



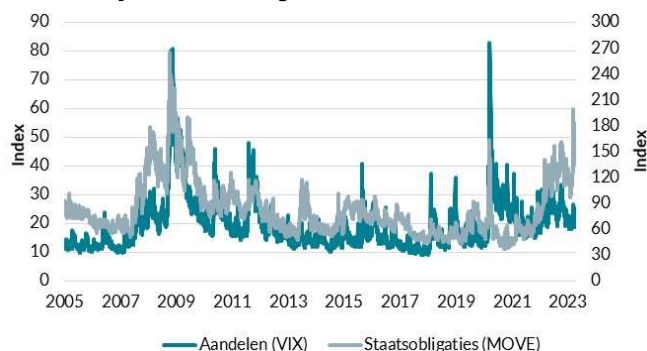
Visie op Asset Allocatie

april 2023

- Onrust bancaire sector: beperkte directe impact
- Monetaire en financiële verkrapping risico voor groei
- Voorzichtig beleggingsbeleid ongewijzigd

Het grote nieuws voor financiële markten was in maart uiteraard de problemen in de financiële sector, waarbij de Amerikaanse banken Silicon Valley Bank en Signature Bank failliet gingen en Credit Suisse gered moest worden middels een gedwongen huwelijk met UBS. De VIX-index, die de beweeglijkheid in de Amerikaanse S&P500 aandelenindex meet, liep op tot 26, het hoogste niveau sinds september vorig jaar.

Meer onrust op Amerikaanse obligatiemarkt dan aandelenmarkt



Bron: Bloomberg Van Lanschot Kempenn

Bankaandelen gingen fors onderuit. De Amerikaanse bankenindex verloor op het dieptepunt bijna 30%, die in de eurozone bijna 20%. Voor de gehele markt waren de verliezen beperkt. Doordat autoriteiten snel ingrepen, konden aandelenmarkten snel herstellen. Voor de gehele maand noteerden wereldwijde aandelen zelfs een plusje

van 2,8%¹. Aandelen uit geïndustrialiseerde landen en uit opkomende markten ontlieden elkaar vrijwel niet. Binnen de geïndustrialiseerde landen deden de VS het met 3,1% beter dan de eurozone met 0,3%. In het VK verloren aandelen wel terrein: -3,1%.

De onrust op aandelenmarkten viel in het niet bij het geweld op obligatiemarkten. Dit kwam door een ongekende daling van verwachte renteverhogingen door centrale banken. De MOVE-index, de evenknie van de VIX voor de Amerikaanse staatsobligatiemarkt, piekte op 200. Dat niveau is vergelijkbaar met de financiële crisis in 2008-2009 en de coronapandemie. De daling van de tweejaarsrente in de VS was de grootste sinds de jaren tachtig. Per saldo daalde de Amerikaanse tweejaarsrente in maart met bijna 80 basispunten, de tienjaarsrente met 45 basispunten. Ook in Duitsland en het VK daalden de rentes, waarbij het VK de uitzondering was met een iets grotere daling aan de lange kant. Risico-opslagen op bedrijfsobligaties liepen uit, vooral in de high yield categorie.

Beursgenoteerd vastgoed moest verliezen incasseren. In Noord-Amerika bleven die nog beperkt tot 3,4%, in Europa liepen ze op tot 12%. Grondstoffenprijzen daalden over het algemeen iets, terwijl de goudprijs bijna 8% klom door de toegenomen onzekerheid.

Wij gaan niet uit van een nieuwe financiële crisis, maar zien in deze ontwikkelingen wel een bevestiging van onze visie

¹ Prijsveranderingen in lokale valuta.

dat het optrekken van beleidsrentes en het afbouwen van balansen door centrale banken een negatieve invloed op economieën begint te hebben. We hebben ons voorzichtig beleggingsbeleid daarom gehandhaafd.

Nieuwe financiële crisis?

