



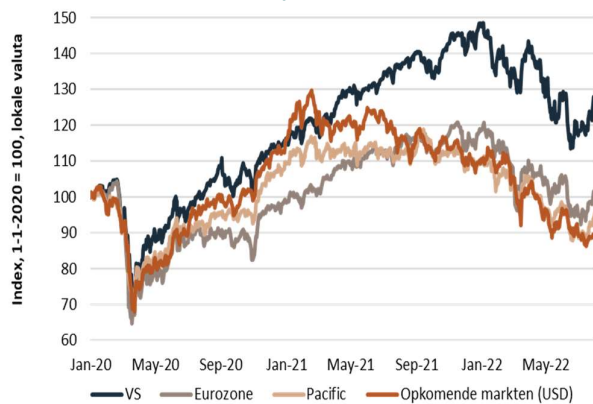
# Visie op asset allocatie

AUGUSTUS 2022

- Wereldeconomie koelt verder af
- ECB neemt grotere rentestap dan verwacht en kondigt nieuw beleidsinstrument aan
- Rente daalt: obligatiebeleggers rekenen op lagere groei
- Beleggingsbeleid: onderwogen (Europese) aandelen

Aandelenmarkten konden de maand juli nog eens afsluiten met stevige plussen. De MSCI World AC ging 6,9% vooruit, Amerikaanse en Europese aandelen (MSCI USA & MSCI Europe) wisten respectievelijk 9,2% en 6,0% bij te boeken.<sup>1</sup>

## Aandelen: bear market rally?



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempenn

Nochtans zijn de zorgen over inflatie en economie niet verdwenen. Integendeel. Zowel de Amerikaanse als Europese inflatie schommelen rond de 9%. Rusland manipuleert de gaskraan steeds grimmiger, wat vooral bedreigend is voor de Europese economie. En aankoopmanagersindices in zowel Europa als de VS namen in juni een stevige duik.

Zoals in het verleden echter wel vaker het geval is geweest, gaven beleggers een positieve draai aan deze tegenvallende macro-data. Nu het risico op een recessie toeneemt, rekenen ze erop dat de monetaire soep uiteindelijk niet zo heet zal gegeten worden als Jerome Powell en Christine Lagarde ze momenteel opdienen. Met andere woorden: op enig moment zien markten de centrale banken het pad van de hogere beleidsrentes verlaten omwille van de afkoeling van de economie en eventuele stress op financiële markten. Wat dé aanleiding voor de moeilijke eerste jaarhelft op beurzen, een hogere rente, naar de achtergrond zou duwen.

We zullen zien. Zolang de hoge inflatie aanhoudt, zullen centrale banken volgens ons minder snel dan vroeger geneigd zijn om beleggers een helpende hand aan te reiken. Tegelijkertijd is het afwachten wat er met bedrijfswinsten gebeurt, mochten we inderdaad in een recessie belanden. Per saldo houden we dan ook een voorzichtige allocatie naar aandelen aan.

## Vooruitzichten versomberd

De recentste aankoopmanagersindices (S&P Global PMI's) uit de eurozone en de VS schetsen een somber beeld. In beide regio's dook het samengestelde cijfer voor de industrie en

<sup>1</sup> Rendementen in lokale valuta.

dienstensector onder de 50. Wat (in theorie) de grens is tussen groei en krimp.

Met name de verzwakking bij de diensten is zorgwekkend. Het was vooral deze sector waar we na de heropening van de economie op rekenden om de economische groei op een degelijk peil te houden. De impact van de hoge inflatie op het consumentenvertrouwen en het besteedbaar inkomen begint echter tegenwind op te leveren.

Eveneens zorgwekkend zijn de sub-indices uit de PMI's die naar de gang van zaken in de komende maanden peilen. Die kalven af, of bevinden zich in regelrechte krimpzone. Zo valt de score voor 'nieuwe orders' in de Europese industrie terug tot 42,6. Ruimschoots onder de groei-lat.

## IMF stelt neerwaarts bij

De onzekere economische vooruitzichten worden 'mooi' samengevat in de nieuwe projecties van het IMF. Op wereldniveau gaat deze instelling voor 2022 nu uit van 3,2% groei. Drie maanden terug lag die verwachting nog op 3,6%. Wat trouwens toen ook al een neerwaartse herziening was tegenover de projecties bij het begin van het jaar.

