



# Visie op asset allocatie

FEBRUARI 2023

- Economische groei minder goed dan het lijkt, behalve in China
- Centrale banken weten markten niet te overtuigen
- Onderweging in aandelen groter in de VS dan in Europa
- Negatieve visie op hoogrentende bedrijfsobligaties

Na het moeizame 2022 gingen financiële markten in 2023 voortvarend van start. In feite een voortzetting van het optimisme sinds oktober vorig jaar, dat alleen in december even werd onderbroken. Lagere inflatie en de hoop dat centrale banken het einde van de renteverhogingen naderen, blijven belangrijke drijfveren voor financiële markten. In de VS en het VK daalde de tienjaarsrente met zo'n 35 basispunten, in Duitsland met 29 basispunten.

## Dalende kapitaalmarktrentes voeden optimisme



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Risico-opslagen op Italiaanse en Spaanse staatsobligaties, investment grade en high yield bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende markten daalden. De wereldwijde aandelenindex van MSCI steeg met 7,1%<sup>1</sup>, waarbij opkomende markten

en de eurozone met 8% en 9% de grootste winst boekten en het VS en het VK met 6% en 4% wat achterbleven. Voor wereldwijde aandelen was het de beste start van het jaar sinds 2019, toen markten herstelden van de verliezen aan het eind van 2018. Wereldwijd deed vastgoed het met een plus van bijna 9% iets beter dan aandelen. Grondstoffen verloren wat terrein door licht dalende olieprijs, terwijl de prijzen van basismetalen juist stegen. Opvallend was het oplopen van de goudprijs, die veelal juist floreert als risicovolle beleggingen het moeilijk hebben. Maar de opleving van de goudprijs was vooral te danken aan het dalen van reële rentes in de VS en in Europa.

Het optimisme op markten is ook gedreven door meevallende economische cijfers. Toch zien we onderliggend nog wel problemen en zijn we er niet van overtuigd dat centrale banken snel een draai naar renteverlagingen zullen maken. En ook de winstontwikkeling van bedrijven vinden we niet sterk. We hebben daarom ons beleggingsbeleid gehandhaafd. We hebben een negatieve opinie op aandelen. Voor high yield bedrijfsobligaties hebben we onze opinie verlaagd naar negatief. We vinden de risico-opslagen te laag.

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

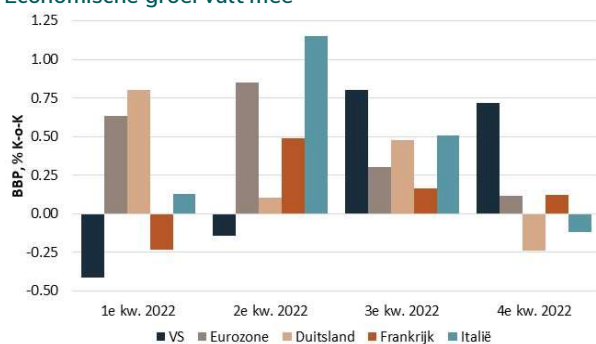
## Groei lijkt op het eerste gezicht goed

Op het eerste gezicht lijken de economische groeicijfers over het vierde kwartaal goed. In de VS groeide de economie met 0,7% ten opzichte van het derde kwartaal. Dat was maar een lichte daling ten opzichte van de ook al stevige groei in het derde kwartaal. Deze groei werd echter voor een groot deel gedragen door de buitenlandse handel en flink oplopende voorraden. Groei uit voorraadvorming is maar tijdelijk en de bijdrage van de buitenlandse handel kwam vooral voor rekening van dalende invoer. Ook geen sterk teken. De onderliggende groei van consumptie, overheidsbestedingen en investeringen was slechts 0,2%.

Bedrijfsinvesteringen noteerden een miniem plusje, terwijl investeringen in woningen voor het zevende kwartaal op rij daalden. De consumptie steeg, maar vertraagde wel gedurende het kwartaal.

