



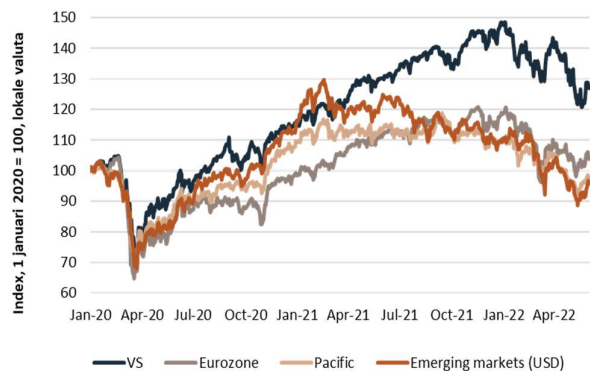
Visie op asset allocatie

JUNI 2022

- Recessievrees beheerst financiële markten
- ECB maakt inhaalslag ten opzichte van de Fed
- Zijn goede winstcijfers houdbaar?
- Beleggingsbeleid: kortlopend staatspapier aantrekkelijk ten opzichte van cash

Na maar liefst zeven achtereenvolgende weken verliezen te hebben genoteerd, wist de Amerikaanse S&P500 aandelenindex de laatste hele week van mei pas weer winst te boeken. Die winst was dan ook meteen zo fors, dat het maandresultaat met 0,6%¹ nipt positief was.

Aandelenmarkten veren wat op eind mei



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Dat was natuurlijk lang niet genoeg om verliezen in eerdere maanden goed te maken. Tot eind mei staat de S&P voor dit jaar op een verlies van 12,8%. Dat is vergelijkbaar met Europese aandelen (-11,3%), aandelen uit opkomende markten (-13,5%) en aandelen uit de regio Pacific (-10,0%). Obligaties bieden geen bescherming. Daar lopen verliezen

uiteen van zo'n 8% voor Amerikaanse staatsobligaties tot bijna 15% voor obligaties uit opkomende landen. Wereldwijd vastgoed kende in mei een slechte maand, waardoor het resultaat dit jaar op -11,5% komt. De beleggingscategorie weet zijn status van beschermer tegen inflatie dus niet waar te maken, maar heeft juist last van oplopende rentes.

Kortom, het blijft een uitermate moeilijk beleggingsklimaat. Wij nemen dan ook niet te veel risico. We zijn neutraal gepositioneerd in aandelen. We hebben een onderweging in staatsobligaties tegenover een overweging in grondstoffen. Door hogere rentes vinden we kortlopende staatsobligaties aantrekkelijk ten opzichte van cash.

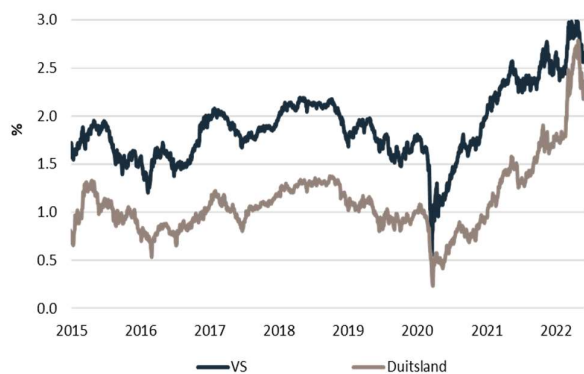
Van rentevrees naar recessievrees?

Financiële markten worstelden dit jaar aanvankelijk met oplopende rentes. Wat natuurlijk een direct gevolg was van snel oplopende inflatie en een ongekende draai van centrale banken richting een minder ruim monetair beleid. Maar gaandeweg maakte rentevrees plaats voor recessievrees. Hoge inflatie tast de koopkracht van consumenten aan, wat mogelijk zou kunnen leiden tot een recessie. Dus werd de inflatieangst wat minder. De verwachtingen voor renteverhogingen door met name de

¹ Prijswijzigingen en rendementen in lokale valuta.

Amerikaanse Fed daalden iets, net als de tienjaars rente. Inflatieverwachtingen voor de komende tien jaar daalden in de VS in mei met 0,3%-punt; in Duitsland met 0,5%-punt.