Omvallende banken deden de gedachten al gauw teruggaan naar de financiële crisis van 2007-2009, toen het hele financiële systeem dreigde in te storten. Het is volgens ons onwaarschijnlijk dat we op een dergelijk scenario afkoersen. De banken die in de problemen zijn geraakt hebben specifieke problemen die niet kenmerkend zijn voor de hele sector. Silicon Valley Bank en Signature Bank kenden beide een sterke concentratie in hun klantenkring, Silicon Valley Bank in technologie-gerelateerde startups en Signature Bank in vastgoed en in zeker mate in cryptovaluta. Bij beide banken ging een relatief groot deel van de deposito's uit boven de Amerikaanse grens van het depositogarantiestelsel. Dat maakt depositohouders al snel nerveus. En beide banken hadden een grote portefeuille staatsobligaties die sterk in waarde was gedaald door de gestegen rente. Toen depositohouders aanklopten om hun geld op te nemen (wat overigens vooral elektronisch gebeurde), kwamen beide banken in een acuut liquiditeitsprobleem. Dat kan elke bank gebeuren, maar het gebrekkige balansbeheer en de concentratie van risico's was bij deze twee banken uitzonderlijk. Het Zwitserse Credit Suisse werd al een tijd geplaagd door problemen en schandalen, wat in het vierde kwartaal van vorig jaar leidde tot een forse uitstroom van deposito's. In de grootte van de uitstroom is Credit Suisse tot nu toe een uitzondering gebleken in Europa.

Sector financiële dienstverlening hard onderuit



Bron: Bloomberg Van Lanschot Kempen

Kunnen er nog meer lijken uit de kast vallen? Ja, vooral bij de kleinere banken in de VS is dat mogelijk. Het toezicht op deze banken is veel minder strak dan bij grote banken en dat geeft vrees voor potentiële problemen. Daarbij is de vraag in hoeverre Amerikaanse toezichthouders deze

zogenoemde niet-systeemrelevante banken te hulp blijven schieten bij liquiditeitsproblemen. Een gevolg kan zijn dat klanten hun deposito's meer naar de grootbanken brengen die wel systeemrelevant zijn, en daarmee *too big to fail*. Die verschuiving zagen we de afgelopen tijd al gebeuren. Bemoedigend is dat de scherpe focus van analisten en beleggers op de kleinere Amerikaanse banken tot nu toe geen nieuwe slachtoffers heeft opgeleverd.

Maar ook het snelle ingrijpen van autoriteiten heeft de kans op een financiële crisis sterk verkleind. Bij de faillissementen van SVB en Signature Bank werden de tegoeden van alle depositohouders gegarandeerd door de overheid. Men is nog niet zo ver gegaan om alle deposito's in de VS te garanderen. Vrijwel tegelijkertijd zei Fed-voorzitter Powell dat rekeninghouders er vanuit kunnen gaan dat al hun geld veilig is, terwijl minister van Financiën Yellen aangaf dat er geen algemene garantie komt. Dat zorgde voor enige verwarring, maar Yellen liet wel blijken dat in geval van faillissement net als bij de nu omgevallen banken deposito's zullen worden gegarandeerd. Daarnaast tuigde de Fed een nieuw instrument op waarbij banken hun obligaties tegen de nominale waarde bij de Fed kunnen belenen, in ruil voor liquiditeiten. Daarmee is het gevaar van verliezen aan de activa zijde van de balans en nerveuze depositohouders een stuk kleiner geworden.

In Europa heeft UBS nog heel wat werk te verzetten om Credit Suisse in de nieuwe megabank te integreren, maar de Zwitserse overheid heeft flinke garanties afgegeven. Even ontstond onrust rond Deutsche Bank, die jaren geleden vergelijkbare problemen had als Credit Suisse. Onterechte onrust, gezien de huidige kapitaal- en liquiditeitspositie van Deutsche, alsmede de winstgevendheid. Toch een positief teken dat de koers van Deutsche Bank de afgelopen week weer wat kon herstellen.

Gezondere bankbalansen maken de kans op een financiële crisis kleiner in Europa en in de VS. Wat dat betreft is de situatie sinds 2009 sterk verbeterd. Voor Europa pleit nog eens dat alle banken, van groot tot klein, aan een rigoureuze toezichtsregime zijn onderworpen.