In de eurozone groeide de economie met 0,1%. Verre van spectaculair, maar beter dan de krimp die enkele weken geleden nog werd verwacht. Gezien de schokken waar de economie van de eurozone aan is blootgesteld, is dit een meevaller. Tegenover lichte krimp in Duitsland en Italië stond geringe groei in Frankrijk en Spanje. De uitsplitsing is alleen voor Frankrijk gepubliceerd en daaruit bleek een forse krimp van de consumptie. De groei was vooral te danken aan een daling van de invoer.

### Economische groei valt mee



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Een terugkerend thema in de groeicijfers is het afzakken van de consumptieve bestedingen. In de VS groeide de consumptie in het vierde kwartaal, maar kropen de bestedingen in november en december. Gezinnen besloten om stijgende inkomens te gebruiken om besparingen, die de

afgelopen maanden sterk waren afgenomen, weer wat op te bouwen. Volgens de indicator van de Conference Board daalde het consumentenvertrouwen ook weer wat in januari. Voor Europa noemden we al de dalende consumptie in Frankrijk, maar zagen we ook fors dalende detailhandelsverkopen in Duitsland en in het VK. Het vertrouwen onder consumenten is in de eurozone wel wat verbeterd, maar nog altijd laag. In het VK daalde het consumentenvertrouwen weer in januari. Het is niet zo gek dat de consumptieve bestedingen een keer onder druk zouden komen. Afgelopen jaar is de koopkracht van consumenten achteruit geheld, maar zijn besparingen gebruikt om na de coronapandemie weer te kunnen consumeren. Maar met de aanhoudend onzekere economische vooruitzichten, zetten consumenten nu toch de tering naar de nering.

### Consumptie eurozone onder druk



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Positief voor de eurozone is dat voorlopige indicatoren, zoals inkoopmangersindices, de Economic Sentiment Index, de Duitse Ifo-index en het consumentenvertrouwen verder zijn verbeterd. Deze indicatoren wijzen hooguit op marginale groei, maar dat is al beter dan een recessie. Maar negatief zijn de aanhoudende inflatie en de effecten van monetaire verkrapping. De inflatie daalde harder dan verwacht naar 8,5% in januari. Maar in Duitsland waren problemen met het nationale cijfer, waardoor dat niet gepubliceerd kon worden. Even afwachten dus of er nog een herziening volgt. Maar belangrijker, de kerninflatie was onveranderd 5,2%. Waar in de VS prijzen van consumptiegoederen al veelal aan het dalen zijn, is dat in de eurozone nog niet het geval. Daardoor blijft er neerwaartse druk op de koopkracht. De effecten van monetaire verkrapping worden in toenemende mate duidelijk uit afnemende



geldgroei en kredietverlening door banken. We voorzien dan ook een periode met zeer lage groei in de eurozone, waarbij de werkloosheid wat zal oplopen.

In het VK lijkt een recessie onvermijdelijk. Er is weinig vertrouwen onder producenten en consumenten en nog hoge inflatie. De arbeidsmarkt begint te verzwakken, met afnemende werkgelegenheid en oplopende werkloosheid. De loongroei is wel fors en de inflatie hoog. De groei was al negatief in het derde kwartaal en met krimpende detailhandelsverkoop en industriële productie in het vierde kwartaal zou ook in dat kwartaal negatief geweest kunnen zijn.

In de VS verbeterden de nationale inkoopmanagersindices in de industrie en in de dienstensector. Maar ze staan wel op duidelijk lagere niveaus dan in de eurozone. Regionale inkoopmanagersindices daalden gemiddeld genomen en dat was ook het geval voor de ISM-index voor de industrie. We noemden al de negatieve consumptiecijfers. Vooral rentegevoelige bestedingen staan onder druk. Reële inkomens stijgen weliswaar, maar de negatieve ontwikkelingen op de huizenmarkt zullen leiden tot terughoudendheid onder consumenten. De arbeidsmarkt vertoont wat barstjes. Zo dalen het aantal uitzendbanen, het aantal gewerkte uren per week en de overuren al enkele maanden op rij. Dit zijn vaak de eerste arbeidsmarktindicatoren die op een keerpunt wijzen.