Inflatieverwachtingen voor komende 10-jaar getemperd



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Aandelenmarkten profiteerden in eerste instantie niet, aangezien de vrees ontstond voor een recessie. Pas toen die angst ook wat minder werd, konden aandelenmarkten wat oprabbelen. De vraag of we op weg zijn naar een recessie is dus cruciaal.

Afgaande op voorlopende indicatoren lijkt dat voorlopig niet het geval. Inkoopmanagers zijn wat minder optimistisch, maar vooralsnog staat de index alleen in Polen en China onder de 50, wat duidt op krimp of op zijn minst vertragende groei. Het vertrouwen onder Poolse industriële bedrijven leidt ongetwijfeld onder de oorlog in Oekraïne. Maar in Tsjechië, Hongarije en zelfs Rusland staat de index boven de 50. Een niveau van 57,5 in de VS en 54,6 in de eurozone duidt geenszins op een industriële recessie. Waarbij aangetekend dat het optimisme vooral in de hoge achterstallige orders zit. Over nieuwe orders is er beduidend minder optimistisch. De inkoopmanagersindex voor de dienstensector is in de VS in april en mei hard gedaald. Dat komt vooral doordat positieve heropeningseffecten minder voelbaar worden. De eurozone loopt wat achter, waardoor er nog maar een maand sprake is van een daling. Ook hier geldt dat de niveaus van de indices niet wijzen op een recessie. Dat geldt overigens wel voor China, waar de indices wel verbeterden, maar nog steeds duiden op krimp.

Afnemend momentum in de PMIs duidt wel op lagere groei. In de eurozone werd dat bevestigd door

de Economic Sentiment Index. Die was in mei nagenoeg onveranderd, maar wijst op lage groei. De zwakte in de index zit vooral bij consumenten en detailhandel. In mindere mate bij de industrie en de dienstverlening. De Duitse Ifo wijst wel op krimp in Europa's grootste economie. De Duitse industrie heeft nog altijd last van krapte in productieketens. De Franse equivalent van de Ifo handhaaft zich vooralsnog op een hoger niveau. In de VS werd het beeld van afnemend momentum bevestigd door regionale indices van producentenvertrouwen.

Een marktindicator die we eerder bespraken is de rentecurve. Een negatieve rentecurve, waarbij de tienjaars rente lager is dan de tweejaars of de driemaands, is vooral in de VS een goede voorspeller van een recessie. De rentecurve was even negatief in de VS, maar nu niet meer. Wat ons betreft was de periode van een negatieve rentecurve te kort om een duidelijk signaal af te geven.

Kortom, wat betreft de voorlopende indicatoren lijkt de vrees voor een recessie onterecht.

Inflatie als spelbreker?

De hoge inflatie is zonder meer een grote schok voor de wereldeconomie. Inkomens van gezinnen staan onder druk en ook sommige bedrijven geven aan moeite te hebben de hoge kosten te kunnen doorberekenen. Toch zien we hier wat lichtpuntjes. In de VS lijkt de inflatie zijn piek te hebben bereikt. Op jaarbasis stegen de prijzen volgens de Consumentenprijsindex (CPI) in april iets minder hard. De totale inflatie ging van 8,6% in maart naar 8,2% in april, de kerninflatie van 6,4 naar 6,1%.

Heeft de kerninflatie in de VS gepiekt?



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen



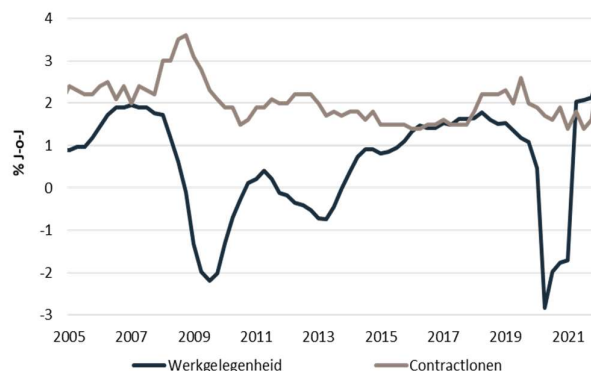
Voor beide geldt dat hoge prijsstijgingen uit 2021 uit het jaarcijfer beginnen te vallen. Door dit zogenaamde basiseffect kan de inflatie verder dalen. De Fed stuurt op een andere maatstaf, de *Personal Consumption Expenditure price index*. Deze PCE is iets anders samengesteld dan de CPI. Ook de PCE lijkt gepiekt te hebben en bemoedigend is dat de kerninflatie volgens de PCE in februari, maart en april op maandbasis niet veel meer boven het langjarig gemiddelde lag.