Economische gevolgen

Dit alles wil niet zeggen dat de onrust bij de banken geen economische gevolgen zal hebben. Heel direct kan dit leiden tot meer terughoudendheid bij banken om krediet te verstrekken. Versterken van de balans zal in veel gevallen prioriteit krijgen. Nou hebben banken in de VS en in de eurozone hun kredietvoorwaarden al flink aangescherpt. Ze melden dan ook afnemende vraag naar krediet. Een normaal gevolg van krappere monetaire beleid, maar nu

wellicht in een versnelling gekomen. Een gestage uitstroom van deposito's van banken naar bijvoorbeeld geldmarktfondsen (in de VS is al 730 miljard US dollar uitgestroomd, in de eurozone 200 miljard euro), zet het verdienmodel van banken onder druk. Tot nu toe konden ze zeer lage rentes geven op deposito's, terwijl rentes op leningen wel meestegen met beleidsrentes van centrale banken en kapitaalmarktrentes. Gunstig dus voor de rentemarge. We denken overigens dat dit vooral speelt voor de kleinere Amerikaanse banken. Daar is de uitstroom het grootst. Grote Amerikaanse banken zien juist een instroom van liquiditeiten. In de eurozone is de uitstroom klein in vergelijking met balanstotalen en daarmee tot nu toe beheersbaar.

Wat betreft de economische vooruitzichten zal de focus met dit alles meer komen te liggen op indicatoren voor geldgroei en kredietverlening. En die waren voor deze onrust al niet echt bemoedigend. Als gevolg van de monetaire verkrapping van centrale banken is er minder liquiditeit beschikbaar in de economie. De geldhoeveelheid daalde in de VS in februari met 5,8% J-o-J voor een krappere definitie en met 2,4% voor een ruimere. In de eurozone steeg de ruime geldhoeveelheid nog wel met 2,7% J-o-J, maar dat is wel de traagste groei sinds 2014. In het VK is de situatie vergelijkbaar met die in de eurozone.

Groei geldhoeveelheid neemt snel af



Bron: Bloomberg Van Lanschot Kempen

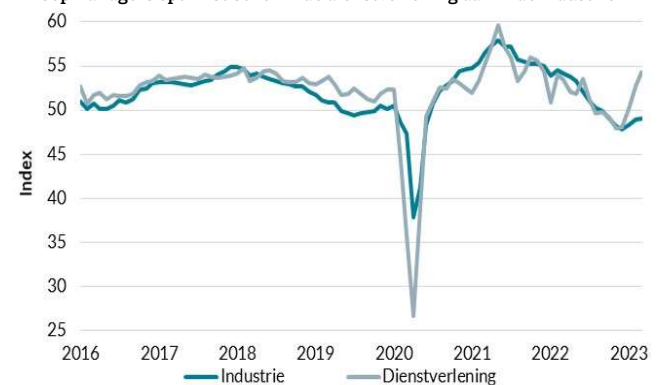
In de VS is de kredietverlening aan bedrijven en voor kortlopende leningen met woningen als onderpand tot stilstand gekomen. Voor langer lopende vastgoedfinanciering lijkt dat een kwestie van tijd, gezien de verslechterde situatie bij kleinere banken en in de vastgoedsector. Ook in de eurozone en het VK is de bancaire kredietverlening aan gezinnen en banken de afgelopen maanden vrijwel tot stilstand gekomen. Geldgroei en kredietverlening gelden als voorlopende indicatoren voor de economische cyclus. Vertraging in deze indicatoren wijst dus op economische vertraging.

