

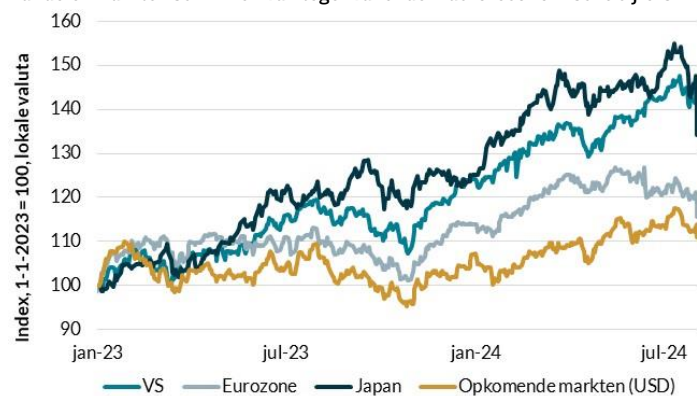
# Visie op Asset Allocatie

Augustus 2024

- Economische cijfers vallen tegen
- Recessie-angst treft financiële markten begin augustus
- Beleggingsbeleid ongewijzigd

In de eerste helft van juli leek er nog geen vuiltje aan de lucht voor aandelenmarkten en zette de opwaartse trend door. Halverwege de maand kwam een omslag, vooral in de VS. De grote technologieaandelen raakten uit de gratie, terwijl beleggers plotseling een voorkeur toonden voor small cap aandelen. Dat was nog een positieve verbreding van de aandelenrally. Maar tegenvallende economische cijfers richting het einde van de maand joegen beleggers schrik aan waardoor aandelen over een breed front daalden. Dit alles tegen een achtergrond van sterk dalende rentes.

Aandelenmarkten schrikken van tegenvallende macro-economische cijfers



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

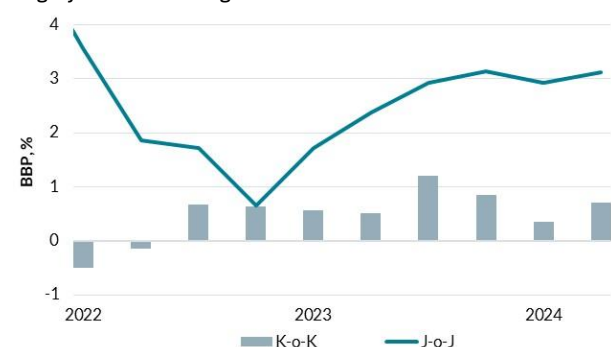
Wij hebben ons beleggingsbeleid niet gewijzigd. In de VS bevestigden recente cijfers ons beeld van een groeiende economie die langzaam momentum verliest. De Amerikaanse economie groeide in het tweede kwartaal net iets harder dan de lange-termijn trend. Het lagere toerental van de economie uit zich in een aantal voorlopige indicatoren en recente arbeidsmarktgegevens, maar ook is er sprake van een groeiende dienstensector.

Ook biedt het de Fed de gelegenheid de rente te gaan verlagen in september. In de eurozone vielen voorlopige indicatoren niet mee, maar was de groei in het tweede kwartaal robuust. De groeivoorzichten blijven hier gematigd en we rekenen vooral op steun vanuit de consumptieve bestedingen. Winstontwikkelingen van aandelen in het algemeen zien we als positief. Vandaar onze overweging in aandelen.

## Amerikaanse groei weer beter dan verwacht

Het is een patroon dat we al een aantal kwartalen op rij zien: een Amerikaanse economie die harder groeit dan verwacht. Deze keer ging het om het groeicijfer voor het tweede kwartaal van dit jaar.

Degelijke economische groei in de VS in het tweede kwartaal



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

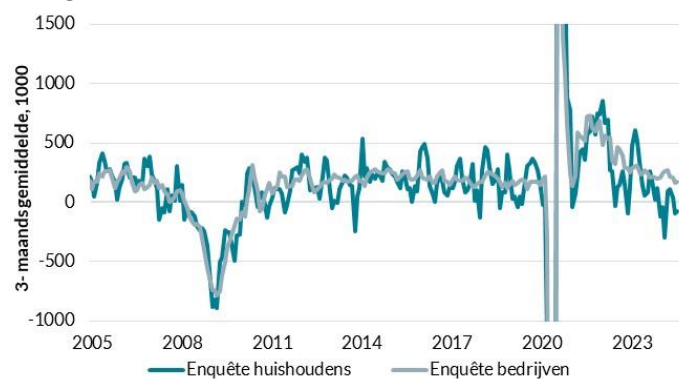
Deze groei was in eerste instantie geraamd op 0,4% ten opzichte van het eerste kwartaal, maar na herziening is dit opgehoogd tot 0,7%. Dat lijkt wellicht niet zo'n groot

