



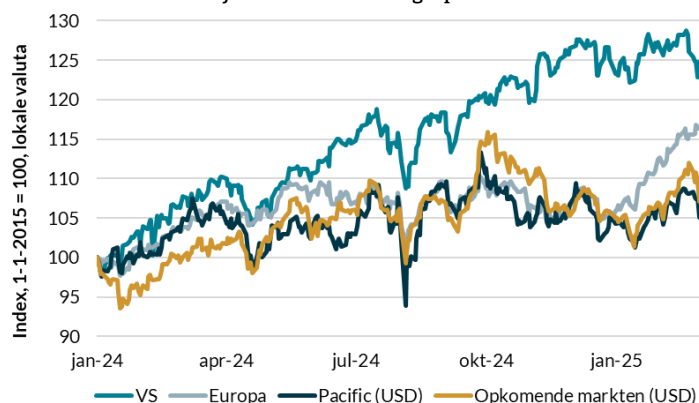
Visie op Asset Allocatie

Maart 2025

- Geopolitieke onzekerheid groot
- Amerikaanse groei neemt af, Europese winstverwachtingen verbeteren
- Overweging aandelen gespreid over industriële landen

Het patroon van Europese outperformance ten opzichte van de VS zette in februari door. Waar de S&P500 met 1,4% daalde, steeg de STOXX 600 met 3,3%. Opvallend, gezien de matige groeivoorzichten in Europa en de grote geopolitieke onzekerheden. Opvallend ook gezien de recente renteontwikkelingen. In de VS daalde de rente namelijk fors, wat de afgelopen jaren over het algemeen positief was voor aandelen. Ook in Duitsland en het VK daalden rentes, maar veel minder dan in de VS.

Amerikaanse aandelen lijden het meest onder geopolitieke onzekerheden



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

We hebben de afgelopen tijd wat waarschuwingssignalen gezien voor de Amerikaanse economie. Analisten worden ook wat voorzigtiger met hun winstvoorzichten. We hebben daarom besloten om onze aandelenoverweging intact te houden, maar deze te spreiden. Van een overweging die geconcentreerd was in de VS, gaan we naar een overweging die gespreid is over de VS, Europa en

Pacific. We blijven neutraal in aandelen van opkomende markten.

Grote geopolitieke onzekerheden

Geopolitieke ontwikkelingen volgen elkaar in rap tempo op. Eerst was er een start van gesprekken tussen Rusland en de VS over een staakt-het-vuren of een vredesregeling in de oorlog tussen Rusland en Oekraïne. De besprekingen tussen Rusland en de VS in Qatar, waar Europa en Oekraïne werden uitgesloten, hebben nog geen concreet voorstel opgeleverd. Maar deze besprekingen werden al snel overschaduwd door de ruzie die ontstond tussen de Amerikaanse president Trump en de Oekraïense president Zelensky. Zelensky kwam naar Washington om te praten over een grondstoffendeal met de VS. Als de VS actief zouden worden in de exploratie van grondstoffen in Oekraïne, dan zou dat Oekraïne ook enige zekerheid geven over haar veiligheid. Maar Zelensky werd met lege handen het Witte Huis uitgezet. De VS stopten kort daarna voorlopig alle militaire steun aan Oekraïne. Europese leiders betuigden steun aan Oekraïne, maar crisisberaad was nodig om te kijken of het wegvallen van Amerikaanse steun kan worden opgevangen. De uitkomsten voor de oorlog in Oekraïne zijn zeer onzeker. Wat wel duidelijk is is dat dit Europa samenbrengt en dat dit zal leiden tot hogere defensie-uitgaven. Defensie-uitgaven zijn noodzakelijk, maar op lange termijn niet de beste manier om de groei te steunen. Het economische effect van defensie-uitgaven is over het algemeen beperkt, zeker nu Europa veel materieel importeert. Voor structureel hogere groei zou beter geïnvesteerd kunnen worden in onderwijs, onderzoek of infrastructuur. Maar zullen defensie-uitgaven wel steun geven aan de Europese economie, die nog altijd nauwelijks

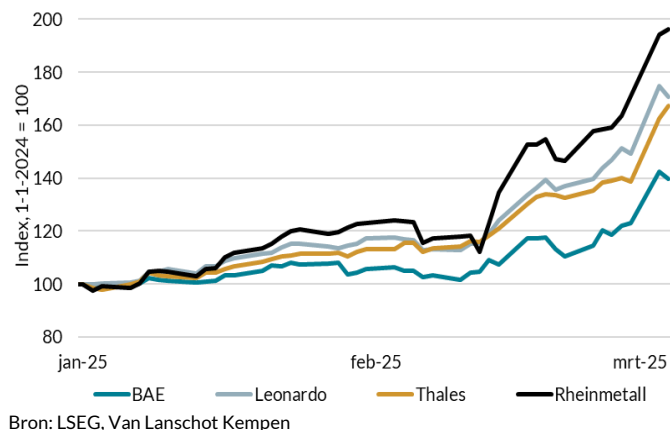
groeit. De genoemde bedragen, oplopend tot 800 miljard euro, zijn groot genoeg om impact te hebben.

