het beeld van vertragende economieën.

De Chinese economie gaat door een zeer moeilijke periode. De problemen op de huizenmarkt, waar simpelweg met te veel geleend geld te veel woningen zijn gebouwd, zijn zichtbaar in sterke dalingen van de woningverkoop en de bouwactiviteit, terwijl de voorraad te koop staande woningen juist toeneemt. In maart lagen de prijzen van bestaande woningen net iets lager dan in maart 2021, maar dat lijkt pas het begin van een periode van prijsdalingen. De zwakke huizenmarkt heeft



gevolgen voor consumenten, die ook nog eens in een flink aantal steden te maken hebben met zeer strikte lockdowns vanwege het opgelaaide coronavirus. Ondanks de mildere omikron variant houdt de Chinese overheid hardnekkig vast aan haar *zero tolerance* beleid. In maart daalden de detailhandelsverkoop dan ook -3,5% J-o-J en daalde het consumentenvertrouwen naar het laagste niveau sinds juni 2020. In China is het negatieve sentiment wel overgeslagen naar de bedrijvensector. Inkoopmanagersindices voor de industrie zijn in april gedaald tot gemiddeld 46.7 (er zijn in China twee indices). Elk niveau onder de 50 duidt op groeivertraging.

Inkoopmanagers in China zeer somber



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

In de dienstensector staat het gemiddelde op het zeer lage niveau van 39.1. Bij een groeivertraging in China wordt al snel naar de overheid gekeken. De centrale bank heeft wel wat stimuleringsmaatregelen genomen, maar is tot nu toe vrij zuinig in het toedienen van liquiditeit. De overheid wil de schuldenberg niet veel verder laten oplopen. Fiscale stimulering is ruimhartiger, maar voor een deel slechts compensatie voor het wegvallen van inkomsten voor lagere overheden uit landverkoop. Kortom, van China kan voorlopig geen voortrekkersrol worden verwacht. Europa en Japan zijn wat gevoeliger dan de VS voor een groeivertraging in China.

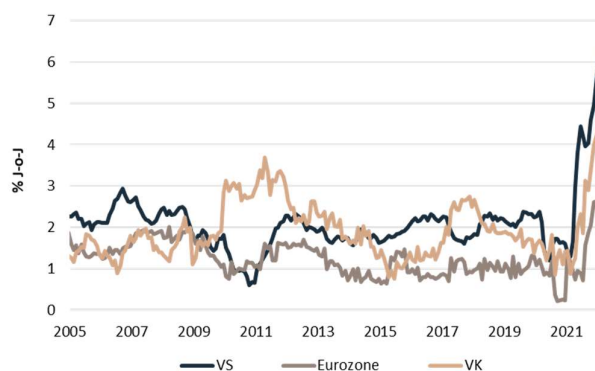
Al met al zijn we wat bezorgder geworden over de economische vooruitzichten. De groei zal in het tweede kwartaal laag zijn. De situatie kan snel verbeteren als de inflatie gaat dalen, wat mogelijk is, maar verre van zeker. Ook het ontbreken van grote financiële onevenwichtigheden, zoals overinvesteringen door het bedrijfsleven of

overmatige schulden van gezinnen of bedrijven, kan leiden tot snelle verbetering.

Centrale banken op weg naar de uitgang

Ondertussen vallen de inflatiecijfers nog niet mee. In maart steeg de inflatie in de VS naar 8,6%. De kerninflatie (geschoond voor volatiele voedsel- en energieprijzen) bleef onveranderd op 6,4%. Een klein lichtpuntje was dat de maandelijkse kerninflatie de helft bedroeg van de vijf voorgaande maanden. In de eurozone zette de inflatie een nieuw record neer van 7,5% en sprong de kerninflatie naar 3,5%. In het VK werd respectievelijk 7,0% en 5,7% genoteerd. De hogere kerninflatie in het VS en VK duidt op hardnekkiger inflatie, hoewel de recente sprong in de eurozone ook zorgelijk is.