### Bedrijfsorders VS reden tot zorg



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Naast de consument heeft ook de industriële sector het moeilijk. De groei van de productie neemt sterk af en orderboeken zijn minder goed gevuld. Vooral de

sterke daling van de nieuwe orders in de Amerikaanse ISM-index voor de industrie sprong in het oog. Dat komt door minder consumptieve vraag en terughoudendheid bij bedrijfsinvesteringen, zaken waar we niet snel verbetering in zien.

In China veert de economie wel snel op. Het abrupt loslaten van beperkende coronamaatregelen leidde weliswaar tot een golf aan infecties, maar door de milde omicron-variant bleef de economische schade beperkt. Na deze zogeheten *exit wave*, zal de Chinese economische groei in 2023 hoger uitvallen dan eerder verwacht. Consumenten kunnen eindelijk weer besteden en doen dat dan ook.

Inkoopmanagersindices in de dienstensector zijn snel verbeterd. Mede vanwege de lage basis, ten opzichte van het vorige jaar, kan de groei uitkomen tussen de 5-6%. Dit wordt met name gedreven door de dienstensector, ondersteund door uitgaven van de extra besparingen van huishoudens de afgelopen jaren, en het, voorzichtig, stimulerende beleid van de overheid. De vastgoedsector krijgt voorlopig lucht van de overheid, middels voldoende toegang tot liquiditeit, en de vastgoedsector kan, zodra het consumentenvertrouwen en -inkomen is toegenomen, wat gaan herstellen. Van oudsher een sterke drijfveer van de Chinese economie, uitvoer, zal het lastig hebben gegeven de wereldwijd lagere vraag naar goederen.

De heropening in China heeft een inflatoire impact op de wereldeconomie. Dit is meer zichtbaar bij grondstoffen (o.a. basismetalen en energie), waar China een groot deel van de wereldwijde vraag voor haar rekening neemt, dan aan de goederenkant. Krapte in aanvoerketens van goederen zijn aan het verminderen en de wereldwijde vraag naar goederen neemt af. Opwaartse druk op grondstoffenprijzen zal niet enthousiast worden verwelkomd door centrale banken in ontwikkelde markten.

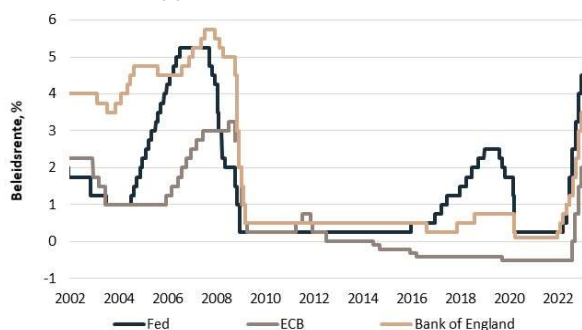
### Fed, ECB en BoE verhogen rente verder

Een renteverhoging van 25 basispunten, zoals verwacht, en de boodschap dat de rente verder verhoogd zal worden, en dus ook niet snel verlaagd, maar toch een zeer positieve marktreactie. Kortom, Fed-voorzitter Powell kon de markten wederom niet overtuigen. Het beetje toegeven dat de inflatie gaat dalen "het disinflatieproces is ingezet", was genoeg voor aandelenmarkten om 1,5% tot 2% te stijgen. En