De onzekerheid is ook groot rond de invoertarieven die de VS heeft aangekondigd. Het invoertarief op Chinese producten is in twee stappen in totaal met 20% verhoogd en de Canadese en Mexicaanse invoer wordt sinds begin maart met een tarief van 25% belast. Canada en China hebben direct tegenmaatregelen genomen. Daarnaast gelden specifieke invoertarieven voor staal en aluminium. Saillant detail, de VS heeft een tekort in de handel met Canada, maar dat tekort is volledig te danken aan de import van energie. In de handel in goederen heeft de VS juist een overschot met Canada, wat vrij uniek is als je kijkt naar de goederenbalans van de VS met andere landen. Nogal een risico dus om je grootste handelspartner dan een zo drastisch invoertarief op te leggen. Vanwege de tarieven zien we een grote kans op een recessie in Canada en Mexico. De reactie op financiële markten valt ons tot nu toe mee. De Canadese aandelenindex bereikte op 30 januari dit jaar een *all time high* en staat daar nu 5% onder. De Canadese dollar is sinds de Amerikaanse presidentsverkiezingen 3% gedeprimeerd vis-a-vis de US dollar. De Mexicaanse peso heeft 2% aan waarde verloren ten opzichte van de US dollar. Mexicaanse aandelen zijn in twee weken bijna 4% onderuit gegaan. Voor de VS kunnen deze tarieven leiden tot rond een half procent hogere inflatie en een half tot een heel procent lagere groei.

Trump heeft ook geschermd met tarieven van 25% op Europese producten, waaronder auto's. Sinds hij zijn handen vol heeft aan Oekraïne hebben we daar even niks over gehoord, maar we achten het waarschijnlijk dat ook Europa te maken zal krijgen met Amerikaanse invoertarieven. De impact daarvan is sterk afhankelijk van het aantal producten waarvoor heffingen gaan gelden. In elk geval mitigeert de depreciatie van de euro ten opzichte van de US dollar met bijna 7% in de afgelopen maanden het effect enigszins

Markten reageerden in eerste instantie gelaten op de geopolitieke onzekerheid. We noemden al de outperformance van Europese aandelen ten opzichte van Amerikaanse. Dat kan komen doordat Europa tot nu toe redelijk buiten schot is gebleven wat betreft de invoerheffingen, of door het vooruitzicht van hogere defensie-uitgaven in Europa. Europese defensie-aandelen doen het dit jaar veel beter dan Amerikaanse. In de VS staan aandelen van grote defensiebedrijven zoals Lockheed Martin, Northrop Grumman en General Dynamic in het rood, terwijl het aandeel van het Duitse Rheinmetall alweer ruim 80% is gestegen en van het Italiaanse Leonardo met bijna 70%. Overigens wordt de outperformance van Europese aandelen ook gedragen door de politieke ontwikkelingen in Duitsland. Na de verkiezingen ligt een coalitie tussen de CDU/CSU en de SPD voor de hand. Deze coalitie zou stabiel en daadkrachtiger kunnen zijn dan de voormalige driepartijen coalitie. Ook in Duitsland zullen de defensie-uitgaven worden verhoogd en zal waarschijnlijk worden gewerkt aan een manier om de *Schuldenbremse*, die het overheidstekort beperkt tot 0,35% van het BBP, aan te passen of te omzeilen. Zo wordt gesproken over hogere defensie-uitgaven en over een speciaal fonds voor infrastructuur ter grootte van 500 miljard euro. Over het algemeen waren marktbevingen beperkt, ondanks het geopolitieke tumult. Risico-opslagen op bedrijfsobligaties liepen wat op in de VS, maar bewogen nauwelijks in de eurozone. De beweging in de VS was verre van uitzonderlijk. Risico-opslagen op Europese staatsobligaties daalden licht. Wellicht speelt de speculatie van gezamenlijke financiering van defensie-uitgaven via de EU hier een rol. Wel liep de Duitse tienjaarsrente op na de aankondiging van mogelijk grote fiscale uitgavenplannen. En vooral na de hernieuwde aankondiging van Amerikaanse invoertarieven op Canadese, Mexicaanse en Chinese producten, reageerden Amerikaanse aandelenbeurzen negatief. Vanaf een *all time high* op 19 februari, corrigeerde de S&P500 tot begin maart met bijna 6%.