Behalve prijzen van grondstoffen, energie en ander inputkosten, speelt de loonontwikkeling een rol bij de inflatie. Er zijn wat tekenen dat in de VS de ergste krapte op de arbeidsmarkt begint af te nemen. De banengroei is nog stevig, maar iets minder uitbundig en het arbeidsaanbod is, na een diepe daling, vrijwel terug op het niveau van voor de coronapandemie. Het tempo van loonstijgingen begint dan ook wat af te nemen. Met de wat lagere inflatie kunnen gezinsinkomens de prijsstijgingen toch beter bijhouden. Het is een delicate balans: te hoge loongroei leidt tot inflatie en is nadelig voor bedrijven, te lage loongroei holt de koopkracht van gezinnen uit. Het lijkt erop dat de Amerikaanse economie deze balans toch gaat vinden. Opvallend daarbij is de kracht van de Amerikaanse consumptie. Het is altijd gevaarlijk om de Amerikaanse consument af te schrijven. Ook nu gebruiken huishoudens eerder opgebouwde besparingen en wordt zelfs de creditcard weer vaker getrokken om de consumptie op peil te houden. Ondanks het lage vertrouwen onder Amerikaanse consumenten. Voor de Amerikaanse consument is de inflatie dus voorlopig geen spelbreker.

Ligt dat anders in Europa, de loongroei was hier immers veel lager? Ja, en daardoor staan inkomens onder druk en daalde het volume van de detailhandelsverkopen al in het eerste kwartaal. Maar ook in de eurozone is de arbeidsmarkt krap. Met 6,8% staat de werkloosheid op een record laag niveau. De werkgelegenheid is, inclusief het eerste kwartaal van dit jaar, al vier kwartalen op rij flink gestegen. En in het eerste kwartaal was ook een duidelijke versnelling van de loongroei zichtbaar. Dat biedt samen wat compensatie voor de sterk stijgende prijzen. Want de inflatie valt nog tegen. In mei bereikte de totale inflatie in de eurozone een record van 8,1%. De oplopende kerninflatie naar 3,8% laat zien dat de inflatie zich ook verbreed in de economie. De eurozone krijgt wat later dan de VS te

maken met gunstige basiseffecten, dus de piek lijkt nog niet te zijn bereikt. Dus zal ook de consument in de eurozone haar besparingen moeten aanwenden om de consumptie op peil te houden. Je zou zeggen dat de kans daarop klein is gezien het lage consumentenvertrouwen. Europese consumenten zijn wat dat betreft wat terughoudender dan Amerikanen. Een negatief vooruitzicht dus, ware het niet dat er ook nog heropeningseffecten zullen zijn. Dit jaar kunnen Europeanen eindelijk weer ongehinderd op vakantie in het buitenland. Dat zou wel eens een reden kunnen zijn om besparingen uit te geven.

Krappe arbeidsmarkt eurozone leidt tot loonstijgingen



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Onze visie voor de komende maanden is nog steeds dat de groei laag zal zijn, vooral in Europa. De mix van groei en inflatie zal voor Europa wat ongunstiger zijn dan voor de VS. In de VS zijn er voorzichtig wat tekenen dat inflatie heeft gepiekt en dat de groei beter op peil blijft. In China blijft de situatie zorgelijk. Coronabesmettingen zijn weliswaar afgenomen, maar de zeer strenge lockdowns worden slechts voorzichtigjes versoepeld. Met de lage opgebouwde immuniteit kan het virus weer snel oplaaien. Monetaire en fiscale stimulering worden terughoudend toegepast en zijn ook minder effectief met de strenge lockdowns. Bovendien heeft China, en ook andere Aziatische exporterende landen, te maken met minder vraag naar consumentengoederen nu Westerse consumenten weer vrijelijk diensten kunnen consumeren.