voor de tweejaarsrente om ruim 10 basispunten te dalen en voor de tienjaarsrente 7 basispunten. De Fed gaf een gemengde boodschap over inflatie. De inflatie in de goederen- en energiecomponenten zijn al flink gedaald en voor de wooncomponent lijkt dat een kwestie van tijd. Maar de Fed maakt zich nog wel zorgen over de inflatie in de dienstensector, die het meest gedreven wordt door loonontwikkelingen. En de arbeidsmarkt is nog uit balans – lees: te krap – dus zijn er meer renteverhogingen nodig. De Fed lijkt zich minder zorgen te maken over de financiële condities (rentestanden, risico-opslagen, aandelenmarkten, etc.). In december sprak de Fed nog van een ongewenste verruiming van de financiële condities, maar nu zei Powell desgevraagd dat er niet zoveel veranderd is sinds december. De financiële condities zijn iets ruimer geworden. Niet veel, maar toch opmerkelijk dat Powell dat nu niet meer zorgwekkend vindt. En een boodschap voor markten dat de Fed niet dwars gaat liggen bij teveel optimisme. Bij dit alles moet bedacht worden dat de Fed de rente nog steeds verhoogt en dat waarschijnlijk ook in maart nog zal doen. Met een economie die met grote waarschijnlijkheid op weg is naar een recessie zou dat de laatste renteverhoging van deze cyclus kunnen worden. Hoewel Powell nog gelooft in een zachte landing. Rentemarkten kunnen wel gelijk krijgen in hun verwachtingen van renteverlagingen door de Fed later dit jaar, maar dan wel met een veel zwakkere economie.

### Snelle rentestappen van Fed, ECB en BoE



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

In december wist ECB-president Lagarde de rente nog omhoog te praten, maar dat lukte deze keer niet. De boodschap was duidelijk genoeg. De ECB zal koers houden en de rente geleidelijk en significant verder verhogen. Na deze stap van 50 basispunten heeft de ECB de sterke intentie ook in maart zo'n

rentestap te zetten. De ECB voorziet ook nu niet dat in maart de piek in de rente al wordt bereikt. De rente zal langere tijd restrictief moeten blijven om de inflatie terug te brengen naar het doel van de ECB van 2%. En markten moeten vooral niet twijfelen aan de intenties van de ECB. Want, in tegenstelling tot de VS, is in de eurozone het disinflatieproces nog niet ingezet. Toch daalden de tweejaars- en tienjaarsrentes in Duitsland met 10 basispunten na het ECB-besluit. Aandelen gingen ruim 1% hoger. Europees vastgoed, wat de dag al stevig begonnen was, ging zelfs ruim 2% omhoog. De conclusie zou dus kunnen zijn dat markten de ECB niet geloven. Maar dat is op korte termijn niet het geval. Een verhoging van 50 basispunten in maart is volledig ingeprijsd en ook een stap met 25 basispunten in mei. Voor juni is de kans op een renteverhoging met 25 basispunten volgens de markt iets meer dan 50%. Maar markten verwachten wel een relatief snelle draai van de ECB. De zwakke groei die de ECB voorziet en het feit dat de ECB de risico's rond inflatie als meer gebalanceerd ziet dan in december (maar niet volledig in balans), wordt door markten aangegrepen om zo'n draai te voorzien. Voorlopig hebben we echter nog te maken met renteverhogingen door de ECB, niet met verlagingen.

Ook de Bank of England verhoogde de rente met 50 basispunten, conform verwachting. En ook hier daalden rentes na het besluit. Een aanleiding was dat er nu geen enkele beleidsmaker voor een grotere rentestap stemde, terwijl dat in december nog wel het geval was. Maar belangrijker, de BoE gaf aan dat de inflatie in veel landen, waaronder het VK, waarschijnlijk over de piek heen is. Gasrijzen zijn gedaald, verstoringen in productieketens grotendeels opgelost en de vraag is vertraagd. Als de BoE uitgaat van de marktverwachting dat de beleidsrente, die nu op 4% staat, piekt op 4,5% en dan terugvalt naar 3,75% in drie jaar, dan zou de inflatie op middellange termijn dalen tot onder 2%. Daarmee gaf de BoE impliciet de boodschap dat de marktverwachtingen voor de beleidsrente wat aan de hoge kant zijn. Ook de verwachtingen voor de korte termijn liepen dan ook terug. Voor maart was voor het besluit nog ruimschoots een stap van 50 basispunten ingeprijsd, daarna niet meer volledig. Als er ergens getwijfeld moet worden of de centrale bank nog veel verder zal gaan met renteverhogingen, dan is het wel in het VK. De BoE heeft de rente nu al met 390 basispunten verhoogd en dat laat zijn sporen na op de economie.

Huizenverkoop en prijzen dalen en een recessie is mogelijk al begonnen.