Groei voorlopig op peil

Voorlopig is de groei redelijk op peil gebleven, vooral in de VS. De Federal Reserve Bank van Atlanta heeft een indicator die, op basis van de meest recente cijfers, een indicatie geeft van de groei in het lopende kwartaal. Voor het eerste kwartaal staat die indicator op 2,5% K-o-K geannualiseerd. Een vergelijkbare indicator van de Italiaanse centrale bank wijst op lichte krimp in de eurozone. In de VS is de groei vooral ondersteund doordat consumenten in januari meer uitgaven. In februari waren consumenten alweer wat voorzigtiger. Volgens een indicator van de Universiteit van Michigan heeft het consumentenvertrouwen in maart een deukje opgelopen van de onrust in de financiële sector. Deze indicator is traditiegetrouw vrij gevoelig voor ontwikkelingen op financiële markten. Maar lagere energieprijzen en krappe arbeidsmarkten geven de koopkracht van consumenten wel wat meer lucht.

De industrie heeft het moeilijker, niet alleen in de VS. Inkoopmanagers zijn over het algemeen vrij somber, in maart meer dan in februari. Productie groeit nauwelijks en krimpt in industriële grootmachten als Duitsland, Japan, Korea en Taiwan. De uitvoer van China, Korea en Taiwan is zwak.

Inkoopmanagers optimistischer in de dienstverlening dan in de industrie



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

De dienstensector doet het een stuk beter, daar komt de groei vandaan. Inkoopmanagers in de dienstesector in de VS, de eurozone en China werden in maart een stuk optimistischer. Dat verklaart ook de krapte op arbeidsmarkten en daarmee ook de loongroei en de hardnekkigheid van de inflatie. Opvallend is wel dat in een aantal landen waar huizenmarkten onder druk staan, zoals het VK, Zweden en Australië, ook de inkoopmanagersindices in de dienstensector in maart daalden.

De Chinese economie profiteert nog steeds van de heropening na de zeer strenge coronamaatregelen. Maar die opleving lijkt wel wat af te vlakken. Ook China ontkomt niet aan de malaise in de industriële sector. Deels door minder vraag uit het buitenland, maar ook doordat de heropleving zich vooral concentreert in de dienstensector. We verwachten dat de groei zal afvlakken. Consumenten zijn niet gesteund zoals in de VS en Europa en de waarde van hun grootste belegging, woningen, is gedaald.

We houden vast aan onze voorzichtige economische vooruitzichten. Er zijn nog steeds sterke aanwijzingen voor een recessie in de VS, zoals voorlopende economische indicatoren, geldgroei en kredietverleningen en de negatieve rentecurve (waarbij de lange rente lager ligt dan de korte). De Europese economie heeft zich beter gehouden dan verwacht, maar groeit ook nauwelijks. Bij deze beelden is de onrust in de financiële sector gekomen. Hierdoor hoeven centrale banken wellicht wat minder te verkrappen (zie hieronder), maar zijn financiële condities over het algemeen toch minder gunstig geworden. Recent kwam hier het bericht bij dat de OPEC-landen en Rusland hun productie met 1,1 miljoen vaten gaan verlagen. Dit vooruitlopende op eventuele vraaguitval bij een wereldwijde recessie en dus een sterk dalende olieprijs. Beperking van de olieproductie drijft de olieprijs en daarmee de inflatie op. Na de aankondiging steeg de olieprijs met ongeveer 5 US dollar per vat tot 80 US dollar. Dit heeft op zich een verwaarloosbaar effect op de wereldeconomie. De olieprijs piekte in juni vorig jaar op 127 dollar per vat, maar bewoog van december tot begin maart rond 80 dollar. Met de angst voor een bankencrisis daalde de olieprijs tot onder 72 dollar, te laag voor de olieproducenten. Volgens marktkenners is 85 tot 90 dollar de ondergrens voor de producenten. De olieprijs is nu weer ongeveer terug in die range, waarmee het effect op inflatie dus vooralsnog nihil is.