Kerninflatie historisch hoog



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Toch komt de inflatie dicht bij een piek. In april vorig jaar begon de inflatie echt toe te nemen en we beginnen nu dus te vergelijken met hogere prijzen een jaar geleden. Heropening en voorzichtige verbetering in de problemen in productieketens kunnen de opwaartse druk op goederenprijzen verminderen. Dat zal centrale banken er voorlopig niet van weerhouden het extreem ruime monetaire beleid snel af te bouwen. Daarvoor is de vooral de kerninflatie te hoog.

De Fed is vrij duidelijk in haar beleid de komende maanden. Begin mei werd de rente met 0,5%-punt verhoogd en Fed-voorzitter Powell gaf aan dat ook in juni en juli zulke stappen te verwachten zijn. Bovendien gaat de Fed haar balans vanaf juni

afbouwen. De eerste maanden met 47,5 miljard dollar per maand, oplopend tot 95 miljard dollar per maand. Dat is veel sneller dan in de periode 2018-2019, toen de balansafbouw opliep tot maximaal 50 miljard dollar per maand. Hoewel dit weinig afweek van de verwachtingen, reageerden markten uitbundig. De tienjaars rente daalde in eerste instantie met 10 basispunten, waarvan er aan het einde van de dag 4 overbleven. De S&P500 stond aan het einde van de dag 3% hoger. De opluchting kwam vooral doordat Powell zei dat verhogingen met 0,75%-punt tijdens de beleidsvergadering niet aan de orde zijn geweest. Dat was al niet erg waarschijnlijk. De laatste keer dat de Fed dat deed was in november 1994. De opluchting op aandelenmarkten was de volgende dag echter alweer voorbij. Voor de rest van het jaar wordt nog zo'n 2%-punt aan renteverhogingen verwacht. Met dit tempo aan renteverhogingen en de balansafbouw zet de Fed dus snelle stappen richting tenminste een neutraal monetair beleid. Niet zo gek dus dat rentes snel zijn opgelopen in de VS. Daarbij is de lange rente recent sterker gestegen dan de korte rente en de helling van de rentecurve weer positief geworden. Vorige maand schreven we over het degelijke signaal van een negatieve rentecurve voor een recessie. Dat signaal is dus niet duidelijk afgegaan. Daarvoor was de periode met een negatieve helling te kort. Daarmee is de recessievraag overigens niet geheel van tafel. De Fed moet het monetair beleid zodanig verkrappen, dat het de inflatie beteugelt, zonder de economie in een recessie te doen belanden. In de meeste gevallen lukt het de Fed niet om precies zo'n zachte landing te bewerkstelligen. Meestal is een recessie nodig om de inflatie de kop in te drukken. De kans op een zachte landing is wel groter als er geen grote onevenwichtigheden in de economie zijn, met name als gezinnen en bedrijven geen financieringstekorten hebben. En laat dat op dit moment nou net zo zijn. Er is dus hoop op een goede afloop, al heeft de Fed wel flink wat werk te verrichten.

De ECB zit veel meer in een spagaat, vooral nu de kerninflatie snel stijgt. De economie lijkt namelijk al meer te vertragen dan in de VS. Dus is de kans dat renteverhogingen een recessie veroorzaken ook groter. Toch worden ook in de eurozone renteverhogingen verwacht. Tot het einde van dit jaar bijna 0,9%-punt. Dat betekent dat drie stappen van 0,25%-punt volledig zijn ingeprijsd en nog een kans op iets meer. Dat kan, aangezien de ECB haar

obligatie-opkoopprogramma versneld aan het afbouwen is. Het zou de beleidsrente van de ECB voor het eerst sinds juli 2012 weer positief maken. Maar wellicht zijn rentemarkten hier wat te agressief. Als de groei verder inzakt en de inflatie in de komende maanden een piek bereikt, zou de noodzaak van een snelle serie renteverhogingen afnemen.