Europese defensie-aandelen stijgen sterk



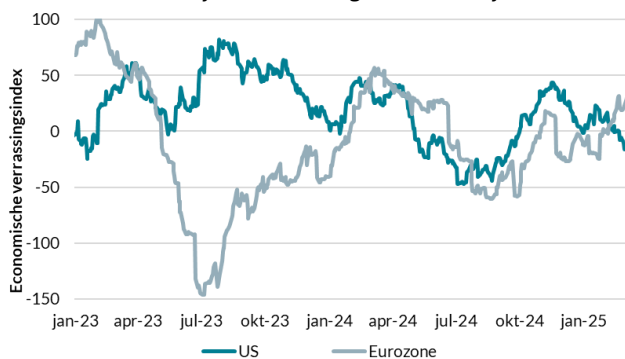
Barstjes in Amerikaans groeiplateau

Macro-economische cijfers vallen recent per saldo tegen in de VS. Dat blijkt duidelijk uit de economische verrassingsindex die de Amerikaanse Citibank berekent. De index meet hoe cijfers uitkomen ten opzichte van de verwachtingen. Een daling van de index betekent dat de cijfers lager uitkomen dan verwacht. En de daling van de Amerikaanse index is duidelijk, terwijl cijfers in de eurozone juist meevallen.

Wat zijn dan die tegenvallende Amerikaanse cijfers? Volgens de twee indices die het consumentenvertrouwen meten, daalde dat vertrouwen in februari fors. Na ook al

een daling in januari. Consumenten hebben minder vertrouwen in de arbeidsmarkt, hun inkomensontwikkeling en ook in de aandelenmarkt. Consumenten maken zich ook zorgen over het overheidsbeleid. Er is nog geen sprake van een neergaande trend, maar dit is wel iets om goed in de gaten te houden. Temeer daar de groei van de Amerikaanse economie in het vierde kwartaal vrijwel volledig werd gedragen door de consumptie, en de consumptieve bestedingen in januari daalden. We weten dat de besparingen die Amerikaanse consumenten tijdens de coronapandemie opbouwden inmiddels wel zijn uitgegeven. Toch maken we ons niet al te grote zorgen over de Amerikaanse consument, gezien de goede financiële positie met relatief lage schuld en hoge vermogens en de degelijke groei van de inkomens in januari.

Macro-economische cijfers VS vallen tegen, eurozone cijfers vallen mee



Bron: Citibank, LSEG, Van Lanschot Kempen

Een ander barstje in de groei komt van het producentenvertrouwen in de dienstensector. De daling van de ISM-index voor de dienstensector in januari viel nog binnen de maandelijkse bandbreedte van fluctuaties, maar de daling van de inkoopmanagersindex tot onder de 50, het niveau wat groei scheidt van krimp, geeft wel een negatief signaal. In de industrie verbeterden beide indices recent. Op zich positief, maar dat kan te maken hebben met het vooruitlopen op invoertarieven, wat de verbetering van tijdelijke aard zou maken.

Deze cijfers zijn voor ons geen reden om onze groeiverwachtingen neerwaarts bij te stellen. We hielden al rekening met een groeivertraging in de VS en zien daar nu de bevestiging van. De arbeidsmarkt blijft degelijk. De werkloosheid is gedaald van 4,2% in november tot 4,0% in januari. De groei van de werkgelegenheid is recent wat aangetrokken. Aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen stegen eind-februari. Dat komt deels door de ontslagen bij de federale overheid, nu Elon Musk met de botte bijl door het overheidsapparaat heengaait. Het niveau van de aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen zit nog onder de hoogste niveaus van 2023 en 2024 en is daarmee niet zorgelijk.

Groei eurozone blijft matig

Dat de macro-economische cijfers in de eurozone meevallen is positief, maar zegt ook wel iets over de verwachtingen. Die waren wel erg laaggespannen. Want die macro-economische cijfers vallen dan wel mee, ze wijzen nog maar nauwelijks op groei. De Duitse Ifo-index was in februari onveranderd op het op één na laagste niveau sinds de coronapandemie. Duitse ondernemers kijken wat positiever naar de toekomst, maar werden wel pessimistischer over de huidige situatie. De Economic Sentiment Index voor de eurozone steeg in februari een vol punt, na al een stijging met 1,5 punt in januari. Maar met een niveau van 96,3 wijkt de indicator niet af van de bandbreedte van de afgelopen jaren en wijst de indicator ook nog steeds op stagnatie. Net als in de VS is de inkoopmanagersindex voor de industrie recent wat gestegen, maar ook deze indicator wijst nog niet op groei. De inkoopmanagersindex voor de dienstensector doet dat wel, ondanks de lichte daling in de afgelopen twee maanden.

Inkoopmanagersindices industrie verbeterd, maar voor hoe lang?



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Voor groei in de eurozone kijken we vooral naar de consument. De daling van de detailhandelsverkoop in december was wat dat betreft een tegenvaller, maar het verdere herstel van het consumentenvertrouwen in februari, na een dip in december, geeft toch wat hoop. Temeer daar de koopkracht van consumenten in de eurozone gemiddeld genomen toeneemt. Ook in de monetaire sector zijn verbeteringen te zien. De geld- en kredietgroei nemen wat toe, wat duidt op toenemende economische activiteit.

Renteverlagingen?