Renteverwachtingen onderruit

De onrust in de bancaire sector heeft een grote impact gehad op obligatiemarkten. In de inleiding noemden we al de sterke daling van tweejaarsrentes. Dit was een gevolg van sterk lagere verwachtingen omtrent beleidsrentes. Net toen de Fed markten ervan had overtuigd dat de rente dit jaar niet verlaagd zal worden, sloeg de onrust toe. Markten verwachten nu nog nauwelijks één renteverhoging met 25 basispunten. Dat wijkt op zich niet zoveel af van wat beleidsmakers zeggen. Maar de verwachting dat de Fed de rente mogelijk al in juni en anders in september alweer gaat verlagen, wijkt wel af van de boodschap van de Fed. Momenteel is er geen enkele beleidsmaker die een lagere beleidsrente ziet dan die van dit moment. Eentje ziet het huidige niveau ook aan het einde van het jaar, maar een

grotere meerderheid voorziet nog een beleidsrente die 25 basispunten hoger ligt. Verder zijn er nog zeven die twee, drie of zelfs vier renteverhogingen zien. Het kan natuurlijk zo zijn dat beleidsmakers eerst verhogingen zien en dan weer verlagingen, maar dat is gezien de inflatie en de arbeidsmarkt niet waarschijnlijk. Feit is dat de verwachting van de markt nu zo'n 75 basispunten lager ligt dan die van de Fed. Het omvallen van twee banken in de VS weerhield de Fed er niet van de rente verder te verhogen in maart. Wel werd het tempo van de verhogingen teruggeschroefd tot 25 basispunten. Verkrapping van financiële condities buiten de Fed om, zoals door commerciële banken of hogere risico-opslagen op bedrijfsobligaties, doet voor een deel het werk van de Fed. Dat is waar markten zich vooral door hebben laten leiden. Maar tijdens zijn persconferentie liet Powell weten dat wat de Fed betreft het bankwezen gezond is en goed gekapitaliseerd. De Fed is volgens Powell sterk gecommitteerd aan het doel inflatie terug te krijgen tot 2%. Daarvoor is nog een lange weg te gaan en zijn mogelijk meer renteverhogingen nodig. In maart daalde de Fed's favoriete inflatiemaatstaf exclusief voedsel en energie wel tot 4,6%, maar dat is nog ver boven het doel van de Fed. Bovendien is er de afgelopen maanden nauwelijks verbetering te zien geweest. De werkloosheid steeg in februari met 0,2%-punt tot 3,6%, maar dat is nog altijd historisch laag. Enige ontspanning op de arbeidsmarkt is maar mondjesmaat. We denken dan ook dat markten zijn doorgeschoten in hun verwachtingen voor renteverlagingen.

Renteverwachtingen fors verlaagd dienstverlening dan in de industrie



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Ook de ECB verhoogde de rente, en wel met 50 basispunten. De ECB had dit voornemen al in februari aangekondigd, dus afschakelen naar een lager tempo was veel minder een optie dan voor de Fed. Ook de ECB liet weten dat het bankwezen er fundamenteel goed voor staat en dat de inflatie te hoog is. In de eurozone daalde de totale inflatie van 8,5% in februari naar 6,9% in maart. Maar dat kwam doordat energieprijzen in maart iets lager waren dan een jaar eerder, na maanden met grote stijgingen. De kerninflatie steeg juist naar een nieuw record van 5,7%.

Ook in de eurozone is de werkloosheid laag en dat begint zich te uiten in hogere loonstijgingen. Genoeg reden voor de ECB dus om de rente te verhogen. Vanwege de toegenomen onzekerheden zag de ECB af van enige indicatie over het toekomstige rentepad. Ook wat betreft de ECB zijn de verwachtingen de afgelopen weken sterk gewijzigd, van een piek voor de depositorente van 4% eerst terug naar 3% en daarna weer omhoog naar 3,5%. Dat zou nog 50 basispunten aan verhogingen betekenen, wat wij ook wat weinig vinden.

En ook in het VK, waar de Bank of England meedeed aan deze ronde renteverhogingen met een stap van 50 basispunten, zijn de verwachtingen aan flinke veranderingen onderhevig geweest. Maar de renteverlagingen die nu dit jaar worden verwacht, zouden ook hier weleens wat later kunnen komen.

Voorzichtig beleggingsbeleid gehandhaafd

We hebben ons voorzichtig beleggingsbeleid niet gewijzigd. We zijn onderwogen aandelen, met een grotere onderweging in de VS dan Europa, onderwogen staatsobligaties in de eurozone en we hebben een negatieve opinie op high yield bedrijfsobligaties. We zijn overwogen in cash.