Flinke verwachtingen voor de ECB



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

De Bank of England verhoogde de rente al in december, februari en maart. De laatste twee keer met 0,25%. In mei volgde alweer de vierde renteverhoging, weer met 0,25%-punt. De beleidsrente van de BoE staat nu op 1%. Van de acht leden van het beleidscomité stemden vijf voor deze renteverhoging en drie voor een verhoging met 0,5%-punt. Toch klonk de BoE wat minder agressief dan voorheen. Groeiramingen werden neerwaarts bijgesteld en inflatieramingen op wat langere termijn daarmee ook. Verder was de bank wat voorzichtiger over verdere renteverhogingen en neemt ze pas na augustus een beslissing over eventuele verkoop van staatsobligaties. Voor de BoE worden dit jaar nog ruim 5 renteverhogingen met 0,25% verwacht. De BoE kamp net als de ECB met de lastige combinatie van lage groei en hoge inflatie.

Door de hoge inflatie en veranderende verwachtingen over centrale banken zijn rentes verder opgelopen. In de VS steeg de tienjaars rente in april met 0,6%-punt en brak begin mei door het niveau van 3%. In Duitsland is met een stijging van 0,4%-punt in april en nog wat begin mei het niveau van 1% gepasseerd. Een opmerkelijk verschil tussen de VS en Duitsland is dat in Duitsland de inflatieverwachtingen recent veel sneller zijn gestegen dan in de VS. Historisch liggen deze



inflatieverwachtingen in Duitsland 0,5 tot 1% lager dan in de VS, maar nu in Duitsland fractioneel hoger. Daarmee is de rentestijging in Duitsland ook meer gedreven door inflatieverwachtingen, terwijl de reële rente laag is gebleven. In de VS is de reële rente juist gestegen. En dat heeft een grotere impact op de economie.

Reële rente loopt op in de VS



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Degelijke winstgroei in het eerste kwartaal

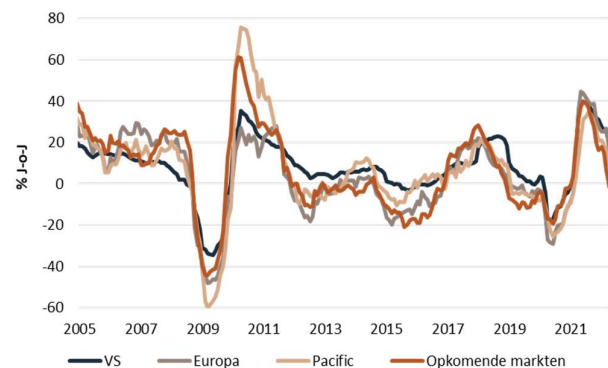
Het cijferseizoen, waarin bedrijven resultaten over het eerste kwartaal van 2022 rapporteren, is in volle gang. In de VS heeft ruim de helft van de bedrijven in de S&P500 index resultaten gerapporteerd, in Europa een vijfde van de bedrijven in de STOXX 600. De resultaten overtreffen de verwachtingen, zoals meestal het geval is. Dit is vooral in de breedte het geval. Zowel in de VS als in Europa rapporteert ruim 80% van de bedrijven hogere winsten dan verwacht en ruim 70% hogere omzetten. Dat is in de VS wat lager dan in vorige kwartalen, maar afgezet tegen een langere periode hoog. In Europa hebben nog nooit zoveel bedrijven positief weten te verrassen.

Er zijn dus veel bedrijven die positief weten te verrassen, maar de mate waarin dat gebeurt is in de VS niet zo hoog. Tot nu toe liggen de gerapporteerde winsten 4% boven de verwachtingen. De verwachtingen waren niet zo hoog gespannen in de VS. De tot nu toe gerapporteerde winsten liggen bijna 8% boven die van het eerste kwartaal van vorig jaar. Waarbij aangetekend dat de winsten flink worden opgestuwd door sterke groei in de energiesector.