verschil, maar het betekent wel dat de Amerikaanse economie harder groeide dan het potentieel op langere termijn en niet trager, zoals eerder gedacht. En daarmee zou de arbeidsmarkt sterker kunnen blijven, de inflatie langzamer dalen en de Fed de rente later en minder kunnen gaan verlagen. Vooral zorgen over de Amerikaanse consument bleken in het tweede kwartaal voorbarig. De consumptiegroei accelereerde juist ten opzichte van het eerste kwartaal. Ook in het derde kwartaal lijkt de groei zich door te zetten

Nou biedt in het verleden behaalde groei geen garantie voor de toekomst. In het tweede kwartaal groeide de consumptie namelijk ruim twee keer zo hard als de beschikbare inkomens. Consumenten verlaagden hun spaarquote verder om hun consumptie op peil te houden. Dat is uiteraard niet houdbaar. Dus is er nog steeds reden om aan te nemen dat de groei van de consumptieve bestedingen verder zullen afnemen in de VS. Zonder er overigens van uit te gaan dat de consument de handdoek in de ring zal gooien. Daarvoor is de nominale inkomensgroei nog te sterk. Met verder dalende inflatie biedt dat perspectief voor de reële inkomensgroei. Bovendien is de financiële positie van de meeste huishoudens gezond.

Het beeld van enerzijds anderzijds geldt ook voor de arbeidsmarkt. Minder openstaande vacatures en minder werknemers die vrijwillig hun baan opzeggen, duiden op een afkoelende arbeidsmarkt. In juli vertraagde de banengroei fors en liep de werkloosheid verder op.

Banengroei VS neemt af



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

De mate waarin de werkloosheid de afgelopen maanden is gestegen, wees in het verleden op een aankomende recessie. Dat kan ook deze keer gebeuren als consumenten vertrouwen verliezen. In die zin zijn de laatste cijfers over het consumentenvertrouwen niet bemoedigend. Maar de stijging van de werkloosheid komt deze keer vooral door toenemend arbeidsaanbod, niet zozeer door wegvallende vraag naar arbeid. Er is geen sterke toename van het aantal ontslagen. De aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen

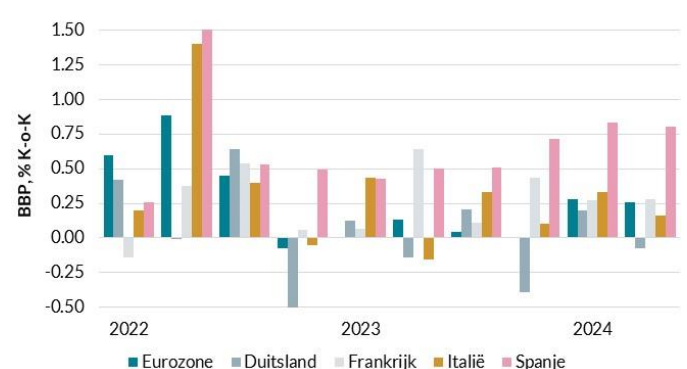
lopen wel wat op, maar staan nog op relatief lage niveaus. Daarbij geldt dat de cijfers over banengroei in juli mogelijk vertekend zijn door de orkaan die door Texas raasde. De precieze impact op het banengroei cijfer is nog ongewis, maar we zagen een relatief sterke stijging van het aantal werknemers dat niet kon werken vanwege slecht weer en ook het aantal tijdelijk werklozen nam toe. Kortom, de arbeidsmarkt koelt af, maar op dit moment lijkt dat eerder een terugkeer naar een meer evenwichtige situatie dan dat het een fundamentele verslechtering is.

Voorlopende indicatoren schetsen een wisselend beeld. De inkoopmanagersindex voor de industrie dook in juli voor het eerst sinds december vorig jaar weer onder de 50, wat duidt op krimp. De index voor de dienstensector steeg juist naar het hoogste niveau sinds maart 2022. De ISM-index voor de industrie bevestigde het sombere beeld en ook met de investeringsbereidheid van bedrijven wil het nog niet echt vlotten. Maar ook bij de ISM-cijfers is de index voor de dienstensector positiever. Kortom, de Amerikaanse economie blijft wat twijfelachtig aanvoelen.