Aandelen hebben opvallend weinig last gehad van de onrust in de bancaire sector. Dat vinden wij opvallend, aangezien wij denken dat dit negatieve implicaties voor economische groei en voor winstgroei kan hebben.

voor renteveranderingen. In Europa was het beeld gemengd. Ook hier deed informatietechnologie het goed, maar ook defensieve sectoren als nuts, gezondheidszorg en niet-duurzame consumentengoederen. Daarmee lijkt de Europese markt wat meer rekening te houden met lage groei dan de Amerikaanse. Maar ook weer niet helemaal. Dat blijkt uit de winstverwachtingen voor Europa, die nog steeds naar boven worden bijgesteld. Overigens vooral doordat gerealiseerde winsten zijn blijven groeien. Maar dat wordt moeilijker bij economische stagnatie met een krappe arbeidsmarkt. Voor aandelen zien we een negatief klimaat met lage of negatieve economische groei, hardnekkige inflatie en centrale banken die de rente verder optrekken. Europese aandelen hebben het voordeel dat ze veel lager gewaardeerd zijn dan Amerikaanse.

Voor eurozone obligaties zien we oplopende rentes als een risico, zeker nu we denken dat de verwachtingen voor centrale banken te laag zijn. We zijn daarom onderwogen en houden de rentegevoeligheid laag, door de beleggingen te concentreren in kortere looptijden. Hoogrentende bedrijfsobligaties achten we kwetsbaar bij oplopende rentes, minder liquiditeit en meer terughoudende commerciële banken. Dit loopt vaak voor op toenemende wanbetalingen.

Relatieve rust aandelen maskeert onderliggende verschillen



Bron: Bloomberg Van Lanschot Kempen

Aandelen hebben sterk gereageerd op lagere rentes en lagere renteverwachtingen. Dus werd in de VS het verlies bij de sector financiële dienstverlening ruimschoots goedgehaakt door winsten in de sectoren informatietechnologie en communicatiediensten. In deze sectoren zitten grote groeiende bedrijven, die zeer gevoelig zijn

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereldwijd (MSCI AC)	988	1.2%	6.0%	7.0%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	2797	1.4%	6.6%	7.5%
Opkomende markten (MSCI EM)	988	0.0%	1.4%	3.3%
Verenigde Staten (S&P500)	4101	1.4%	6.4%	6.8%
Eurozone (EURO STOXX 50)	4315	0.5%	8.6%	13.8%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7635	-3.9%	0.7%	2.5%
Japan (Topix)	2023	0.2%	8.3%	6.9%
Nederland (AEX)	758	-0.3%	5.7%	10.1%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	3.34	-61	-34	-54
Japan	0.43	-8	-4	0
Duitsland	2.25	-47	-2	-32
Frankrijk	2.76	-44	-2	-36
Italië	3.55	-1	196	-78
Nederland	2.60	-47	1	-30
Verenigd Koninkrijk	3.43	-42	-6	-24

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	138	18	-22	8
Eurozone	167	19	-2	0

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	467	70	15	-2
Eurozone	502	73	-4	-10
Opkomende markten (USD)	486	35	-62	34
Opkomende markten (Lokale valuta)	320	62	24	35

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereld	-6.7%	-4.6%	-1.9%
Noord-Amerika	-8.8%	-4.6%	-2.1%
Europa	-9.7%	-10.4%	-5.0%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Bloomberg index	-1.2%	-0.7%	-4.4%
Basismetalen	-2.9%	0.1%	-2.2%
Brent olie (USD per vat)	84.94	9.1%	0.2%
Goud (USD per troy ounce)	2038	9.9%	11.6%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 5 april 2023