In Europa zijn de winsten tot nu toe een respectabele 10,6% boven de verwachtingen uitgekomen. Ook in Europa waren de verwachtingen laag. De winsten zijn tot nu toe met bijna 10% gestegen ten opzichte van het eerste kwartaal van 2021. En ook in Europa is er een sterke bijdrage van de sector energie. In de sectoren financiële dienstverlening, technologie en nutsbedrijven liggen de winsten in Europa op geaggregeerd niveau juist lager dan vorig jaar.

De winsten zijn in het eerste kwartaal dus nog degelijk, maar de verwachtingen worden wel minder positief. Winstverwachtingen voor de komende twaalf maanden voor de VS, Europa en Japan worden door analisten al een paar weken op rij neerwaarts bijgesteld. Voor opkomende markten is dit zelfs al sinds november aan de gang. Het niveau van die verwachte winsten lag in april lager dan in maart in Europa, Pacific en opkomende markten, maar niet in de VS. Op jaarbasis neemt de groei van de verwachte winsten af in alle regio's.

Afnemende groei verwachte winsten



Bron: Factset, Van Lanschot Kempen

Winsten vormen dus minder een rugwind voor aandelenmarkten. Daarbij rijst de vraag hoe de bewegingen op aandelenmarkten zich verhouden tot de winstontwikkelingen. In de VS zien we dat de daling van de S&P500 in lijn is met het aantal neerwaartse winstherzieningen van analisten, maar veel scherper is dan de verandering in het niveau van de verwachte winsten over twaalf maanden. De markt lijkt dus wat doorgeschoten. Wat verklaard kan worden uit rentevrees. De recente stijging van de reële rente in de VS heeft een negatieve invloed op de waardering van Amerikaanse aandelen. In Europa, Pacific en opkomende markten is de



beweging in aandelen redelijk in lijn met de winstontwikkelingen.

Beleggingsbeleid: geen klimaat om veel risico te nemen

Met aandelen die dit jaar al flink zijn gedaald, rijst de vraag of er genoeg is ingeprijsd en dus of het tijd wordt om bij te kopen. Wij zien dat moment nog niet. De dalingen en lagere waarderingen zijn voor ons wel een reden om onze neutrale positie te handhaven en niet naar een onderweging te gaan. Maar een vertragende wereldeconomie, winstgroei die onder druk staat, hoge inflatie, snelle acties van centrale banken en oplopende rentes weerhouden ons ook van een overwogen positie.

In ons beleggingsbeleid hebben we juist wat risico afgebouwd. We hebben onze overwogen positie in investment grade bedrijfsobligaties afgebouwd naar neutraal. We hebben Europese staatsobligaties bijgekocht. Daarmee is deze verandering ongevoelig voor renteveranderingen van staatsobligaties. Het gaat dus om de verandering van de risico-opslag op bedrijfsobligaties. We vinden dat de risico's voor investment grade bedrijfsobligaties toenemen door afnemende economische groei. Een combinatie van lage groei en hoge inflatie is negatief. Daarnaast komt er een einde aan de opkoop van bedrijfsobligaties door de ECB. En door de hogere rentes op staatsobligaties komen die weer meer in beeld als alternatief voor bedrijfsobligaties. Risico-opslagen op bedrijfsobligaties zijn dit jaar zo'n 0,5%-punt opgelopen, maar een niveau van 1,5% is nog laag gezien de risico's. Met de opgelopen rente van staatsobligaties hoeven risico-opslagen maar weinig op te lopen voor een achterblijvend rendement van bedrijfsobligaties.