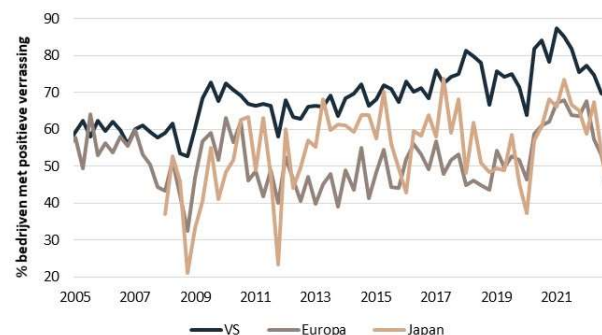
Al met al is het wat ons betreft nog te vroeg om vooruit te lopen op renteverlagingen door centrale banken. De renteverhogingen die tot nu toe zijn doorgevoerd, moeten hun effect op economieën nog hebben. Maar gegeven de hoge inflatie zullen centrale banken minder snel een draai kunnen maken als economieën verder afkoelen.

## Winstgroei neemt af

Het cijferseizoen, waarbij bedrijven hun resultaten over het vierde kwartaal van vorig jaar rapporteren, is in volle gang. In de VS heeft een vijfde van de bedrijven in de S&P500 gerapporteerd. Tot nu toe levert dat een gemengd beeld op. In de VS is de omzetgroei afgenomen van 11% in het derde kwartaal naar bijna 6% in het vierde. De winstgroei is stilgevallen, waar gerekend werd op een lichte daling. Net als in het derde kwartaal wordt de winstgroei flink geholpen door de energiesector. Zonder deze sector daalden de winsten met 6%. Het feit dat de winstgroei lager is dan de omzetgroei betekent dat er druk is op winstmarges. Door afnemende inflatie stijgen de kosten wel minder snel, maar is het voor bedrijven ook moeilijker om stijgende loonkosten door te berekenen aan afnemers. Voor het eerste en het tweede kwartaal worden overigens winstdalingen verwacht van ruim 4%. Deze daling lijkt niet genoeg voor een recessie, waarop de kans inmiddels groot is. Winsten worden in de VS dan ook nog steeds neerwaarts bijgesteld. Bovendien is de waardering van Amerikaanse aandelen nog altijd aan de hoge kant. De voorwaartse koers-winstverhouding is de afgelopen maanden weer opgelopen tot ruim boven de 18, wat ook boven het langjarig gemiddelde is. De risicopslag op Amerikaanse aandelen is met 1,9% procentpunt historisch gezien zeer laag.<sup>2</sup> Dat maakt Amerikaanse aandelen minder aantrekkelijk ten opzichte van staatsobligaties. We vinden de rally in Amerikaanse aandelen voorbarig. Door recente marktbevingen is onze aandelenonderweging in de VS wat groter geworden dan in Europa. We hebben besloten om dat niet te corrigeren.

<sup>2</sup> De risicopremie op aandelen is het verschil tussen het winstrendement (de winst gedeeld door de koers en dus het omgekeerde van de koers-winstverhouding) en de rente op

## Minder bedrijven weten winstverwachtingen te overtreffen



Bron: Factset, Van Lanschot Kempen

Ook in Europa heeft een vijfde van de bedrijven in de STOXX600 resultaten over het vierde kwartaal gerapporteerd. Het beeld is tot nu toe beduidend beter dan in de VS. Met bijna 12% is de omzetgroei vrijwel gelijk, maar de winstgroei van bijna 9% is een stuk beter en ook veel hoger dan verwacht. Waarbij aangetekend dat de resultaten vertekend zijn door enkele uitschieters. Desondanks is de winstgroei in Europa tot nu toe een stuk lager dan in het derde kwartaal, toen de groei nog 24% was. Voor de komende drie kwartalen worden, op jaarbasis, winstdalingen verwacht. Dat ligt voor de hand gezien de zwakke economische groei en de sterke winstgroei vorig jaar. Ondanks de verbeterde economische vooruitzichten, is recent het aantal neerwaartse winstherzieningen van analisten groter dan het aantal opwaartse herzieningen. De afzwakking van de winstgroei staat in sterk contrast met de rally in Europese aandelen. We hebben onze onderweging dan ook gehandhaafd. De onderweging in Europa is kleiner dan in de VS. Europese aandelen zijn laag gewaardeerd ten opzichte van de VS en de economische vooruitzichten van de VS koelen recent sneller af dan die van Europa.

tienjaars staatsobligaties. De risicopremie geeft dus het extra rendement weer op het beleggen in aandelen ten opzichte van obligaties, bij gelijkblijvende koersen.