Voor het door de gevolgen van de oorlog geplaagde Europa, wáren de verwachtingen al relatief laag gespannen. Dus daar voerde het IMF weinig neerwaartse aanpassingen door.

Opvallend echter zijn de bijstellingen voor de VS (van 3,7% naar 2,3%) en China (van 4,4% naar 3,3%). Bij die eerste spelen de inflatie en de stilaan doorsijpelende effecten van de renteverhogingen een kwalijke rol.

Bij de tweede zijn er de aanslepende problemen in de vastgoedsector, het zero-covidbeleid en het aarzelende tempo in de stimulerende maatregelen van beleidsmakers. Peking rekent op lokale overheden voor dergelijke maatregelen. Maar die hebben daar vaak de financiële middelen niet voor. Oogluikend zal zelfs worden toegestaan dat niet iedere provincie de eerder verwachte groei-doelstellingen zal halen. Ook in China viel het vertrouwen van de aankoopmanagersindex (Caixin) in de industrie onverwacht tegen. Deze daalde naar een niveau van net boven de 50. Dit was een tegenvaller nadat de economie opnieuw was

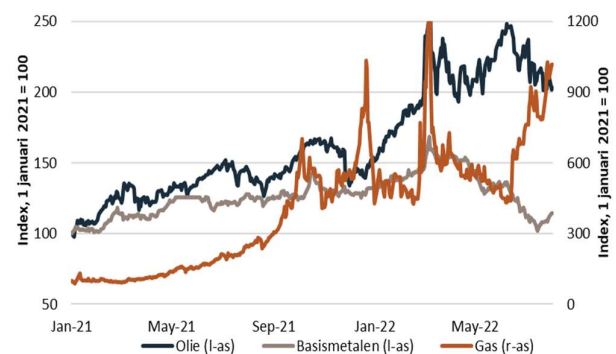
heropend. De groei in output, nieuwe orders en werkgelegenheid namen af. Kortom, het lijkt er niet op dat we op China moeten rekenen om het wereldwijde groeiemomentum te ondersteunen. In tegenstelling tot de periode na de bankencrisis.

## Energie: the 1 million dollar question

Hoe met name in Europa het economisch plaatje uiteindelijk uitpakt, hangt natuurlijk in belangrijke mate af van de energiebevoorrading en -prijzen. Met als meest kwetsbare landen Duitsland en Italië. Gegeven de Europese energie-solidariteit (als die standhoudt tenminste) impliceert dat kwetsbaarheid op bredere Europese schaal.

Zoals bekend draait de gaspijplijn Nordstream 1 momenteel aan 20% van de capaciteit. Als speelbal van de geo-politiek, is het onvoorspelbaar hoe dat de komende maanden zal evolueren. Rusland zal graag de gasinkomsten blijven ontvangen, maar zal in dat geval ervoor zorgen dat de risicopremie in de gasprijs hoog zal blijven door minder te leveren aan de Europese afnemers. De kans is aanwezig dat de kraan vanuit Rusland helemaal dichtgaat.

## Hoge energieprijzen reden tot zorg



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Voor Duitsland zou dat een klap voor de economie van naar schatting 2% tot 3% met zich meebrengen. Met tegelijkertijd aanhoudend hoge energieprijzen. Voor de eurozone als geheel zou de impact zich in een gelijkaardige vork bevinden. Waarbij economen tijdens de wintermaanden met meer dan gemiddelde belangstelling de weerberichten zullen volgen: hoe kouder, hoe dreigender de energietekorten, met bijhorende economische impact.

## Verzachtende omstandigheden

Al bij al voorzichtige economische vooruitzichten dus. Vanuit anekdotisch oogpunt zitten de VS trouwens al in een recessie. Na een krimp van 0,4% kwartaal-op-kwartaal in de eerste drie maanden van het jaar, was het groeicijfer 0,2% negatief in het tweede kwartaal. Maar om dit nu meteen een recessie te noemen, gaat vooralsnog een brug(je) te ver. In beide kwartalen speelden bijvoorbeeld versturende factoren rond voorraden een belangrijke rol. Bovendien blijft de arbeidsmarkt sterk. En het is het National Bureau of Economic Research (NBER) dat officieel de recessies definieert. Dat NBER kijkt hierbij vérdier dan enkel het groeicijfer. Hoe dan ook, de vooruitzichten nopen tot voorzichtigheid. Wereldwijd.