We hebben staatsobligaties bijgekocht, maar behouden een flinke onderweging. Dit weerspiegelt onze visie dat kapitaalmarktrentes nog altijd fundamenteel laag zijn en dus verder kunnen stijgen. Maar we zien ook dat de rentestijging de afgelopen periode fors is geweest. De staatsobligaties die we in portefeuille hebben, hebben een kortere looptijd dan het gemiddelde in de markt, waarmee onze positie minder gevoelig is voor renteveranderingen.

Onze positie in grondstoffen is nog onze enige overweging. Sinds de oorlog in Oekraïne zijn prijzen

volatiel geweest, maar de trend is nog altijd licht omhoog. Basismetalen zijn recent onderuit gegaan, wat zorgen over de groei in met name China reflecteert. Maar olieprijsen en vooral prijzen van landbouwproducten zijn verder gestegen. De vraag naar grondstoffen kan wat afnemen met lagere groei, maar voorraden zijn over het algemeen laag en de geopolitieke situatie vergroot de kans op schaarste. Verder profiteren beleggers in deze categorie van het feit dat de prijzen van future contracten nog altijd lager liggen dan de spotprijs, wat bijdraagt aan het rendement.



Marktoverzicht

Aandelen				
	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereldwijd (MSCI AC)	1069	-7.9%	-8.4%	-13.1%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	2810	-8.1%	-8.0%	-13.1%
Opkomende markten (MSCI EM)	1069	-6.7%	-11.7%	-13.2%
Verenigde Staten (S&P500)	4175	-8.1%	-6.7%	-12.4%
Eurozone (EURO STOXX 50)	3761	-4.0%	-9.2%	-12.5%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7561	0.3%	0.4%	2.4%
Japan (Topix)	1898	-2.4%	-1.1%	-4.7%
Nederland (AEX)	706	-3.0%	-5.7%	-11.5%
Staatsobligaties (10-jaar)				
	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	2.97	59	114	146
Japan	0.23	1	6	16
Duitsland	0.97	41	82	114
Frankrijk	1.48	46	90	129
Italië	2.72	-2	112	167
Nederland	1.26	44	97	129
Verenigd Koninkrijk	1.96	35	59	99
Bedrijfsobligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	136	21	30	44
Eurozone	153	23	47	58
Hoogrentende obligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	384	64	51	101
Eurozone	460	67	113	142
Opkomende markten (USD)	445	45	67	77
Opkomende markten (Lokale valuta)	211	-23	-95	-130
Vastgoed				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereld		-2.9%	2.7%	-3.3%
Noord-Amerika		-3.7%	4.3%	-3.5%
Europa		-9.7%	-11.3%	-14.0%
Grondstoffen				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Bloomberg index		3.9%	17.8%	29.9%
Basismetalen		-11.3%	0.0%	4.4%
Brent olie (USD per vat)	104.97	2.1%	20.2%	38.4%
Goud (USD per troy ounce)	1871	-2.8%	3.7%	2.3%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 4 mei 2022