Monetair beleid: ECB maakt inhaalslag

De afgelopen weken is er niet zoveel veranderd wat betreft het te verwachten monetaire beleid in de VS. De Fed zal de rente in juni en juli met 0,5%-punt verhogen. Voor september twijfelen markten nog wat tussen 0,25%-punt en 0,5%-punt. Aan het eind van dit jaar wordt een beleidsrente van 2,75% verwacht, wat iets lager is dan begin mei. En de Fed gaat uiteraard haar balans afbouwen. Tezamen een flinke verandering van het monetaire beleid, waarbij het nog wel de vraag is of dat genoeg is om de inflatie richting het doel van 2% te krijgen.

De ECB is noodgedwongen bezig met een inhaalslag. Net als de Fed lijkt de ECB de hardnekkigheid van de inflatie te hebben onderschat. De obligatie-opkoopprogramma's worden in juni beëindigd, wat de weg vrijmaakt voor renteverhogingen. ECB-president Lagarde en andere beleidsmakers zijn behoorlijk duidelijk geweest dat de rente snel zal worden verhoogd na het stopzetten van de opkoopprogramma's. De vraag is nu vooral hoe groot de eerste stap zal zijn. Wij gaan uit van 0,25%-punt, de markt twijfelt tussen 0,25 en 0,5%-punt. Maar het lijkt er wel op dat eind september de beleidsrente van de ECB voor het eerste sinds juni 2014 niet meer negatief zal zijn. Over de ruim 1%-punt aan renteverhogingen tot het einde van het jaar die de markt verwacht, hebben we wat twijfels. Ja, de inflatie is er hoog genoeg voor, maar de vraag is of de ECB zo drastisch te werk zal willen gaan in een economie die maar matig groeit.

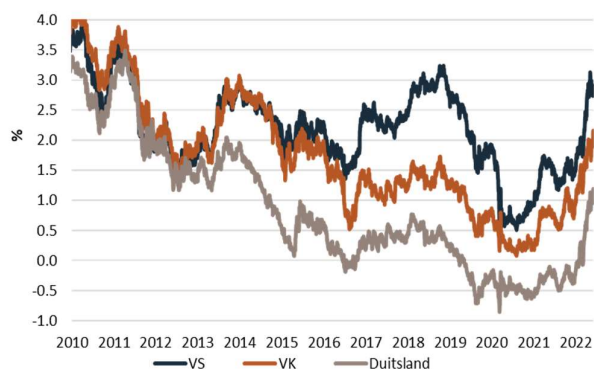
Rentes lopen uiteen

Wat verminderde angst voor inflatie heeft vooral in de VS zijn weerslag gehad op rentes. De tweejaars daalde iets in mei. Het was voor het eerst sinds juli vorig jaar dat de korte rente daalde in een kalendermaand. En een daling van de tienjaars rente was niet voorgekomen sinds november vorig jaar. Mei was ook de tweede maand op rij dat de rentecurve versteilde, na zes maanden vervlakking. De daling van de rente in de VS kwam door lagere inflatieverwachtingen. De reële rente steeg juist iets. In de VS gaan rentemarkten dus uit van lagere inflatie en is het monetaire beleid zoals hierboven genoemd wel verwerkt. De lange rente zou nog iets verder kunnen oplopen als de Fed haar balans begint af te bouwen, maar dat is geen wetmatigheid. Als de economische groei matigt door een minder ruim

monetair beleid, dan zal ook de rentestijging aan de lange kant beperkt zijn.

In Europa stegen lange rentes wel in mei. Voor een mandje met obligaties van alle landen van de eurozone met 0,14%-punt tot 1,4%, in Duitsland met 0,14%-punt tot net boven 1% en in het VK met 0,11%-punt tot net boven 2%. Deze niveaus zijn vanuit een langer historisch perspectief nog altijd laag, maar wel de hoogste sinds 2014. Het tempo van de rentestijging begint vrij extreme vormen aan te nemen.

Tienjaars rente snel gestegen



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Voor zowel de eurozone als het VK geldt dat verwachtingen voor renteverhogingen door de ECB en de Bank of England nog altijd oplopen. Dat heeft zijn weerslag op rentemarkten. Gezien het tempo van de stijgingen in de kapitaalmarktrente, lijkt ten minste een pauze voor de hand liggend. Maar toch verwachten we op termijn wel wat verder oplopende rentes, als het drukkende effect van obligatie-opkoopprogramma's afneemt.