Inflatiecijfers in de VS, de eurozone en het VK willen de laatste tijd maar niet echt dalen. In de VS kwam de inflatie volgens de PCE-index, het cijfer waar de Fed vooral naar kijkt, in januari uit op 2,5%. Iets lager dan in december, maar hoger dan in de tweede helft van 2024. De kerninflatie daalde naar 2,6%. Dat is wat bemoedigender,

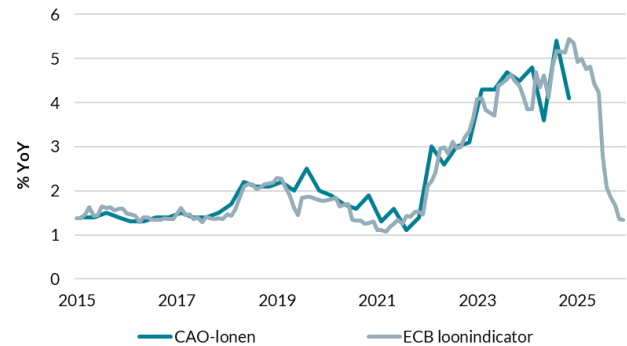
aangezien dat het laagste niveau sinds juni 2024 is. Maar je zou ook kunnen zeggen dat de kerninflatie al sinds die tijd zijwaarts beweegt. De loongroei is blijven steken net iets boven 4%. Met een groei van de arbeidsproductiviteit net onder de 2% in de afgelopen vier kwartalen, wordt het dan lastig om 2% inflatie te bereiken. Een verdere daling van de woonkosten, gezien de recente huizenmarktcijfers, zal helpen, al is de PCE-index daar minder gevoelig voor dan de CPI-index. En oplopende inflatieverwachtingen bij consumenten zullen de Fed ook scherp houden. Met de zwakkere economische cijfers zijn de verwachtingen voor renteverlagingen in de VS weer wat toegenomen. Enkele weken geleden twijfelden markten nog tussen één of twee renteverlagingen, nu is dat twee tot drie. Vandaar ook de dalingen van marktrenten die we eerder noemden. Dit alles past bij onze beslissing vorige maand om Amerikaanse staatsobligaties te kopen. Overigens denken we dat de Fed eerst even de kat uit de boom zal kijken. Die inflatie is net wat te hardnekkig en de gevolgen van het beleid van de regering-Trump zijn onzeker. Op korte termijn zullen vooral de invoertarieven tot hogere inflatie leiden. Dat zou de Fed als een eenmalige schok kunnen zien waar zij doorheen kijkt, maar met oplopende inflatieverwachtingen en al 1%-punt aan renteverlagingen achter de rug, verwachten we eerst een pauze in het beleid van renteverlagingen, alvorens de Fed nog twee neerwaartse stappen zet.

In de eurozone kwam de totale inflatie in februari uit op 2,4%. Per saldo is de inflatie sinds maart vorig jaar niet verder gedaald. De kerninflatie kwam uit op 2,6%. Dat is het laagste cijfer sinds januari 2022. Ook de daling van de inflatie in de dienstesector van 3,9% in januari naar 3,7% in februari is bemoedigend. Maar die 3,7% werd ook in maart vorig jaar al eens bereikt. De daling van de kerninflatie en de inflatie in de dienstesector is vooral een gevolg van forse stijgingen vorig jaar die nu uit de vergelijking vallen. Dat kan ook de komende maanden helpen, maar als we kijken naar de maandelijkse prijsstijgingen, dan zijn die nog steeds hoger dan normaal. Met de zwakke economische groei kan de inflatie verder dalen. Zeker als ook de loongroei tempert.

En dat zit volgens de loonindicator van de ECB in het vat. Deze indicator is gebaseerd op duizenden overeenkomsten tussen vakbonden en werkgeversorganisaties en wijst erop dat de loongroei dit jaar snel zal temperen. De ECB zal de rente begin maart waarschijnlijk verder verlagen met 0,25%-punt. In de persconferentie na de vergadering van 30 januari was ECB-president Lagarde vrij duidelijk over verdere renteverlagingen. Maar Isabel Schnabel, een invloedrijke beleidsmaker van de ECB, heeft de mogelijkheid van een pauze geopperd. De ECB heeft er immers al 1,25%-punt aan renteverlaging opzitten. Een pauze past overigens prima in onze visie en hetgeen

markten inprijzen. Na de vergadering van maart nog twee renteverlagingen dit jaar, verdeeld over zes beleidsvergaderingen, staat paus eveneens toe.