Desalniettemin zijn er een aantal relativerende factoren.

Neem bovenvermelde Europese schade van 2% tot 3% bij een volledige stopzetting van de Russische gastoevoer. Concreet zou dit betekenen dat we een jaar groei verliezen. Wat vervelend is, maar geen aanhoudend neerwaartse spiraal impliceert.

Naarmate Europa alternatieve energiebronnen aanboort en eens komende winter achter de rug ligt, kan de economische hemel weer opklaren.

Een stilstand of recessie die vooral het gevolg is van externe schokken, zoals een energieschok, is vaak minder aanslepend dan een crisis veroorzaakt door onevenwichtigheden of excessen die moeten worden 'uitgezweet'. Denk aan de overdreven investeringen in de ICT-sector die tot de crisis van 2001 leidden, of de excessen in de Amerikaanse vastgoed- en bankensector die de bankencrisis van 2008 veroorzaakten.

Daarnaast is er de historisch lage werkloosheid. Zowel in de VS (3,6%) als in de eurozone (6,6%). Nu is de arbeidsmarkt een zogenaamd 'achterlopende indicator'. Wat betekent dat ze eerder een volger is van de economische omgeving, dan dat ze een voorspellende waarde heeft. Als het groeimomentum verder afzwakt, mogen we bijgevolg oplopende werkloosheid verwachten.

Alsnog geeft de goede huidige uitgangspositie, het hoge aantal vacatures en het huidige tekort aan

arbeidskrachten, enige buffer opdat de werkloosheid niet oploopt tot dramatisch hoge niveaus. Sterker, een minder krappe arbeidsmarkt zou de druk enigszins van de loonketel kunnen halen. Wat goedkeurend geknik van centraal bankiers zou opleveren, omdat dat het gevaar op een loon-prijs-spiraal zou reduceren.

Samengevat: het toerental van de economische motor vertraagt verder, een recessie is niet uitgesloten (waarschijnlijk zelfs). Vooral in Europa. Maar we verwachten geen langdurig neerwaartse spiraal. Waarbij het een open deur is dat de onzekerheden groter zijn dan gemiddeld. Met de ontwikkeling van de geo-politiek als groot vraagteken.

## Centrale banken pakken door

Ook centrale banken worden geconfronteerd met enerzijds afnemend groeimomentum, anderzijds aanhoudend hoge inflatie. Toch hebben zij hun keuze gemaakt in dit dilemma: met renteverhogingen de inflatie de kop proberen indrukken.

De Federal Reserve (Fed) trok voor de tweede maal op rij de beleidsrente met 75 basispunten op. Voorzitter Powell verwees onder meer naar zwakkere consumentenbestedingen en afgenomen investeringsbereidheid bij ondernemers als signalen dat de economie afkoelt. Tegelijkertijd wees hij op de krappe arbeidsmarkt en wil hij een reeks overtuigende data zien die aantonen dat de inflatoire druk afneemt, vooraleer de Fed de voet van het monetaire rempedaal haalt.

Er komen dus nog renteverhogingen aan, zij het wellicht in kleinere stapjes. Waarbij de loonontwikkeling een cruciale variabele blijft.

De Employment Cost Index (+1,3% in het tweede kwartaal tegenover het eerste) suggereert in ieder geval weinig verbetering op dit vlak. Het gemiddelde uurloon neemt wél minder snel toe dan begin dit jaar. Op maandbasis met ongeveer 0,3% tegenover +0,5% eerder. Maar deze indicator is gevoelig voor de samenstelling van de arbeidsmarkt. Als méér mensen in de lagere segmenten een baan vinden, haalt dat per definitie het gemiddelde naar beneden. Maar dat zegt dan, in tegenstelling tot de Employment Cost Index, minder over de onderliggende loondruk.



Per saldo verwachten we in september nog een renteverhoging met minstens 50 basispunten. Daarna kan worden overgeschakeld naar stapjes van 25 basispunten. Als de inflatiecijfers het toelaten.