## Marktoverzicht

Aandelen				
	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereldwijd (MSCI AC)	1043	8.1%	11.4%	8.1%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	2810	8.0%	10.3%	8.0%
Opkomende markten (MSCI EM)	1043	9.0%	20.2%	9.0%
Verenigde Staten (S&P500)	4119	7.3%	6.8%	7.3%
Eurozone (EURO STOXX 50)	4171	10.0%	14.3%	10.0%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7761	4.2%	8.0%	4.2%
Japan (Topix)	1972	4.3%	1.7%	4.3%
Nederland (AEX)	748	8.5%	11.0%	8.5%
Staatsobligaties (10-jaar)				
	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	3.42	-46	-63	-46
Japan	0.49	7	24	7
Duitsland	2.28	-29	15	-29
Frankrijk	2.75	-36	8	-36
Italië	3.78	4	219	4
Nederland	2.57	-34	13	-34
Verenigd Koninkrijk	3.31	-37	-16	-37
Bedrijfsobligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	118	-12	-42	-12
Eurozone	150	-17	-69	-17
Hoogrentende obligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2022 (bp)
Verenigde Staten	419	-50	-27	-50
Eurozone	455	-57	-143	-57
Opkomende markten (USD)	444	-8	-104	-8
Opkomende markten (Lokale valuta)	306	21	-9	21
Vastgoed				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Wereld		6.5%	-0.2%	6.5%
Noord-Amerika		8.6%	0.3%	8.6%
Europa		9.3%	7.4%	9.3%
Grondstoffen				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2022
Bloomberg index		-2.5%	-2.4%	-2.5%
Basismetalen		7.3%	17.9%	7.3%
Brent olie (USD per vat)	82.84	-3.3%	-7.7%	-3.3%
Goud (USD per troy ounce)	1943	6.4%	17.8%	6.4%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 2 februari 2023