Loonindicator ECB wijst op afnemende loongroei



Bron: Citibank, LSEG, Van Lanschot Kempen

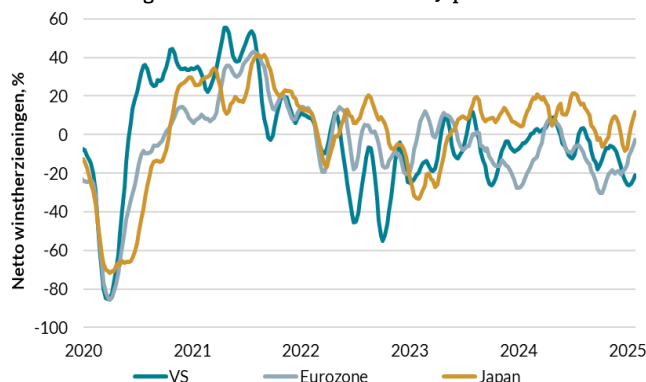
In het VK kwam de oplopende inflatie in februari niet als een verrassing. Maar met een totale inflatie van 3,0% en een kerninflatie van 3,7% kwam de inflatie uit op het hoogste niveau in bijna een jaar. De inflatie in de dienstesector steeg zelfs tot 5,0%. Met een economie die in de tweede helft van vorig jaar nauwelijks groeide, inkoopmanagersindices die niet wijzen op veel verbetering, maar een arbeidsmarkt die zich redelijk houdt en stevige loongroei, staat de Bank of England voor een moeilijke beslissing. De BoE heeft de rente drie keer met 0,25%-punt verlaagd. Gezien de gemengde cijfers ligt een pauze in maart voor de hand. Als de zwakke economie de inflatie wat tempert, zouden daarna nog twee renteverlagingen dit jaar kunnen volgen.

Aandelenmarkten houden zich redelijk

Ondanks al het (geo)politieke geweld dat markten moeten verwerken, houden ze zich behoorlijk. Per saldo is de S&P500 het jaar weifelend van start gegaan. Op 19 februari werd nog een recordniveau genoteerd. Begin maart staat de index daar slechts 3% onder. De VIX-index, de paniekmeter van de Amerikaanse beurs, is opgelopen van 15 naar 20, maar dat is nog laag. Bij correcties van de S&P500 loopt de VIX-index gemakkelijk op naar 30 of hoger. De winstcijfers die bedrijven in de S&P500 hebben gerapporteerd over het vierde kwartaal zijn goed, met een winstgroei van 13,4% ten opzichte van het vierde kwartaal van 2023. De winsten komen ruim 7%-punt hoger uit dan verwacht en de groei is breed gespreid over sectoren. Alleen in de sectoren energie en industrie dalen de winsten. En aangezien winsten sneller stijgen dan omzetten, blijven winstmarges ook goed op peil. Tot zover terugkijkend. Vooruitkijkend zien we dat het aantal analisten dat de winstverwachtingen neerwaarts bijstelt flink is opgelopen. Van alle herzieningen ligt het aantal negatieve herzieningen ruim 20% hoger dan het aantal

positieve herzieningen. Gemiddeld genomen zijn de neerwaartse herzieningen 7% groter dan de opwaartse. Daarmee staat recent ook het totale niveau van de winstverwachtingen voor 2025 onder druk. Samen met de hoge waardering van Amerikaanse aandelen maakt dit ons voorzichtiger. We verlagen de overweging van Amerikaanse aandelen voor de tweede maand op rij. We voorzien nog wel degelijke winstgroei in 2025. En vanuit contrair oogpunt is het negatieve sentiment op Amerikaanse aandelenmarkten positief. We behouden daarom een kleine overweging.

Winstherzieningen VS zwakker dan eurozone en Japan



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In Europa is de situatie bijna omgekeerd. De winsten daalden in het vierde kwartaal met ruim 3% ten opzichte van het vierde kwartaal van 2023. Dat was wel bijna 8%-punt beter dan verwacht, maar met een omzetstijging van 3,5% staan marges onder druk. Toch zijn analisten positiever geworden. Het aantal positieve en negatieve winstherzieningen houdt elkaar nu min of meer in evenwicht. Vanaf oktober vorig jaar tot begin februari overtrof het aantal neerwaartse herzieningen de opwaartse nog ruimschoots. De totale verwachte winst per aandeel voor 2025 bereikte eind vorig jaar een dieptepunt, maar is sindsdien wat opgekrabbeld. We hebben onze weging van Europese aandelen verhoogd van neutraal naar licht overwogen. Positief verrassende economische cijfers ten opzichte van de VS gaan over het algemeen gepaard met een betere performance van Europese aandelen. We vinden de winstdynamiek niet langer negatief, terwijl de waardering nog altijd aantrekkelijk is. Een positievere blik op basis van het uitblijven van invoertarieven of een einde aan de oorlog in Oekraïne lijkt wat prematuur. De verbetering in het Duitse politieke landschap is dat niet. Ten slotte is er nog de wisselkoers. De relatieve ontwikkeling van de winsten in de VS ten opzichte van Europa is sterk afhankelijk van de wisselkoers. Een sterke US dollar leidt tot hogere winsten in Europa, aangezien de winsten die Europese bedrijven in dollars maken dan meer waard worden in euro's. En een sterke dollar is precies wat we de afgelopen tijd hebben gezien. In september betaalde

een Amerikaan nog 1,12 US dollar voor een euro, inmiddels is dat nog maar 1,05.