Op markten voor bedrijfsobligaties was een vergelijkbaar beeld te zien. Risico-opslagen daalden richting het einde van mei in de VS voor zowel investment grade, de veiligere categorie, als voor high yield. In de eurozone bleven risico-opslagen op het verhoogde niveau liggen. Dat geeft aan dat beleggers in deze categorieën zich wat meer zorgen maken over de Europese economie dan de Amerikaanse. Zorgen die wat ons betreft terecht zijn. We zien dan ook geen aanleiding onze allocatie naar bedrijfsobligaties op te hogen.

De uiteenlopende rentes hebben hun weerslag gehad op de Amerikaanse dollar. Sinds mei vorig jaar is de dollar sterk geapprecieerd ten opzichte van de euro. In mei vorig jaar moest nog 1,23 dollar voor een euro worden betaald, half mei dit jaar was dat nog maar 1,04 dollar. De dollar leek rap op weg naar pariteit, maar de veranderende percepties over monetair beleid heeft de opmars tot staan gebracht. Eind mei was een euro 1,07 dollar waard. We denken dat de euro nog wat meer terrein kan winnen ten opzichte van de dollar.

Hogere rentes en een duurdere dollar zijn traditioneel risico's voor obligaties uit opkomende markten. En ook nu is de risico-opslag op schuld in dollars opgelopen. Het stokken van de opmars van de Amerikaanse rente en de dollar zou wat lucht kunnen geven voor deze beleggingscategorie, maar we vinden het nog te vroeg en te onzeker om onze allocatie op te hogen. Lage groei in China heeft een negatieve impact op verschillende opkomende economieën.

Winstgroei blijft verrassend goed

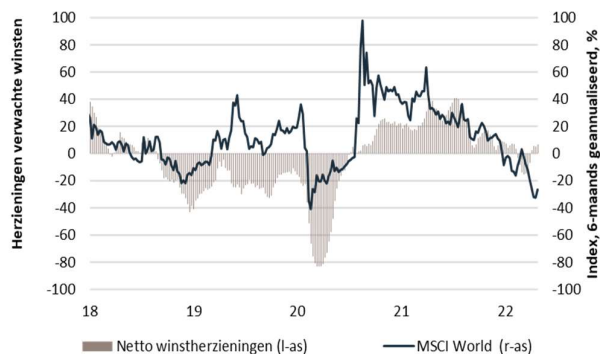
Vorige maand rapporteerden we al over de degelijke bedrijfscijfers in het eerste kwartaal. En sindsdien blijft de winstgevendheid van het bedrijfsleven verrassend goed. Althans, in geïndustrialiseerde landen. Waar analisten enkele weken geleden in meerderheid hun winsttaxaties naar beneden bijstelden, is er nu weer sprake van netto opwaartse revisies, vooral in Europa en de VS. Japan blijft in dit opzicht wat achter. Er zit dan ook vooral in Europa, maar ook in de VS en Japan een stevig opwaarts momentum in de verwachte winsten.

Dit staat in schril contrast met de prijsbeweging op aandelenmarkten. Met andere woorden, er wordt een behoorlijk negatiever beeld van de winstgroei ingeprijsd. En daarmee zijn waarderingen van aandelen verder gedaald. Dat zou aanleiding kunnen zijn om aandelen bij te kopen, maar we zijn er niet voldoende gerust op. Ten eerste kunnen de huidige opwaartse revisies vooral een gevolg zijn van e meevallende winsten in het eerste kwartaal. Het hogere niveau van die winsten vertaalt zich automatisch ook in een hoger niveau van de verwachte winsten. Maar dat is tijdelijk van aard. Ten tweede horen we wat geluiden uit het bedrijfsleven dat winstmarges onder druk staan vanwege stijgende inputkosten. De mix van hoge inflatie en lage groei maakt voor bedrijven met wat minder *pricing power* moeilijk om hun marges op peil te houden. We houden dan ook vast aan onze neutrale visie op aandelen.