Bron: Bloomberg



## Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
<b>Aandelen</b>	<b>Negatief</b>
<p>Aandelen zijn het jaar goed begonnen. Na een pauze in december zette de rally in januari door die in oktober begon. Aandelenmarkten worden nog steeds sterk gedreven door de vooruitzichten voor het monetaire beleid. Afnemende inflatoire druk en hoop op een einde aan de renteverhogingen door centrale banken voeden het optimisme. Wij vinden het echter voorbarig om steun van centrale banken te verwachten. Aandelenmarkten bodemen vaak pas als centrale banken de rente gaan verlagen en dat is nog niet aan de orde. Voor het zover is, staat de wereldeconomie nog een moeilijke periode te wachten. De economische situatie in China is snel aan het verbeteren, maar de VS lijken op weg naar een recessie. En ook in Europa ligt een recessie nog op de loer. Hogere beleidsrentes komen in de plaats van inflatie als rem op de economie. Wij denken dat winsten verder neerwaarts zullen worden bijgesteld. Waarderingen zijn niet aangepast aan de mogelijkheid van een recessie. We houden daarom vast aan onze onderweging in Amerikaanse en Europese aandelen. De onderweging is groter in de VS vanwege de hogere waardering van Amerikaanse aandelen en vanwege de snel verslechterende economische vooruitzichten.</p>	
<b>Staatsobligaties</b>	<b>Neutraal</b>
<p>Centrale banken zijn op weg om het tempo van de renteverhogingen te verlagen, maar daar is wel alles mee gezegd. De Fed krijgt nog niet wat zij wil. De Amerikaanse arbeidsmarkt koelt nauwelijks af en financiële condities, zoals de tienjaarsrente, risico-opslagen op bedrijfsobligaties, aandelenprijzen en de Amerikaanse dollar, werken onvoldoende mee. Er is dus een kans dat de Fed de rente langer hoog moet houden dan nu wordt verwacht. Markten geloven de boodschap van de Fed niet. In januari daalde de tweejaarsrente in de VS met 19 basispunten; de tienjaarsrente met 34 basispunten. Het lukt de ECB beter markten ervan te overtuigen dat een draai voorlopig niet in zicht is. De tweejaarsrente in Duitsland daalde in januari slechts met 8 basispunten en de tienjaarsrente met 25 basispunten. Dit na sterke stijgingen in december. Binnen staatsobligaties zijn we onderwogen in de eurozone, overwogen in de VS en per saldo neutraal. Toch zijn we nog voorzichtig. Centrale banken kijken vooral in de achteruitkijkspiegel naar de torenhoge inflatie. We houden onze positionering daarom laag en in relatief korte looptijden, wat het renterisico verkleint.</p>	
<b>Bedrijfsobligaties investment grade</b>	<b>Neutraal</b>
<p>Risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties daalden in januari in de VS en in de eurozone. Met de dalingen van de onderliggende rentes op staatsobligaties leidde dat tot lagere rentes op investment grade. Eind januari noteerde de rente op deze bedrijfsobligaties in de VS 4,6%, in de eurozone iets boven de 3,8%. Rentenniveaus zijn aantrekkelijk vanuit historisch perspectief. In de VS ligt het ook boven het dividendrendement op aandelen, hoewel dat enigszins vertekend is aangezien Amerikaanse bedrijven een relatief groot deel aan kapitaal teruggeven aan beleggers via aandeleninkoop. We houden vast aan een neutrale weging vanwege het verkrappende monetaire beleid en de grote kans op recessies. Risico-opslagen staan nog niet op niveaus die passen bij recessies en dalende winstgroei.</p>	
<b>Bedrijfsobligaties high yield</b>	<b>Negatief</b>
<p>Risico-opslagen op high yield bedrijfsobligaties daalden fors in januari; in de VS met ruim 50 basispunten en in de eurozone met bijna 40 basispunten. Eind januari stond de rente op deze obligaties in de VS op ruim 7,6% en in de eurozone op ruim 6,8%. Het rentenniveau klinkt aantrekkelijk, maar recessies zijn ook in deze markt nog niet verdisconteerd. In een recessie lopen risico-opslagen in deze categorie gemakkelijk op tot 1000 basispunten. In de VS stonden ze eind december op 470 basispunten, in de eurozone op 512 basispunten. 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. Herfinanciering van leningen, die gemiddeld genomen kortere looptijden hebben dan bij investment grade obligaties, wordt voor bedrijven ook beduidend duurder. Vanwege de gedaalde rente en de verdere daling van de risico-opslagen hebben we onze visie neerwaarts aangepast van neutraal naar negatief.</p>	
<b>Beursgenoteerd vastgoed</b>	<b>Neutraal</b>
<p>Beursgenoteerd vastgoed staat bekend als een defensieve sector binnen aandelen. Bovendien hebben de kasstromen voor een deel een koppeling met inflatie. Oplopende rentes vormen echter wel een risico voor deze beleggingscategorie, ook relatief ten opzichte van algemene aandelen. In januari profiteerde beursgenoteerd vastgoed juist van dalende rentes. Het rendement was iets beter dan van de algemene aandelenindices. De waardering van genoteerd vastgoed is gedaald, waardoor we de categorie niet langer als duur zien en Europa inmiddels goedkoop is ten opzichte van algemene Europese aandelen. Los van onzekerheden omtrent groei, hebben oplopende rentes flink impact gehad op de koersen van genoteerd vastgoed. Zodra de rentedruk afneemt, kan genoteerd vastgoed herstellen. Echter is het nu nog te vroeg voor een draai van centrale banken. Centrale banken willen, na de eerdere onderschatting van inflatiedruk, de arbeidsmarkt zien verzwakken en inflatie duidelijker zien terugvallen richting de 2% alvorens beleidsrenteverlagingen te overwegen.</p>	