We hebben ook de weging van de regio Pacific wat verhoogd. Ook in deze regio is de waardering aantrekkelijker dan in de VS. In Japan, wat twee derde uitmaakt van de index, is een einde gekomen aan de lange periode van deflatie. Hogere nominale groei maakt het voor bedrijven gemakkelijker om winstgevend te zijn. De winstdynamiek, waaronder de ontwikkelingen van de gerealiseerde winsten, de verwachte winsten en de winstherzieningen is sterker dan in de VS of Europa. De hoge inflatie en renteverhogingen door de Bank of Japan hebben de potentie om de yen aan te sterken. Dat is traditioneel gezien negatief voor Japanse aandelen. Maar wij denken dat de verschillen in monetair beleid tussen de VS en Japan redelijk zijn verdisconteerd in de wisselkoers. In Australië en Hong Kong, goed voor respectievelijk 22% en 5,5% van de Pacific index, is de winstdynamiek zwakker dan in Japan. Voor beide aandelenindices zou vooral herstel in China positief zijn. Daar verwachten we niet veel van, maar mocht dit meevallen, dan profiteren we daar iets van via de overweging in Pacific.

Spreiden van aandelenoverweging

In ons beleggingsbeleid hebben we onze aandelenoverweging aangepast. Van een overweging in alleen de VS zijn we gedraaid naar een overweging in de VS, Europa en Pacific. De totale overweging is gelijk gebleven, maar we hebben de VS wat verder afgebouwd ten faveure van de andere twee regio's. In de VS zien we de economie wat afkoelen en de winstdynamiek verzwakken. We voorzien nog wel degelijke winstgroei in 2025 en houden daarom een kleine overweging. In Europa en Japan is de winstdynamiek juist verbeterd.

In het vastrentende deel van onze portefeuilles hebben we geen wijzigingen doorgevoerd. We zijn per saldo nog onderwogen in Amerikaanse investment grade obligaties. Dat maakt de portefeuille gevoelig voor Amerikaanse rentedalingen, maar we denken dat de potentie voor verdere rentedaling beperkt is. De onderweging in investment grade bedrijfsobligaties, die we gezien de extreem lage risico-opslag onaantrekkelijk vinden, is groter dan de overweging in staatsobligaties. Vorige maand hebben we de onderweging in Amerikaanse investment grade obligaties overigens wel wat verkleind door het aankopen van Amerikaanse staatsobligaties. In de eurozone zijn we nog overwogen in investment grade bedrijfsobligaties, als is de risico-opslag hier ondertussen ook wel zeer laag geworden.