Beleggingsbeleid: van cash naar kortlopend staatspapier

In onze modelportefeuilles hadden we een relatief grote cashpositie. Dat was vooral ingegeven door de grote onzekerheden over groei, inflatie, monetair beleid en financiële markten. Gezien de verliezen in veel beleggingscategorieën was dit geen slechte beslissing, maar een cashpositie in de eurozone kost wel geld bij een negatieve rente. Met het oplopen van de korte rente in Europa werden kortlopende staatsobligaties aantrekkelijk ten opzichte van cash. De rente op een mandje tweejaars staatsobligaties van eurozone landen is al opgelopen naar 0,57%. Uiteraard is het uiteindelijke rendement op deze positie ook afhankelijk van rentebewegingen. Maar de rentegevoeligheid van deze kortlopende obligaties is beperkt en bovendien zijn er al behoorlijk wat renteverhogingen door de ECB ingeprijsd. De kans dat de ECB nog agressiever wordt dan nu verwacht achten we beperkt. Daarmee ook de kans op prijsdalingen op deze obligaties bij stijgende rentes. Uiteraard willen we voldoende liquiditeit in onze portefeuilles houden om posities te kunnen wijzigen als dat nodig is. Bij deze switch leveren we niet in op liquiditeit. We verkleinen wel onze onderweging in staatsobligaties, maar vanwege de korte looptijd van de obligaties die we kopen, is de allocatie naar staatsobligaties nog wel zo dat we profiteren van rentestijgingen.

Markt gaat uit van zwakke winstontwikkeling



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen



Marktoverzicht

Aandelen				
	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereldwijd (MSCI AC)	1068	-0.9%	-5.9%	-14.2%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	2770	-0.9%	-5.5%	-14.3%
Opkomende markten (MSCI EM)	1068	-0.8%	-9.2%	-13.3%
Verenigde Staten (S&P500)	4101	-0.7%	-4.8%	-14.0%
Eurozone (EURO STOXX 50)	3760	-1.1%	-0.2%	-12.5%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7533	-0.2%	2.8%	2.0%
Japan (Topix)	1939	2.1%	2.2%	-2.7%
Nederland (AEX)	701	-1.4%	-1.7%	-12.1%
Staatsobligaties (10-jaar)				
	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	2.91	-3	118	140
Japan	0.24	1	6	17
Duitsland	1.19	25	126	136
Frankrijk	1.71	25	134	151
Italië	2.97	-8	138	192
Nederland	1.48	26	132	151
Verenigd Koninkrijk	2.16	25	103	118
Bedrijfsobligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	131	-4	7	39
Eurozone	163	12	16	68
Hoogrentende obligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	401	22	30	118
Eurozone	479	29	32	161
Opkomende markten (USD)	448	9	-34	80
Opkomende markten (Lokale valuta)	384	3	-95	-61
Vastgoed				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereld		-8.4%	-2.3%	-9.0%
Noord-Amerika		-7.8%	-1.2%	-9.7%
Europa		-6.9%	-10.1%	-17.2%
Grondstoffen				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Bloomberg index		2.7%	11.5%	34.2%
Basismetalen		-6.9%	-10.2%	1.0%
Brent olie (USD per vat)	116.29	10.3%	22.1%	54.4%
Goud (USD per troy ounce)	1849	-3.3%	-4.9%	1.1%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 2 juni 2022