Bron: Bloomberg



Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Neutraal
<p>Het herstel van aandelen in maart bleek van korte duur. In april leden aandelen zware verliezen. Eerder dit jaar zorgde vooral de oorlog in Oekraïne voor onrust. Er is nog geen uitzicht op een oplossing en sancties tegen Rusland zullen voorlopig niet worden versoepeld. Maar het effect op aandelenmarkten lijkt wel wat kleiner te worden. De zorgen komen nu meer voort uit een negatievere mix van lage groei en hoge inflatie. In China en Europa meer lage groei, met afnemende winstgroei, in de VS vooral hogere inflatie en oplopende rentes. Zoveel negatief nieuws zou aanleiding kunnen zijn voor een onderwogen positie, maar er is in aandelenmarkten al behoorlijk wat negatief nieuws verdisconteerd. Bovendien bieden sterke arbeidsmarkten, gezonde financiële posities van gezinnen, banken en bedrijven en overheden die de negatieve gevolgen van hoge energieprijzen wat mitigeren, steun voor aandelen. De waardering van aandelen is gunstiger. Aandelen uit Europa, Pacific en opkomende markten zijn neutraal tot iets goedkoop gewaardeerd. Alleen Amerikaanse aandelen zijn nog aan de dure kant. We hebben op dit moment geen voorkeur voor regio's.</p>	
Staatsobligaties	Negatief
<p>De kapitaalmarktrente heeft in de VS bijna het niveau van 3% bereikt en in Duitsland bijna 1%. Sterk oplopende inflatie en een draai van centrale banken richting minder accommoderend monetair beleid zetten kapitaalmarktrentes hoger. Vergeleken met de inflatie zijn rentes extreem laag, maar de verwachting is dat de inflatie gaat dalen. Dat zal zelfs bij hoge, maar stabiele energieprijzen het geval zijn. De Amerikaanse centrale bank heeft haar kaarten op tafel gelegd: een serie renteverhogingen en later dit jaar een afbouw van de balans. Markten gaan uit van nog 2%-punt aan renteverhogingen dit jaar. De ECB heeft voorsnog niet meer aangegeven dan het afbouwen van haar obligatie-opkoopprogramma. De ECB moet schipperen tussen hoge inflatie en een grotere negatieve impact op de groei van de oorlog in Oekraïne dan in de VS. Toch zijn er steeds meer aanwijzingen dat ook de ECB nog dit jaar, mogelijk al in de zomer, de rente gaat verhogen. Markten verdisconteren 0,9%-punt aan renteverhogingen dit jaar. Dat zou dan voor het eerst sinds 2012 zijn dat de beleidsrente van de ECB weer boven nul staat. We denken dat het monetaire beleid in de VS grotendeels is verdisconteerd in de huidige rente. In de eurozone lijken de marktverwachtingen voor renteverhogingen volgend jaar wat ambitieus. Daarmee is de opwaartse druk op de kapitaalmarktrentes afgenomen, hoewel het voornaamste risico nog steeds tegenvallende (hogere) inflatie is.</p>	
Bedrijfsobligaties investment grade	Neutraal
<p>In april stegen risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties. In de VS met 19 basispunten en in Europa met 22 basispunten. Aangezien de onderliggende rentes op staatsobligaties ook stegen, in de VS met 55 basispunten en in Duitsland met 30 basispunten, noteerden bedrijfsobligaties een negatief rendement van 5,5% in de VS en 2,7% in de eurozone. We zien afnemende groei, hoge inflatie en minder steun van centrale banken als risico's voor bedrijfsobligaties. Bovendien hoeven beleggers, nu rentes op staatsobligaties weer positief zijn, minder op zoek naar rendement. Met de opgelopen rente van staatsobligaties hoeven risico-opslagen bovendien maar weinig op te lopen voor een achterblijvend rendement van bedrijfsobligaties. We hebben onze visie verlaagd van positief naar neutraal.</p>	
Bedrijfsobligaties high yield	Neutraal
<p>Kredietopslagen op hoogrentende bedrijfsobligaties stegen in april, net als bij de investment grade categorie. Samen met de algemene rentestijgingen leidde dit tot een verlies van 3,6% in de VS en 3,1% in de eurozone. Net als bij investment grade zien we afnemende groei en hoge inflatie als een risico voor deze beleggingscategorie. Deze beleggingscategorie is zelfs nog iets kwetsbaarder voor die risico's. Daar staan tegenover een hogere risico-opslag en het feit dat bedrijven in deze categorie zich langer hebben gefinancierd dan voorheen. Dat beperkt het risico dat gepaard gaat met herfinanciering bij stijgende rentes.</p>	
Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
<p>Net als in maart versloeg de wereldwijde index voor beursgenoteerd vastgoed die van wereldwijde aandelen. Maar dat was niet genoeg om te ontkomen aan een verlies, voor vastgoed 5,2%. In april waren de regionale verschillen klein. We vinden vastgoed duur vanuit historisch perspectief, maar ook ten opzichte van vastrentende categorieën met een vergelijkbare kredietstatus. Ten opzichte van de onderliggende waarde van het vastgoed is er geen overwaardering, waaruit blijkt dat vooral het vastgoed zelf duur is. Vastgoed is een beleggingscategorie waar vaak naar gekeken wordt bij stijgende inflatie. Maar oplopende rentes staan wel in de weg. Vandaar onze neutrale visie.</p>	
Staatsobligaties opkomende markten	Neutraal
<p>De rente op staatsobligaties uit opkomende markten genoteerd in dollars steeg in april met ruim 90 basispunten, ongeveer gelijk verdeeld over een stijging van de Amerikaanse rente en een stijging van de risico-opslag. In lokale valuta steeg de rente met ruim 50 basispunten. Een rente van rond de 7% voor zowel obligaties in dollars als obligaties in lokale valuta is op zich aantrekkelijk. Temeer daar de economieën van deze landen op aan aantal punten zijn verbeterd de afgelopen jaren en centrale banken een verstandig monetair beleid voeren. Ze aarzelen niet om de rente te verhogen als oplopende inflatie daartoe aanleiding geeft. Echter, obligaties uit opkomende markten zijn kwetsbaar voor een duurdere dollar en stijgende rentes in de VS. Ook de afkoelende Chinese economie, die leidt tot minder bedrijvigheid in opkomende markten, vormt een risico. Bovendien is er in opkomende markten een groter risico op hogere inflatie door stijgende voedselprijzen. Vandaar onze neutrale visie.</p>	