Bron: Bloomberg

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie

Aandelen

Negatief

Ondanks de onrust in de bancaire sector sloten aandelenmarkten maart positief af. Onderliggende waren er wel grote verschillen te zien. Groeiaandelen boekten winst, waarde-aandelen verlies. Dat verklaart ook de verschillen tussen de VS, de eurozone en het VK. De meest offensieve markt, de VS, deed het het best, terwijl de meest defensieve markt, het VK, een verlies noteerde. Maar ook het hoge gewicht van de sector financiële dienstverlening speelde de eurozone en het VK parten. Opluchting over de beperkte directe impact van de onrust lijkt ons terecht. We voorzien geen nieuwe financiële crisis. Maar dit kan wel leiden tot verdere financiële verkrapping, wat niet gunstig is voor aandelen. En we denken dat de verwachtingen voor beleidsrentes van centrale banken naar beneden zijn doorgeschoten. Wij zien een klimaat met lage groei of recessie, hardnekkige inflatie en centrale banken die de rente verhogen als negatief voor aandelen. Het is hoogst ongebruikelijk dat het dieptepunt in aandelenmarkten al wordt bereikt voordat een recessie begint of voordat centrale banken een draai maken naar renteverlagingen. Bovendien denken we dat winsten verder neerwaarts zullen worden bijgesteld en dat waarderingen niet aangepast zijn aan de mogelijkheid van een recessie. De onderweging is groter in de VS dan in Europa vanwege de hogere waardering van Amerikaanse aandelen, de waarschuwingssignalen voor een recessie en de zwakkere winstontwikkeling.

Staatsobligaties

Negatief

Centrale banken hebben de rente verhoogd, ondanks de onrust in de bancaire sector. En ondanks de communicatie dat renteverlagingen niet in het verschiet liggen, denken markten daar anders over. De verwachtingen voor het rentebeleid van vooral de Fed zijn fors neerwaarts bijgesteld, maar ook de voor ECB en in mindere mate voor de Bank of England. Dat leidde tot sterke rentedalingen. In maart daalde de tweejaars rente in de VS met 79 basispunten, in Duitsland met 45 basispunten en in het VK met 24 basispunten. Tienjaarsrentes daalden met respectievelijk 40 basispunten, 33 basispunten en 36 basispunten. We denken dat de directe impact van de onrust in de bancaire sector beperkt zal blijven. Op termijn kan het leiden tot krappere financiële condities en lagere groei. Maar voor nu zal inflatiebestrijding prioriteit hebben bij centrale banken. Daarmee lijken de verwachtingen te veer neerwaarts aangepast. We houden onze positionering in eurozone obligaties daarom laag en in relatief korte looptijden, wat het renterisico verkleint.

Bedrijfsobligaties investment grade

Neutraal

Risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties stegen in maart in de VS met 14 basispunten en in de eurozone met 22 basispunten. Op het hoogtepunt van de onrust waren de risico-opslagen overigens verder uitgelopen. Doordat onderliggende rentes op staatsobligaties sneller daalde, daalde de rente op investment grade bedrijfsobligaties. Het uitlopen van de risico-opslagen was beperkt gezien de mogelijke risico's voor deze beleggingscategorie, maar dat reflecteert de marktvisie dat er geen sprake is van een financiële crisis, maar van specifieke problemen bij de betrokken banken. Waar wij het mee eens zijn. Ondanks de gedaalde rentes vinden we die nog steeds 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.

Bedrijfsobligaties high yield

Negatief

Risico-opslagen op high yield bedrijfsobligaties stegen in maart in de VS met 43 basispunten en in de eurozone met 63 basispunten. In de VS stegen de risico-opslagen minder dan de onderliggende rente op staatsobligaties, waardoor de rente op high yield bedrijfsobligaties daalde. In de eurozone was dat niet het geval, daar steeg de rente op high yield. Eind maart stond de rente op deze obligaties in de VS en in de eurozone op ruim 8%. Het renteniveau 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 februari op 412 basispunten, in de eurozone op 434 basispunten. Een negatief scenario met afnemende groei en hoge inflatie is daarmee slechts beperkt ingeprijsd. We zien 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. We houden vast aan onze negatieve opinie.