Bron: Bloomberg



Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Neutraal
<p>Eind mei veerden aandelenmarkten wat op, waardoor de wereldwijde index net in het groen eindigde. Dat kwam door de VS en Pacific. Europa en opkomende markten noteerden lichte verliezen. Rente- en inflatievrees lijkt in de VS wat plaats te maken voor recessievrees. Europa blijft in de greep van lage groei en hoge inflatie. Zeker op korte termijn achten we het risico op een recessie groter in Europa. Winstontwikkelingen in vooral de VS en Europa blijven opvallend positief, maar we plaatsen vraagtekens bij de houdbaarheid. In opkomende markten zijn winstontwikkelingen negatief. De kans op een recessie zou aanleiding kunnen zijn voor een onderwogen positie, maar er is in aandelenmarkten al behoorlijk wat negatief nieuws verdisconteerd. Bovendien bieden sterke arbeidsmarkten, gezonde financiële posities van gezinnen, banken en bedrijven en overheden die de negatieve gevolgen van hoge energieprijzen wat mitigeren, steun voor aandelen. De waardering van aandelen is gunstiger. Aandelen uit Europa, Pacific en opkomende markten zijn neutraal tot iets goedkoop gewaardeerd. Alleen Amerikaanse aandelen zijn nog aan de dure kant. We hebben op dit moment geen voorkeur voor regio's.</p>	
Staatsobligaties	Negatief
<p>In mei was het voor het eerste sinds maanden dat rentes in de VS wat daalden. Inflatieverwachtingen liepen terug, waardoor de verwachtingen omtrent het monetaire beleid nipt terugvielen. Vergelijken met de inflatie zijn rentes extreem laag, maar de verwachting is dat de inflatie gaat dalen. Dat zal zelfs bij hoge, maar stabiele energieprijzen het geval zijn. De Amerikaanse centrale bank heeft haar kaarten op tafel gelegd: een serie renteverhogingen en later dit jaar een afbouw van de balans. De ECB heeft een inhaalslag gemaakt door een renteverhoging in juli min of meer aan te kondigen. De ECB moet schipperen tussen hoge inflatie zwakke economische groei. Toch kan de negatieve beleiidsrente snel tot ten minste nul worden opgetrokken. We denken dat het monetaire beleid in de VS grotendeels is verdisconteerd in de huidige rente. In de eurozone lijken de marktverwachtingen voor renteverhogingen volgend jaar wat ambitieus. Daarmee is de opwaartse druk op de kapitaalmarktrentes afgenomen, hoewel het voornaamste risico nog steeds tegenvallende (hogere) inflatie is.</p>	
Bedrijfsobligaties investment grade	Neutraal
<p>In mei was risico-opslag op investment grade bedrijfsobligaties in de VS nagenoeg onveranderd, terwijl hij in Europa met 12 basispunten steeg. Met de daling van de onderliggende rentes op staatsobligaties in de VS resulteerde dat in een nipt positief rendement voor Amerikaanse bedrijfsobligaties. In Europa steeg de risico-opslag en de onderliggende rente, wat leidde tot een negatief rendement. We zien afnemende groei, hoge inflatie en minder steun van centrale banken als risico's voor bedrijfsobligaties. Bovendien hoeven beleggers, nu rentes op staatsobligaties weer positief zijn, minder op zoek naar rendement. Met de opgelopen rente van staatsobligaties hoeven risico-opslagen bovendien maar weinig op te lopen voor een achterblijvend rendement van bedrijfsobligaties.</p>	
Bedrijfsobligaties high yield	Neutraal
<p>Kredietopslagen op hoogrentende bedrijfsobligaties stegen in mei. In de VS met 33 basispunten, in Europa met 37 basispunten. Daarmee kwam de rente in de VS uit op 7,0% en in Europa op 5,7%. Het couponrendement compenseerde voor een groot deel het verlies vanwege oplopende risico-opslagen, maar per saldo resulteerde wel negatieve rendementen. Net als bij investment grade zien we afnemende groei en hoge inflatie als een risico voor deze beleggingscategorie. Deze beleggingscategorie is zelfs nog iets kwetsbaarder voor die risico's. Daar staan tegenover een hogere risico-opslag en het feit dat bedrijven in deze categorie zich langer hebben gefinancierd dan voorheen. Dat beperkt het risico dat gepaard gaat met herfinanciering bij stijgende rentes.</p>	
Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
<p>Verliezen op beursgenoteerd vastgoed waren in mei beduidend groter dan op aandelen. De wereldwijde vastgoed index verloor 3,4%. In Noord-Amerika en Europa waren de verliezen zelfs 5,5%. Vastgoed heeft de reputatie bescherming te bieden tegen inflatie, aangezien huren vaak meebewegen met die inflatie. Los van het feit dat die reputatie enigszins dubieus is, heeft vastgoed nu vooral last van oplopende rentes. Het verlies van vastgoed dit jaar is vergelijkbaar met het verlies op aandelen. De waardering van beursgenoteerd vastgoed is gedaald, waardoor we Europa niet langer als duur zien. De VS is nog wel aan de dure kant. We vinden vastgoed nog wel duur ten opzichte van vastrentende categorieën met een vergelijkbare kredietstatus. Beursgenoteerd vastgoed noteert momenteel onder de waarde van het de onderliggend vastgoed, maar we denken dat die onderliggende waarde vrij hoog is. Los van de onzekerheden omtrent groei en daarmee de vraag naar vooral winkels en kantoorruimte vinden we oplopende rentes een te groot risico voor een positie in beursgenoteerd vastgoed.</p>	
Staatsobligaties opkomende markten	Neutraal
<p>De rente op staatsobligaties uit opkomende markten genoteerd in dollars steeg in mei nauwelijks, wat een gevolg was van dalende rente in de VS en een iets oplopende risico-opslag. Ook voor obligaties in lokale valuta was de rente nagenoeg onveranderd. Obligaties uit opkomende markten kregen wat lucht doordat de Amerikaanse rente niet steeg en de opmars van de Amerikaanse dollar tot stand kwam. Een rente van rond de 7% voor zowel obligaties in dollars als obligaties in lokale valuta is op zich aantrekkelijk. Temeer daar de economieën van deze landen op aan aantal punten zijn verbeterd de afgelopen jaren en centrale banken een verstandig monetair beleid voeren. Ze aarzelen niet om de rente te verhogen als oplopende inflatie daartoe aanleiding geeft. Echter, obligaties uit opkomende markten zijn kwetsbaar voor een duurdere dollar en stijgende rentes in de VS. Ook de afkoelende Chinese economie, die leidt tot minder bedrijvigheid in opkomende markten, vormt een risico. Bovendien is er in opkomende markten een groter risico op hogere inflatie door stijgende voedselprijzen. Vandaar onze neutrale visie.</p>	