## Ook groei eurozone valt mee

Na de groei van 0,3% in het eerste kwartaal van dit jaar ten opzichte van het laatste kwartaal van 2023 hebben we gezegd dat deze groei niet onder meer ook voor de kwartalen daarop te projecteren was. Maar ook in het tweede kwartaal groeide de economie van de eurozone met 0,3%. De details van die groei zijn nog niet bekend. We weten wel dat de Duitse economie nipt kromp. Terwijl de groei in Frankrijk precies gelijk was aan het cijfer voor de hele eurozone. Italië zat daar net onder, terwijl de groei in Spanje wederom sterk was.

Economische groei eurozone in tweede kwartaal beter dan verwacht



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

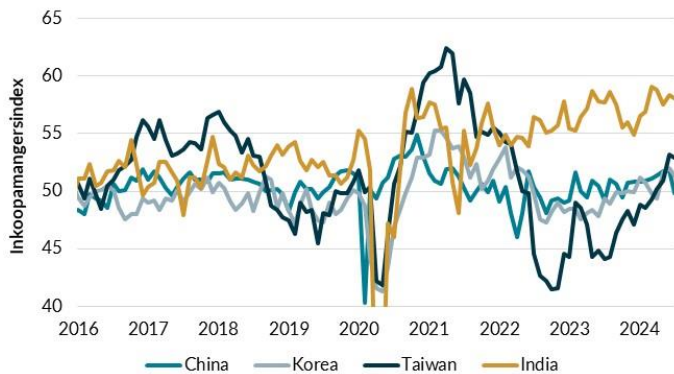
Maar dat was dan wel zo'n beetje de enige meevaller in de eurozone. De inkoopmanagersindex voor de industrie was in juli onveranderd op een laag niveau. De opleving van de index voor de dienstensector is alweer deels voorbij. De

Economic Sentiment Index, de Duitse Ifo-index en de Franse INSEE-index zakten allemaal iets weg, waarmee deze indicatoren een verlies aan economisch momentum signaleren. Net als vorige maand is een toenemend consumentenvertrouwen een lichtpuntje. En banken worden wat minder terughoudend met het verstrekken van krediet en zien de vraag naar krediet dan ook toenemen. Maar toch, de groene scheuten die we eerder zagen hebben moeite om tot volle wasdom te komen.

## Azië verliest vaart

We hebben eerder gewezen op een opleving in de industrie in opkomende markten, vooral in Azië. Maar ook hier lijkt de vaart er iets uit te lopen. De inkoopmanagersindex voor de industrie daalde in een hele rij landen, waaronder Japan, China, Korea, Taiwan en Indonesië. De index wijst voor opkomende markten nog wel op groei, maar zette dus wel een stapje terug.

Inkoopmanagersindices voor de industrie in Azië zetten een stapje terug



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

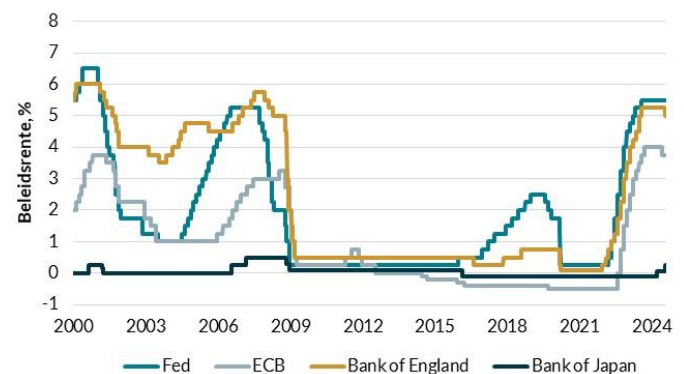
In China heeft de economie moeite om momentum te behouden, getuige lage groei van de investeringen, industriële productie, detailhandelsverkopen en kredietverlening. Er waren afgelopen maand twee belangrijke politieke bijeenkomsten. In de eerste bleven de autoriteiten vooral hameren op de aanbodzijde van de economie, met de nadruk op groei in technologisch geavanceerde sectoren. Daar is echter al overcapaciteit en het lijkt voor China steeds moeilijker om groei vooral middels uitvoer te genereren. In de tweede bijeenkomst werd dan ook meer de nadruk gelegd op maatregelen om de consumptie te stimuleren. Hoe ver de autoriteiten daarin willen gaan en of dat het beoogde effect zal hebben gezien het lage vertrouwen onder consumenten, valt nog te bezien.