## ECB wijkt af van forward guidance

Wat de ECB betreft, die heeft zich na enige aarzeling ook bij het kamp van de monetaire verstrakkers geschaard. De beleidstarieven gingen 50 basispunten hoger. Met tegelijkertijd de aankondiging dat bijkomende stappen zullen volgen.

Met deze 50 basispunten ging de ECB in tegen haar eigen 'forward guidance' die ze eerder had afgeleverd. Die ging eerder uit van een eerste stap met 25 basispunten. Dat er alvast forser werd ingegrepen, is vanzelfsprekend het gevolg van de tegenvallende inflatiecijfers. Die tikten in juni weer net niet de 9% aan.

Christine Lagarde bestempelde de vork van 1% à 2% als 'neutraal' voor de rente. Met andere woorden, de beleidstarieven zouden tot dat niveau moeten stijgen om noch restrictief, noch stimulerend te zijn. Als het de bedoeling is om ter bestrijding van de inflatie de rente eerder een restrictief tintje te geven, dan is zelfs méér nodig. We gaan uit van een nieuwe stap van 50 basispunten in september, gevolgd door twee maal een kwartje in oktober en december.

Hierbij is het vanzelfsprekend de vraag hoe de centraal bankiers zullen reageren als de economische donderwolven zich opstapelen bij een eventueel verder afknijpen van de Russische gasleveringen. Oplopende energieprijzen kunnen in dat geval het totale inflatiecijfer hoog houden, maar de economie verder laten afkoelen. Met een onderliggende kern-inflatie (inflatie exclusief energie en voeding) die als het ware spontaan afbrokkelt onder het gewicht van een recessie. Welke parameter krijgt dan prioriteit rond de ECB-bestuurstafel: inflatie of groei?

## TPI: Transmission Protection... Italy?

Hoe dan ook, een forser dan aangekondigde renteverhoging door de ECB dus. Als reactie op de inflatie. Maar daarnaast was deze beslissing wellicht ook de resultante van een compromis tussen de zogenaamde haviken en duiven in Frankfurt.

De haviken hebben het TPI moeten accepteren: het Transmission Protection Instrument. Een nieuw opkoopprogramma dat de ECB achter de hand houdt voor het geval 'ongerechtvaardigde, wanordelijke marktontwikkelingen' een euroland in het vizier nemen. Lees: als de verschillen in obligatierentes tussen de verschillende landen te hoog oplopen. Waarbij de eerste gedachte natuurlijk uitgaat naar het kwetsbare Italië. Zowel wegens zijn schuldniveau als omwille van de onstabiele politieke situatie.

Vanuit fundamenteel standpunt is tegen TPI heel wat in te brengen. Vooral dan dat de 'onafhankelijke ECB' zich weer wat verder op het politieke terrein waagt. Om TPI te activeren zijn er weliswaar criteria, zoals voldoen aan de Europese begrotingsregels of het overnemen van de aanbevelingen van de Europese Commissie, maar die gebruikt de ECB enkel als input om een beslissing te nemen. *De facto* eigent de Raad van Bestuur zich de discretionaire bevoegdheid toe om TPI in te zetten als ze dat nodig acht.

Hiermee dreigt de ECB opnieuw een prikkel weg te nemen om de nodige hervormingen door te voeren binnen de 'gesteunde landen'. Wat de bijna traditionele verschillen qua competitiviteit tussen de verschillende euroleden kan helpen bestendigen.

Puur vanuit een beleggersbril bekeken, kan TPI echter een rustgevend instrument voor financiële markten zijn. Hoewel beleggers daar blijkbaar nog niet van overtuigd zijn. Na een korte ontspanning medio juni, lopen risico-opslagen van Italiaanse staatsleningen weer op. Tegen de achtergrond van zwakke economische data en aankomende Italiaanse verkiezingen eind september, is het niet uitgesloten dat markten de daadkracht van de ECB zullen testen.

## Obligatiemarkten maken zich zorgen...

Financiële markten etaleerden afgelopen maand een gemengd beeld.