Grondstoffen**Positief**

Ook in mei waren grondstoffen het stralende lichtpunt in verder toch vrij donkere tijden. De brede grondstoffenindex steeg verder met 4,5%. Deze maand was het vooral de stijging van olieprijs met zo'n 15% die compenseerde voor een 5% daling van basismetalen en 2,4% van goud. Ondanks de volatiliteit de afgelopen maanden is er nog een opwaartse trend zichtbaar in olieprijs. Afnemende groei van de wereldeconomie is negatief voor olieprijs. Maar schaarste, mede met de mogelijkheid van westerse sancties tegen Russische olie, houden de politieke risicopremie in stand. Voor basismetalen geldt dat niet. Daar weegt de afkoeling van de wereldeconomie in het algemeen - en China in het bijzonder - zwaar. Ook met een tweede maandelijkse daling van de goudprijs, denken we dat de goudprijs zich nog niet helemaal heeft aangepast aan de hogere reële rente. Door de huidige krapte liggen in veel markten de spotprijzen hoger dan de future contracten. Die situatie noemen we backwardation. Aangezien bij beleggen in grondstoffen vrijwel altijd futures worden gekocht, levert backwardation een positief rendement op voor beleggers. Goedkopere futures rollen door de tijd richting de hogere spotprijs. De mate waarin dat nu het geval is, is vrij uniek en levert een stevig positief rendement op. We houden vast aan onze positieve visie.

JOOST VAN LEENDERS

Senior beleggingsstrateeg

joost.vanleenders@kempen.nl

06 8283 1189



VAN LANSCHOT KEMPEN ASSET RESEARCH & COMMUNICATION:

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



DISCLAIMER

De informatie die is opgenomen in deze publicatie is uitsluitend bestemd voor algemene doeleinden. Deze publicatie is geen aanbod en u kunt aan deze publicatie geen rechten ontleen. Bij de totstandkoming van deze publicatie hebben wij de grootst mogelijke zorgvuldigheid betracht bij de selectie van externe bronnen. Wij kunnen niet garanderen dat de informatie van deze bronnen die in deze publicatie is opgenomen juist en volledig is of in de toekomst zal blijven. Wij aanvaarden geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. Wij zijn niet verplicht de informatie die we hebben opgenomen in deze publicatie te actualiseren of te wijzigen. Alle rechten ten aanzien van de inhoud van de publicatie worden voorbehouden, inclusief het recht van wijziging.

OVERIGE INFORMATIE

Van Lanschot Kempen NV is statutair gevestigd aan de Hooge Steenweg 29, 5211 JN te 's-Hertogenbosch, KvK 's-Hertogenbosch nr. 16038212 met btw-identificatienummer NL0011.45.770.B01, is als bank geregistreerd in het Wft-register en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank NV (DNB), Postbus 98, 1000 AB Amsterdam, en de Autoriteit Financiële Markten (AFM), Postbus 11723, 1001 GS Amsterdam.

Eventuele klachten kunt u richten aan Van Lanschot Kempen NV of de afdeling Klachtenmanagement van het hoofdkantoor, Postbus 1021, 5200 HC 's-Hertogenbosch.