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

Januari was een positieve maand voor staatsobligaties uit opkomende markten, gemeten in Amerikaanse dollars. Risico-opslagen voor obligaties genoteerd in dollars daalden met 9 basispunten. Door een lagere kapitaalmarktrente in de VS daalde de algehele rentevergoeding met 44 basispunten. Voor staatsobligaties in lokale valuta daalde de rente met 24 basispunten. De heropening in China in 2023, ondanks de huidige chaotische exit wave met veel coronabesmettingen, en ook meevallende inflatiecijfers in de VS zijn positief. Zicht op dalende (goederen)inflatie in de VS vermindert de druk op obligaties uit opkomende markten. Maar er is nog geen zicht op renteverlagingen van de Fed. De Fed heeft aangegeven nog enkele renteverhogingen te willen doorvoeren vanwege de nog te krappe arbeidsmarkt en opwaartse impact daarvan op diensteninflatie. Ondanks de heropening in China, zijn vertragende groei wereldwijd en lagere uitvoer uit opkomende markten risico's voor de beleggingscategorie. Gegeven relatief hoge rentevergoedingen hebben wij een neutrale visie ten aanzien van obligaties uit opkomende makten in Amerikaanse dollars en in lokale valuta.

**Grondstoffen****Neutraal**

In januari noteerde de brede grondstoffenindex van Bloomberg een klein verlies van 0,9%. Per saldo daalden olieprijsen licht, maar het was vooral de daling van gasprijzen in de VS die neerwaarts bijdroeg. Basismetalen en goud stegen juist. Gezien de afkoelende wereldeconomie zou een lagere olieprijs gerechtvaardigd lijken, maar de economische heropleving van China, lage voorraden en onzekerheden omtrent het aanbod uit Rusland leggen een basis onder de olieprijs. De stijging van basismetalen past bij de betere groeivoorzichten voor de Chinese economie. De stijging van de goudprijs past dan weer bij de daling van de reële rente in de VS, hoewel de discrepantie tussen het niveau van de goudprijs en reële rente iets zegt over de mate van onzekerheid die beleggers zien. Gasprijzen in Europa daalden verder tot 55 euro per megawattuur, waarbij het lijkt dat het laagste punt wel is bereikt. Gasprijzen reflecteren dat de acute dreiging van tekorten is verminderd. Maar op middellange termijn blijft de gasvoorziening in Europa uitdagend. Over het algemeen voor grondstoffen geldt dat vanwege de sancties tegen Rusland en de daardoor lagere leveringen er snel krapte op markten kan ontstaan. Maar daarvoor moet de wereldeconomie wel aantrekken, terwijl die nu juist vertraagt. Dat er nu minder krapte is op grondstoffenmarkten dan eerder dit jaar blijkt ook uit de afgenomen backwardation. Spotprijzen liggen nog wel hoger dan future contracten, maar in mindere mate dan in het recente verleden. Dat maakt grondstoffen minder interessant als belegging.

JOOST VAN LEENDERS  
 Senior beleggingsstrateeg  
 joost.vanleenders@kempen.nl  
 06 8283 1189





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

Yaela van Raalte – Hoofd ARC

Luc Aben – Hoofdeconoom

Robert de Groot – Hoofd investment research en communicatie

Maarten van der Pas – Hoofd editorial desk

Alastair Greenlees – Hoofd investment strategy UK

Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg

Duco Smit – Senior beleggingsstrateeg

Jorn Veeneman – Beleggingsstrateeg

Mees Vlasveld – Beleggingsstrateeg

Panashe Bera – Beleggingsstrateeg

Jack Horvest – Investment Specialist

Ellen Engelhart – Specialist obligaties

Robbert van Riel – Specialist obligaties

Bob Stroeken – Specialist aandelen

Tim Verhagen – Specialist aandelen

Effi Bialkowski – Specialist beleggingsfondsen

Bas Kooman – Investment writer

Hester van Breugel – Specialist communicatie

Rixt Hoekstra – Specialist communicatie



## 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.