Grondstoffen**Positief**

In april steeg de brede grondstoffenindex verder met 4,1%. Waar Brent olie pas op de plaats maakte, steeg de Amerikaanse standaard WTI met 5,0%. Ondanks de volatiliteit de afgelopen maanden is er nog een opwaartse trend zichtbaar in olieprijsen. Afnemende groei van de wereldeconomie is negatief voor olieprijsen. Maar schaarste, mede met de mogelijkheid van westerse sancties tegen Russische olie, houden de politieke risicopremie in stand. Voor basismetalen geldt dat niet. Daar weegt de afkoeling van de wereldeconomie in het algemeen - en China in het bijzonder - zwaar, waardoor de index voor deze subcategorie in april 6,8% onderuit ging. Ook goud verloor terrein. De stijgende reële rente in de VS was daar debet aan. Landbouwproducten zijn sinds begin dit jaar met ruim met 25% gestegen en in april met 4,5%. Krapte in bepaalde markten, geopolitieke spanningen en sancties en hoge inflatie zijn voordelen voor deze beleggingscategorie, die opwegen tegen het nadeel van lagere groei. Door de huidige krapte liggen in veel markten de spotprijzen hoger dan de future contracten. Die situatie noemen we backwardation. Aangezien bij beleggen in grondstoffen vrijwel altijd futures worden gekocht, levert backwardation een positief rendement op voor beleggers. Goedkopere futures rollen door de tijd richting de hogere spotprijs. De mate waarin dat nu het geval is, is vrij uniek en levert een stevig positief rendement op. We houden vast aan onze positieve visie.

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
Robert de Groot – Hoofd investment research en communicatie
Maarten van der Pas – Hoofd editorial desk
Alastair Greenlees – Hoofd investment strategy UK
Arif Saad – Hoofd investment strategy UK
Duco Smit – Senior beleggingsstrateeg
Jorn Veeneman – Beleggingsstrateeg
Mees Vlasveld – Beleggingsstrateeg
Jack Horvest – Investment Specialist
Ellen Engelhart – Specialist obligaties
Bob Stroeken – Specialist aandelen
Tim Verhagen – Specialist aandelen
Effi Bialkowski – Specialist beleggingsfondsen
Bas Kooman – Investment writer



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.