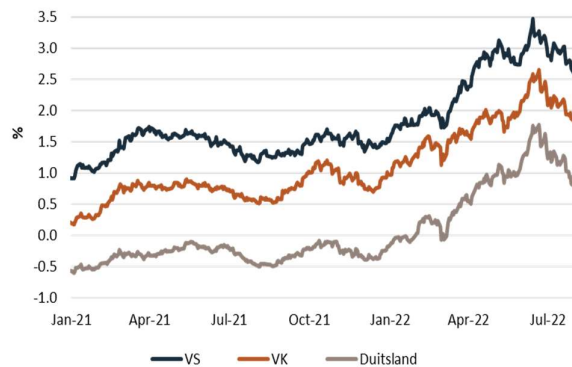
Obligatiebeleggers maken zich vooral zorgen over een recessie. Noteerde de Duitse tienjaarsrente eind juni nog rond de 1,60%, dan is die een maand later teruggevallen tot 0,82%. Haar Amerikaanse evenknie ging van 3,50% medio juni, naar 2,65% eind juli. In het VK was een gelijkaardig beeld zichtbaar met een tienjaarsrente van 2,65% medio





juni die daalde tot 1,86% eind juli. Dit alles ondanks de forse inflatiedruk. Markten zien zowel in de VS als de eurozone de inflatie uiteindelijk terugvallen richting de doelstellingen van de centrale banken.

### Dalende rente door recessievrees



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

In een positieve interpretatie is dat een uiting van vertrouwen in die centrale banken. En hun capaciteit om de doelstellingen te bereiken. Vanuit een negatieve interpretatie echter, betekent het dat obligatiebeleggers een recessie verwachten.

Verder kwamen op obligatiemarkten risico-opslagen (spreads) voor euro-bedrijfsobligaties lichtjes in. Maar met uitzondering van de start van de pandemie, situeren ze zich nog op het hoogste niveau sinds 2013.

Ook beleggers in Amerikaanse bedrijfsobligaties vragen meer compensatie voor het bedrijfsrisico. Maar in mindere mate dan dat het geval is voor leningen in euro. Logisch, gegeven de grotere vraagtekens rond de Europese economie dan rond de Amerikaanse.

Hoe dan ook, in ons beleggingsbeleid vinden we de afgelopen risico-opslagen nog geen aanleiding om de allocatie naar bedrijfspapier op te hogen. Een belangrijk verschil met de periode 2012-13, toen spreads gelijkaardig waren, is de houding van centrale banken: toentertijd stonden ze in verruimingsmodus, inclusief opkoopprogramma's die bedrijfspapier meenamen. Nu is dat het tegenovergestelde.

### ... aandelenmarkten blijkbaar minder

Ondertussen zitten we midden in de resultatentrein, met de bedrijfscijfers over het afgelopen tweede kwartaal.

De voorlopige afdrank is dat het tweede kwartaal degelijk was. Belangrijker nog is dat ondernemingen met een relatief optimistische blik naar de komende maanden lijken te kijken. Zelfs in cyclische sectoren worden verwachtingen voor de tweede jaarhelft regelmatig opwaarts aangepast. Hierbij passen twee bedenkingen.

Ten eerste zijn de goede bedrijfscijfers een illustratie van het feit dat aandelen een stuk bescherming bieden tegen inflatie. Waarderingen en 'fundamentele waarden' zijn gebaseerd op de actualisatie van *nominale* winsten en cash flows. Zolang ondernemingen hun eigen hogere inputprijzen kunnen doorrekenen, profiteren aandeelhouders bijgevolg van de opgelopen prijzen. Tenminste, zolang dit effect niet teniet wordt gedaan door een al te hoge rente.

Ten tweede voegen bovenvermelde optimistische ondernemingen er vaak aan toe dat ze in het basisscenario abstractie maken van eventuele rantsoenering van energie. Het spreekt voor zich dat met name dit uitgangspunt met grote onzekerheid omgeven is.

Zelf zijn we in ons beleggingsbeleid dan ook terughoudend. De economische onzekerheid is, vooral voor Europa, groter dan gemiddeld en dit is tot op heden in beperkte mate terug te zien in de tot nog toe hoge winstverwachtingen. We houden bijgevolg een onderwogen positionering in aandelen aan. Geconcentreerd in de Europese markt.

Ook onze twijfel of centrale banken snel hun verstrakkend monetaire beleid zullen stopzetten of terugschroeven, draagt bij aan onze voorzichtige houding tegenover aandelen.