## BoJ verhoogt, BoE verlaagt

Het kwam niet helemaal uit de lucht vallen, maar toch was de renteverhoging door de Bank of Japan (BoJ) wel enigszins verrassend. Na in maart een einde te hebben gemaakt aan een jarenlange negatieve beleidsrente verhoogde de BoJ de rente eind juli met 20 basispunten naar 0,25%. De BoJ vond de wisselwerking tussen stijgende prijzen en lonen sterk genoeg. Vooral de verbreding van loonstijging naar kleinere bedrijven was een reden voor de BoJ om nu de rente te verhogen. En als alles volgens de ramingen van de BoJ verloopt, zal de rente verder worden opgetrokken. Stijgende rente in Japan zal mogelijk vooral invloed hebben op de Japanse yen. Door het ruime monetaire beleid in Japan, terwijl rentes in de VS en Europa werden opgetrokken, was de yen gedeprimeerd naar het laagste niveau sinds midden jaren tachtig. Aan die depreciatie lijkt nu een einde te komen. Sinds 10 juli is de yen al geapprecieerd van 161,67 yen per US dollar naar 149,44. En dat heeft weer gevolgen voor Japanse aandelen, die vaak tegengesteld bewegen aan de yen, vanwege Japan's grote exportsector. De TOPIX-aandelenindex is sinds 11 juli bijna 25% gedaald.

De Bank of England (BoE) verlaagde juist de rente, wat wel was verwacht. Dalende inflatie heeft de BoE de ruimte gegeven om de rente te verlagen. De totale inflatie stond in juni op 2%. Maar met een kerninflatie die nog 3,5% was, liet de BoE weten de rente niet al te snel of te veel te willen verlagen. In het beleidscomité was ook maar een nipte meerderheid voor deze renteverlaging.

Binnenkort ook actie van de Fed verwacht



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

De Fed en de ECB lieten hun rentes in juli ongewijzigd. De ECB heeft te maken met hardnekkige inflatie in de dienstensector. Die daalde in juli wel iets, maar is met 4,0% nog altijd hoog. De totale inflatie liep juist iets op tot 2,6%, terwijl de kerninflatie onveranderd was op 2,9%. Toch denken we dat de ECB de rente, na de verlaging in juni, dit jaar verder zal verlagen. Er zijn aanwijzingen dat de loongroei afneemt. Dat is gunstig voor de ontwikkeling van

de inflatie in de arbeidsintensieve dienstensector. Bovendien is de groei in de eurozone fragiel.

De groei van de Amerikaanse economie hoeft op zich voor de Fed geen reden te zijn om de rente te verlagen, deze is namelijk nog degelijk. Lagere inflatie biedt daar wel de gelegenheid voor. En ook de afkoelende arbeidsmarkt kan een reden zijn voor de Fed. Vooral omdat de Fed naarstig op zoek is naar een zachte landing, oftewel een geleidelijke afkoeling van de economie en daling van de inflatie zonder te veel schade te berokkenen aan de arbeidsmarkt. Tot nu toe gaat dat goed, maar de recente arbeidsmarkt cijfers laten zien dat de Fed niet al te lang moet wachten. Een renteverlaging in september ligt dan ook voor de hand. Het zou kunnen dat de Fed de rente ook in november en december verlaagt, maar een pauze in november is ook mogelijk. Maar renteverlagingen van centrale banken kunnen wel steun bieden aan aandelenmarkten

## Financiële markten onrustig

Aandelen wisten in juli nog wel winst te boeken, maar die winsten waren bescheiden. Juli kende ook twee gezichten. In de eerste helft van de maand gingen aandelenmarkten nog omhoog, maar in de tweede helft van de maand volgden correcties. Die mineurstemming zette begin augustus door. De correctie van de S&P500 liep op tot bijna 6%. Daarbij vonden in aandelenmarkten flinke rotaties plaats. Vooral de grote technologiebedrijven in de VS moesten het ongeden. Over de maand juli moesten de Magnificent Seven (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia en Tesla) al 5% prijsgeven, begin augustus liepen de verliezen zelfs op tot bijna 13%. Overige aandelen deden het beter. De gelijk gewogen S&P500 aandelenindex, waar alle bedrijven even zwaar meetellen in de index en de grote technologiebedrijven dus minder dominant zijn, boekte in juli een winst van 4,4% en beperkte begin augustus het verlies tot 2,8%. Defensieve sectoren, zoals niet-duurzame consumentengoederen, gezondheidszorg en nutsbedrijven, wisten in de VS en in Europa juist winst te boeken.