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Overwogen
Wereldwijde aandelen zetten in februari een stapje terug. In geïndustrialiseerde markten was het rendement licht negatief, in opkomende markten een klein plusje. Het verlies in de VS was wat groter dan het wereldwijde verlies. In Europa gingen aandelen verder omhoog. Dit was de derde maand op rij dat Europese aandelen een beter resultaat boekten dan Amerikaanse. We voorzien in 2025 economische groei in alle regio's, wat een belangrijke reden is voor onze overweging in aandelen. Ook een ruimer monetair beleid helpt, al denken we dat dat grotendeels is verdisconteerd. Recent zijn de macro-economische cijfers en de winstverwachtingen in de VS minder sterk. In Europa zien we juist dat economische cijfers meevallen en winstverwachtingen stabiliseren na eerdere dalingen. Japanse bedrijven profiteren van hoge nominale groei. Gezien deze ontwikkelingen hebben we besloten onze aandelenoverweging te spreiden. Van een overweging die volledig geconcentreerd was in de VS, gaan we naar een overweging die gespreid is over de VS, Europa en Pacific. We houden een neutrale positie in opkomende markten. We bewegen hiermee van een dure aandelenregio naar regio's die aantrekkelijker zijn gewaardeerd. Geopolitieke risico's, waaronder mogelijke verdere uitbreiding van Amerikaanse invoertarieven, zijn hoog, maar we denken dat die de groei niet zodanig zullen aantasten dat bedrijfswinsten en aandelen langdurig onderpresteren.	
Staatsobligaties	Neutraal
In februari daalden rentes in de VS wederom. De daling van lange rentes was iets groter dan die van korte rentes, waardoor de rentecurve wat vervlakte. In het VK was eenzelfde beeld te zien, maar wel met kleinere bewegingen. In Duitsland daalde de korte rente juist iets sneller dan de lange. Het beeld rond het monetaire beleid is niet noemenswaardig veranderd, al zijn markten wat meer overtuigd van renteverlagingen in de VS dan een maand geleden. Wij denken dat de Fed eerst even kijkt hoe de inflatie zich ontwikkelt, maar voorzien daarna nog twee verlagingen dit jaar. We gaan ervan uit dat de ECB de rente begin maart verlaagd en daarna nog twee stappen zet dit jaar. De Bank of England zal vooralsnog pauzeren vanwege nog hoge inflatiecijfers. We hebben een licht onderwogen positie in eurozone staatsobligaties, wat vooral een gevolg is van de overwogen positie in aandelen. In de VS zijn we overwogen. Echter, rekening houdend met de onderwening in investment grade bedrijfsobligaties in de VS, zijn we in totaal in VS investment grade nog onderwogen. Deze onderwening hebben we recent wel verkleind met de aankoop van Amerikaanse staatsobligaties. We denken dat de potentie voor verdere rentedaling in de VS beperkt is. Per saldo geven we nog steeds de voorkeur aan aandelen boven obligaties.	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
De risico-opslag op investment grade bedrijfsobligaties in de VS steeg in februari met 6 basispunten. Daarmee is de risico-opslag nog steeds extreem laag. In de eurozone was de risico-opslag onveranderd, na twee maanden te zijn gedaald. Vooral in de VS maakt de zeer lage risico-opslag investment grade bedrijfsobligaties onaantrekkelijk ten opzichte van staatsobligaties. We hebben onze onderwening gehandhaafd. De kans op outperformance is naar onze mening kleiner dan het risico op underperformance bij een oplopende risico-opslag. Dat punt komt in de eurozone ook steeds dichterbij. Maar in de eurozone is de risico-opslag relatief minder laag en maakt de risico-opslag bovendien een groter deel van de totale rentevergoeding uit. Vandaar dat we voor de eurozone nog wel een voorkeur hebben voor investment grade bedrijfsobligaties ten opzichte van staatsobligaties. Ter illustratie, in de VS was het totale rendement op investment grade bedrijfsobligaties in februari iets lager dan op staatsobligaties. In de eurozone lag het rendement op bedrijfsobligaties nipt hoger dan op staatsobligaties. Aangezien de onderwening in de VS groter is dan de overweging in de eurozone, zijn we per saldo onderwogen in deze beleggingscategorie.	
Bedrijfsobligaties high yield	Onderwogen
Net al bij aandelen deden high yield bedrijfsobligaties uit de eurozone het in februari beter dan high yield bedrijfsobligaties uit de VS. In de eurozone daalde de risico-opslag met 13 basispunten, in de VS steeg de opslag met 19 basispunten. Onze visie op high yield bedrijfsobligaties is niet veranderd. We vinden risico-opslagen zeer krap, waarmee deze categorie relatief onaantrekkelijk is ten opzichte van staatsobligaties. Zelfs als de economie ook de komende kwartalen blijft groeien, vinden wij de risico-opslag gering. Bedrijven krijgen namelijk wel te maken met hogere rentelasten. Bovendien weten we dat als het solide sentiment op deze markt verslechtert, de liquiditeit van deze obligaties snel opdroogt en risico-opslagen stijgen. Met de lage risico-opslagen vinden we het opwaarts potentieel van high yield ook lager dan voor aandelen.	

Vermogenscategorie	
Staatsobligaties opkomende markten	Neutraal
In februari liep de risico-opslag op staatsobligaties uit opkomende markten wat op, maar de daling van de onderliggende Amerikaanse rente was groter. Per saldo daalde daarmee de rente op deze beleggingscategorie. De rente van obligaties genoteerd in lokale valuta was onveranderd. De rentevergoeding op obligaties uit opkomende landen, in dollars, is nog aantrekkelijk, al zijn risico-opslagen eerder wat ingekomen en nu neutraler gewaardeerd ten opzichte van andere categorieën. De risico-opslag is hoog bij een aantal zwakke landen. Bij de sterkere landen is weinig risicopremie ingeprijsd. Groei in opkomende landen is voldoende op peil en er is een relatief lage blootstelling naar Azië in vergelijking met aandelen opkomende markten of obligaties in lokale valuta. Dit vermindert een negatief risico van zwakke Chinese groei. Renteverlagingen door de Fed zouden de categorie steunen, maar Amerikaanse invoertarieven vormen een risico. Voor staatsobligaties opkomende landen in lokale valuta vinden we de rentevergoeding ten opzichte van ontwikkelde landen te gering. Ook kunnen valuta onder druk komen door invoertarieven van Trump.	
Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
Vanaf 2022-2023, toen renteniveaus stegen, is beursgenoteerd vastgoed achtergebleven bij algemene aandelen. Door hogere renteniveaus worden huuropbrengsten relatief minder aantrekkelijk en stijgen rentelasten van vastgoedbedrijven. Sindsdien beweegt de beleggingscategorie sterk mee met renteverwachtingen. Na de piek medio januari ligt de tienjaars staatsobligatierente in de VS nu 60 basispunten lager, in Duitsland (-20 basispunten) en het VK (-40 basispunten) zagen we beperktere rentedalingen. Dit leidde tot positieve rendementen over de eerste twee maanden van 2025 op beursgenoteerd vastgoed voor wereldwijd ontwikkeld, de VS en (in iets mindere mate) Europa. Verder geldt dat, behoudens de sector kantoren, leegstand beperkt is. Huurgroei wordt gesteund door inflatie en economische groei. Wij verwachten dat dit aanhoudt gegeven het beperkte nieuwe aanbod in de vastgoedsector. We houden een neutrale visie. De waardering is relatief goedkoop ten opzichte van algemene aandelen. Ten opzichte van renteniveaus is wereldwijd ontwikkeld beursgenoteerd vastgoed duur en vinden we Europa neutraal gewaardeerd. Transacties liggen nog op een laag niveau, maar toenemende transacties in 2025 zullen meer duidelijkheid geven omtrent de onderliggende waarde van vastgoedobjecten.	
Grondstoffen	Neutraal
In februari daalden olieprijsen, terwijl de prijzen voor basismetalen en goud verder opliepen. Per saldo was de brede grondstoffenindex van Bloomberg vrijwel onveranderd. Wij hebben geen aanleiding om onze neutrale positie in grondstoffen te wijzigen. De OPEC-landen hebben hun productiebeperkingen gehandhaafd, maar zullen deze mogelijk in april wat terugschroeven. Een mogelijk ruimer aanbod van olie en de wetenschap dat de OPEC-landen voldoende capaciteit om de productie op te voeren als de vraag dat toelaat, heeft olieprijsen doen dalen. We voorzien op korte termijn geen redenen voor een stijging van olieprijsen. In de wereldwijde industrie is een lichte verbetering te zien, maar voor zover dat gedreven wordt door vooruitlopen op Amerikaanse invoerheffingen, is dat van tijdelijke aard. In China zien we onvoldoende verbetering in de economie voor opwaartse druk op de prijzen van olie en basismetalen. De goudprijs is nog altijd hoog. We denken dat de goudprijs vooral ondersteund wordt door goudaankopen van centrale banken. Hoelang dit nog zal duren, kunnen we niet voorspellen. Goud is interessant in tijden van onzekerheid, maar gezien de hoge prijs is er al veel onzekerheid en/of rentedaling in de goudprijs verdisconteerd.	