## Marktoverzicht

| Aandelen                                |                    |                      |                          |                       |
|-----------------------------------------|--------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
|                                         | Index              | Afgelopen maand      | Afgelopen 3 maanden      | Vanaf 31-12-2021      |
| Wereldwijd (MSCI AC)                    | 995                | 6.6%                 | -2.3%                    | -15.4%                |
| Geïndustrialiseerde landen (MSCI World) | 2749               | 7.4%                 | -1.7%                    | -14.9%                |
| Opkomende markten (MSCI EM)             | 995                | 0.2%                 | -7.5%                    | -19.2%                |
| Verenigde Staten (S&P500)               | 4119               | 7.7%                 | -0.3%                    | -13.6%                |
| Eurozone (EURO STOXX 50)                | 3707               | 7.5%                 | -2.5%                    | -13.8%                |
| Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)          | 7413               | 3.4%                 | -1.7%                    | 0.4%                  |
| Japan (Topix)                           | 1960               | 6.2%                 | 3.2%                     | -1.6%                 |
| Nederland (AEX)                         | 728                | 11.1%                | 2.4%                     | -8.7%                 |
| Staatsobligaties (10-jaar)              |                    |                      |                          |                       |
|                                         | Rente (%)          | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2021 (bp) |
| Verenigde Staten                        | 2.57               | -31                  | -36                      | 106                   |
| Japan                                   | 0.19               | -4                   | -4                       | 12                    |
| Duitsland                               | 0.78               | -45                  | -16                      | 96                    |
| Frankrijk                               | 1.35               | -45                  | -11                      | 115                   |
| Italië                                  | 2.74               | 274                  | 115                      | 169                   |
| Nederland                               | 1.07               | -52                  | -15                      | 110                   |
| Verenigd Koninkrijk                     | 1.81               | -35                  | -10                      | 84                    |
| Bedrijfsobligaties                      |                    |                      |                          |                       |
|                                         | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2021 (bp) |
| Verenigde Staten                        | 143                | -15                  | 8                        | 51                    |
| Eurozone                                | 186                | -30                  | 35                       | 91                    |
| Hoogrentende obligaties                 |                    |                      |                          |                       |
|                                         | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2021 (bp) |
| Verenigde Staten                        | 465                | -113                 | 86                       | 182                   |
| Eurozone                                | 584                | 105                  | 134                      | 266                   |
| Opkomende markten (USD)                 | 531                | -9                   | 92                       | 162                   |
| Opkomende markten (Lokale valuta)       | 414                | 4                    | 33                       | -31                   |
| Vastgoed                                |                    |                      |                          |                       |
|                                         |                    | Afgelopen maand      | Afgelopen 3 maanden      | Vanaf 31-12-2021      |
| Wereld                                  |                    | 6.1%                 | -7.2%                    | -7.9%                 |
| Noord-Amerika                           |                    | 7.3%                 | -4.7%                    | -6.6%                 |
| Europa                                  |                    | 11.1%                | -11.9%                   | -21.7%                |
| Grondstoffen                            |                    |                      |                          |                       |
|                                         |                    | Afgelopen maand      | Afgelopen 3 maanden      | Vanaf 31-12-2021      |
| Bloomberg index                         |                    | 2.5%                 | -7.1%                    | 21.5%                 |
| Basismetalen                            |                    | 0.9%                 | -19.8%                   | -13.0%                |
| Brent olie (USD per vat)                | 100.03             | -7.2%                | -1.5%                    | 34.6%                 |
| Goud (USD per troy ounce)               | 1778               | -1.3%                | -7.0%                    | -2.8%                 |