Vermogenscategorie

Staatsobligaties opkomende markten

Neutraal

Het rendement voor obligaties van opkomende landen uitgegeven in dollars was licht positief (in lokale valuta). De risico-opslag liep uit door de onrust op financiële markten, maar doordat de rentevergoeding op Amerikaanse staatsobligaties harder daalde, was er toch een positief rendement. Voor obligaties in lokale valuta (EMD LC) was er eveneens een licht positief rendement door een lagere rentevergoeding. De heropening van China is positief voor opkomende landen. Dalende (goederen)inflatie in de VS eveneens, want dit vermindert de druk op staatsobligaties van opkomende landen. Naar verwachting neemt de onrust in de bankensector geleidelijk af mede vanwege het ingrijpen door centrale banken en toezichthouders. Daardoor is er nog geen zicht op renteverlagingen van de Fed, ook vanwege een sterke diensteninflatie en arbeidsmarkt. Ondanks de Chinese heropening zijn afnemende wereldwijde economische groei, een recessie in de VS in de tweede helft van dit jaar, de zwakte in de wereldwijde industriële sector en daarmee lagere uitvoer uit opkomende landen neerwaartse risico's voor de beleggingscategorie. Gegeven relatief hoge rentevergoedingen hebben wij een neutrale visie ten aanzien van obligaties genoteerd in harde en in lokale valuta.

Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

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. Daarbij is de beleggingscategorie, vanwege de relatief hoge mate van schuldfinanciering (met name in Europa), eveneens gevoelig voor de kredietvoorwaarden van banken. Na de bankenonrust in de VS, en wat later ook in Europa, is de verwachting dat banken de kredietvoorwaarden gaan aanscherpen. Dit compliceert de toegang tot herfinanciering en leidt tot opwaartse druk op rentelasten voor bedrijven. In maart werd genoteerd vastgoed dan ook hard geraakt op de beurs (wereldwijd -2,9%, Europees -12%). Ondanks de goedkope waardering van genoteerd vastgoed houden wij een neutrale visie. Gegeven de sterke arbeidsmarkten is het nog te vroeg voor een draai van centrale banken naar renteverlagingen, waardoor de rentedruk hooguit beperkt afneemt. De naar verwachting strengere kredietvoorwaarden van banken leiden tot hogere rentelasten voor genoteerd vastgoed. Daarbij hebben de afwaarderingen van vastgoedobjecten pas gedeeltelijk plaatsgevonden, wat ook langs deze weg impact heeft op de balansen van genoteerd vastgoed bedrijven.

Grondstoffen

Neutraal

In februari noteerde de brede grondstoffenindex van Bloomberg een verlies van 2,2%. Olieprijzen daalden rond de 3%, prijzen van basismetalen met 0,7%. Goud profiteerde van de onrust in de bancaire sector en steeg met 7,8%. De verdere daling van de prijs van basismetalen is opvallend in het licht van de heropening van de Chinese economie. Het bevestigt het beeld dat die heropening meer binnenlands gedreven zal zijn en dus minder beslag zal leggen op grondstoffen. Maar ook dat juist de goederenconsumptie in de VS en Europa beperkt zal zijn. De olieprijs daalde aanvankelijk sterk door de onrust in de bancaire sector, vanwege een grotere kans op afkoelende economieën. Toen de problemen beperkt bleven tot enkele banken met specifieke problemen herstelde de prijs al wat, maar belangrijker was de aangekondigde productiebeperking van 1,1 miljoen vaten per dag door de OPEC-landen en Rusland. Klaarblijkelijk zien die landen een prijs van 85 tot 90 dollar de ondergrens. 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
M 06 82 83 11 89

VAN LANSCHOT KEMPEN ASSET RESEARCH & COMMUNICATION:

Yaela van Raalte – Hoofd ARC
Luc Aben – Hoofdeconoom
Pieter Heijboer – Hoofd investment strategy
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

Van Lanschot Kempen Investment Management NV heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. Dit document dient slechts ter informatie. De inhoud is niet bedoeld als beleggingsadvies, biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen en dient ook niet te worden beschouwd als een aanbod of als een uitnodiging om enige van de hierin genoemde financiële instrumenten te kopen of te verkopen.



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00

vanlanschotkempen.com/investment-management