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereldwijd (MSCI AC)	1093	-2.4%	-3.0%	0.6%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3725	-2.7%	-3.2%	0.5%
Opkomende markten (MSCI EM)	1093	0.0%	-0.7%	1.6%
Verenigde Staten (S&P500)	5778	-4.3%	-5.1%	-1.8%
Eurozone (EURO STOXX 50)	553	2.7%	8.8%	9.4%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	8759	2.2%	5.1%	7.2%
Japan (Topix)	2710	-1.0%	-1.1%	-2.7%
Nederland (AEX)	914	-0.6%	2.5%	4.0%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	4.20	-31	2	-37
Japan	1.42	14	36	34
Duitsland	2.48	9	43	12
Frankrijk	3.23	11	33	4
Italië	3.56	6	35	3
Nederland	2.66	8	38	6
Verenigd Koninkrijk	4.53	1	28	-4

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	89	7	9	7
Eurozone	90	-2	-13	-11

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	299	28	33	7
Eurozone	290	-18	-28	-21
Opkomende markten (USD)	328	10	-8	3
Opkomende markten (Lokale valuta)	234	34	10	33

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereld	2.1%	-2.8%	3.0%
Noord-Amerika	3.0%	-2.7%	3.5%
Europa	-0.5%	-3.9%	1.0%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Bloomberg index	-0.6%	6.5%	4.9%
Basismetalen	1.6%	-0.3%	4.3%
Brent olie (USD per vat)	71.52	-6.2%	-4.3%
Goud (USD per troy ounce)	2910	2.5%	10.8%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 4 maart 2025

Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Auteur

Joost van Leenders
Senior beleggingsstrateeg
j.vanleenders@vanlanschotkempen.com
M +31 6 82 83 11 89

Van Lanschot Kempen Investment Strategy & Tactische Asset Allocatie

Pieter Heijboer – Hoofd Investment Strategy
Luc Aben – Hoofdeconoom
Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg
Jorn Veeneman – Senior beleggingsstrateeg
Danny Dekker – Beleggingsstrateeg

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.

Overige informatie

Dit document van Van Lanschot Kempen Investment Management NV (VLK Investment Management) wordt u slechts ter informatie aangeboden en biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen. De informatie in dit document is niet compleet zonder de mondelinge toelichting gegeven door een medewerker van VLK Investment Management.

VLK Investment Management 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. VLK Investment Management wil uitdrukkelijk voorkomen dat de benchmarks die gebruikt worden in dit document gepubliceerd of beschikbaar worden gemaakt voor het publiek in de zin van de Benchmarkverordening. Daarom is de informatie in dit document uitsluitend voor intern zakelijk en niet commercieel gebruik aan u ter beschikbaar gesteld. Gebruik van (de informatie uit) dit document anders dan voor de doeleinden als hierboven beschreven, is alleen geoorloofd na voorafgaande toestemming van VLK Investment Management.



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00
vanlanschotkempen.com/investment-management