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 1 augustus 2022

Bron: Bloomberg



## Tactische vooruitzichten

| Vermogenscategorie                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
| <b>Aandelen</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | <b>Negatief</b> |
| <p>Aandelen hebben een goede maand juli achter de rug. De wereldwijde index van MSCI, inclusief opkomende markten, steeg met 6,9% in lokale valuta. Amerika en Europa kenden een bijna gelijkaardig verloop. Met respectievelijk iets meer dan 9% en 6% hogere koersen, eveneens in lokale valuta. Dit alles ondanks de vaststelling dat het momentum in de wereldeconomie verder afneemt. Beleggers rekenen op een uiteindelijke stopzetting of zelfs terugschroeving van het scherpere monetaire beleid. In de VS is er discussie of we al dan niet reeds over een recessie mogen spreken. De eurozone presteerde in het tweede kwartaal sterker dan verwacht, maar is dan weer gevoeliger voor eventueel verder stijgende energieprijzen en -tekorten in de tweede jaarhelft. We plaatsen vraagtekens bij de houdbaarheid van de verwachte winstgroei. Waarderingen van aandelen zijn flink gedaald, waardoor aandelen vanuit dit oogpunt aantrekkelijker zijn geworden. Toch vormen eventuele negatieve winstherzieningen een neerwaarts risico voor de waardering van aandelen de komende periode. Vooral in Europa.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 |
| <b>Staatsobligaties</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | <b>Negatief</b> |
| <p>In juli daalden tienjaarsrentes over een breed front. Van niveaus gezien medio juni daalde de rente in de VS van 3,50% naar 2,65%, in het VK van 2,65% naar 1,86% en in Duitsland van 1,60% naar 0,82%. Hiermee reageerden beleggers op de afkoelende economische data. Ook de verwachting van mildere centrale banken speelde mee, vooral aan het korte eind van de rentecurve. Ondanks de renteverhoging door de Federal Reserve brokkelde het éénjaarstarief in de VS sedert het midden van de maand met 30 basispunten af. In Duitsland was er een gelijkaardige beweging met 10 basispunten. Per saldo vervalkten de rentecurves in beide regio's. Wat de reële rentes betreft, die zetten vooral tegen het eind van de maand een verdere stap terug. In de eurozone door de gedaalde nominale rente, in de VS mede ondersteund door oplopende inflatieverwachtingen. Opnieuw een indicatie dat markten verwachten dat de Fed op enig moment vooral aandacht zal krijgen voor de lagere groei in plaats van uitsluitend voor inflatiebestrijding. Wij zijn echter niet overtuigd dat centrale banken spoedig hun monetaire verstrakking zullen stopzetten en blijven voorzichtig met obligaties.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                 |
| <b>Bedrijfsobligaties investment grade</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | <b>Neutraal</b> |
| <p>Nadat ze in juni flink waren opgelopen, kwamen risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties in juli weer in. Toch blijven ze met name in de eurozone op het hoogste niveau sinds 2012/13 (met uitzondering van het begin van de pandemie). Hoewel bedrijfsobligaties vanuit waarderingsstandpunt weer aantrekkelijker zijn geworden, verkiezen we op dit moment om een neutrale weging te behouden. In tegenstelling tot eerdere periodes met gelijkaardige spreads, staan centrale banken nu in een verkrappingsmodus. Bovendien hoeven beleggers, nu rentes op staatsobligaties weer positief zijn, minder op zoek naar rendement.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                 |
| <b>Bedrijfsobligaties high yield</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | <b>Neutraal</b> |
| <p>Ook kredietopslagen op hoogrentende bedrijfsobligaties kwamen in. In lijn met het verloop van aandelenmarkten. De hoge rentes, rond de 8% in de VS en 7% in de eurozone, maken hoogrentende bedrijfsobligaties aantrekkelijk vanuit waarderingsoogpunt. Maar het maakt de financiering voor deze bedrijven ook beduidend duurder. Hoewel een negatief scenario met afnemende groei en hoge inflatie voor een groot deel is ingeprijsd, zien we ook neerwaartse risico's, zoals lagere winstgroei en oplopende wanbetalingen.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                 |
| <b>Beursgenoteerd vastgoed</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | <b>Neutraal</b> |
| <p>In juli presteerden de beursgenoteerd vastgoed categorieën eveneens goed en deze hielden meer dan gelijke tred met aandelenmarkten. De wereldwijde vastgoed index steeg 10,6% met een stijging van 8,9% in Noord-Amerika en zelfs 12,2% in Europa (alle percentages in lokale valuta). De beleggingscategorie profiteerde van de gedaalde kapitaalmarktrentes in juli en de hoop van beleggers dat centrale banken de monetaire verstrakking op enig moment zullen pauzeren of zelfs loslaten naar mate economische groei verder onder druk komt te staan. Het herstel op de vastgoedmarkt was dan ook met name te zien bij de meer rentegevoelige sectoren, waar kasstromen verder in de toekomst liggen en meer groei verwacht wordt, zoals logistiek, datacentra, opslagruimtes en ook huurwoningen. Beursgenoteerd vastgoed staat bekend als een defensieve sector binnen aandelen. Bovendien hebben de kasstromen voor een deel een koppeling met inflatie. Oplopende rentes vormen wel een risico voor deze beleggingscategorie, ook relatief ten opzichte van algemene aandelen. De gedaalde renteniveaus in juli waren derhalve een steun in de rug. De waardering van beursgenoteerd vastgoed is gedaald, waardoor we de categorie niet langer als duur zien. We vinden vastgoed nog wel duur ten opzichte van vastrentende categorieën met een vergelijkbare kredietstatus. Los van de onzekerheden omtrent groei, en daarmee de vraag naar vooral winkels en kantoorruimte, vinden we het zicht van beleggers op het loslaten van monetaire verstrakking door centrale banken te voorbarig en wij hebben daarom geen positie in beursgenoteerd vastgoed.</p> |                 |



**Staatsobligaties opkomende markten****Neutraal**

In juli daalde de rentevergoeding op staatsobligaties uit opkomende markten genoteerd in dollars met ongeveer 40 basispunten, waarvan 10 basispunten een daling van de risico-opslag betrof. Voor obligaties genoteerd in lokale valuta daalde de rente naar 6,8%. Ook hier geeft de verwachting van beleggers op minder renteverhogingen van de Fed de beleggingscategorie wat lucht. Een rente van rond de ruim 8% voor obligaties in dollars en iets minder dan 7% voor 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 duurder dollar en stijgende rentes in de VS. Daartegenover staat dat schulden over het algemeen hoog zijn, vooral van overheden. Ook lagere groei in China, 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. Verlichting van de druk kan ontstaan wanneer centrale banken, met name de Fed in de VS, een minder krap monetair beleid gaan voeren. Dit achten wij nu echter nog te vroeg. Vandaar onze neutrale visie.

**Grondstoffen****Neutraal**

In juli kwam er een einde aan de sterke dalingen in grondstofprijzen als gevolg van recessie-angst bij beleggers. De brede index steeg in juli met 2,9%, wat vooral het gevolg was van de hernieuwde onrust op energiemarkten. Deze onrust werd veroorzaakt door onzekere gasleveranties door Rusland aan Europa. Na een korte periode van jaarlijks onderhoud in juli aan de Nordstream 1 pijplijn naar Duitsland, was het onzeker of Rusland de gasleveranties weer zou hervatten. Na dit onderhoud werden gasleveranties weer hervat op het niveau van voor het onderhoud, namelijk op 40% van de maximale capaciteit. Maar slechts 4 dagen later heeft Rusland de leveranties verder verlaagd naar 20%. Dit heeft de Europese gasprijs sterk doen oplopen tot historisch hoge niveaus van boven de €200 per MWh. Maar ook olie en olieproducten liepen weer op in prijs. Deze energiecomponent liet de grondstoffenindex in de plus eindigen deze maand. Industriële metalen hadden nog te maken met wat prijsdruk door verslechterende economische vooruitzichten. Voedselprijzen daalden in de maand juli licht onder meer door het vooruitzicht dat, mede door tussenkomst van Turkije, na een overeenkomst tussen Rusland en Oekraïne export van graan waarschijnlijk op korte termijn weer mogelijk zou zijn. Ook met een derde maandelijkse daling van de goudprijs, denken we dat de goudprijs zich nog niet helemaal heeft aangepast aan de hogere reële rente. 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. Wij zijn echter wat terughoudender geworden op economische vooruitzichten wereldwijd, mede hierdoor hebben wij de afgelopen maand onze positie in grondstoffen teruggebracht naar neutraal.

LUC ABEN  
 Hoofdeconoom  
 L.Aben@vanlanschot.com  
 +32 (0)495 23 14 31





## VAN LANSCHOT KEMPEN ASSET RESEARCH &amp; COMMUNICATION:

Yaela van Raalte – Hoofd ARC

Michel Iglesias del Sol – Hoofd investment strategy

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

Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg

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.