Onderliggend spelen hierbij twee zaken op aandelenmarkten. In eerste instantie was er sprake van een beweging vanuit de grote en dit jaar zo goed presterende technologiebedrijven richting kleinere bedrijven. In de VS boekte small caps in juli een winst van 7,6%, in de eurozone 3,0%. Beide beduidend meer dan large caps. Lagere inflatie, het zicht op renteverlagingen en degelijke economische groeicijfers over het tweede kwartaal leidden beleggers weg van de dit jaar als veilig geziene technologieaandelen richting meer risicovolle small caps. Daarmee waren de onderliggende trends positief, aangezien er sprake was van een verbreding van

de aandelenrally. Maar na de zwakke arbeidsmarkt cijfers en tegenvallende voorlopende indicatoren moesten ook small caps het ontgelden. Bedacht moet ook worden dat deze onrust plaatsvindt in een tijd van het jaar waarin de handel op aandelenmarkten vaak dunnetjes is. Dat versterkt over het algemeen markt bewegingen.

Dit alles vond plaats tegen een achtergrond van dalende rentes. Over geheel juli daalden korte en lange rentes in de VS met zo'n 30 tot ruim 40 basispunten, in Duitsland en het VK iets minder. Begin augustus zetten die rentedalingen fors door. Er was op financiële markten dus duidelijk sprake van recessievrees. Als dat het geval is, kunnen rentedalingen aandelenmarkten niet behoeden voor dalingen.

Forse rentedalingen wijzen op recessievrees



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Ondertussen zitten we ook midden in het cijferseizoen, waarbij bedrijven hun winstcijfers over het tweede kwartaal rapporteren. In de VS heeft twee derde van de bedrijven in de S&P500 cijfers gerapporteerd. Het helpt aandelen op dit moment niet, maar de resultaten zijn degelijk. Van de bedrijven die hebben gerapporteerd weet 80% de verwachtingen te overtreffen. Tot nu toe stijgen de winsten met 12% ten opzichte van het tweede kwartaal van vorig jaar, wat 5%-punt beter is dan verwacht. Sectoren die er positief uitspringen zijn gezondheidszorg, communicatiediensten en informatietechnologie. De grootste winstdaling van 9% is te zien in de sector basisindustrie. Ook bij enkele grote technologiebedrijven vielen de resultaten hier en daar wat tegen. Dat droeg bij aan de negatieve performance van deze bedrijven. Positief is wel dat een meerderheid van de bedrijven de winstverwachtingen naar boven bijstelt. In Europa zijn de cijfers nog zwak, al is er wel een verbetering zichtbaar ten opzichte van voorgaande kwartalen. Ook in Europa heeft zo'n twee derde van de bedrijven in de STOXX 600 index winstcijfers gerapporteerd. Daarvan weet 60% de winstverwachtingen te overtreffen. De gerapporteerde winstgroei is 1%, wat beter is dan de lichte winstdaling die werd verwacht.

## Beleggingsbeleid ongewijzigd

Financiële markten hebben last van recessievrees, wat zich uit in dalende rentes, dalende aandelenmarkten en uitlopende risico-opslagen op bedrijfsobligaties. We onderkennen het risico van een groeivertraging. De combinatie van tegenvallende economische cijfers in het algemeen en voorlopende indicatoren en Amerikaanse arbeidsmarkt cijfers in het bijzonder is negatief voor de vooruitzichten. Toch wijzigen we ons beleggingsbeleid niet en houden we vast aan een overweging in aandelen. Eén zwakker arbeidsmarkt rapport in de VS wijst niet direct op een recessie. Ook in april was de banengroei in de VS zwak, waarna weer betere cijfers volgden. We zien minder zwakte in de Amerikaanse dienstensector en de Europese consument krijgt met lagere inflatie wat meer lucht. Winstcijfers van bedrijven zien we ook als ondersteunend voor aandelen.

Winstontwikkeling positief



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Vorige maand zeiden we beperkte ruimte voor rentedalingen te zien, vooral aan de lange kant. Lagere inflatie en renteverlagingen door centrale banken waren volgens ons al in lange rentes verdisconteerd. Wat dat betreft denken we dat de stevige rentedalingen in juli en vooral begin augustus een overreactie zou kunnen zijn. Voor het einde van het jaar prijzen markten nu vier renteverlagingen in de VS. Aangezien er nog maar drie beleidsvergaderingen zijn dit jaar, zou dat betekenen dat de Fed de rente tenminste éénmaal met 50 basispunten zou moeten verlagen. Dat achten wij onwaarschijnlijk. We zijn onderwogen in obligaties. Vooral Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties vinden we onaantrekkelijk. We vinden dat de lage risico-opslagen onvoldoende rendement geven voor het hogere risico dan op staatsobligaties. Die risico-opslagen hoeven maar een beetje op te lopen om de categorie achter te laten lopen op staatsobligaties. We geven daarmee binnen Amerikaanse

investment grade obligaties de voorkeur aan staatsobligaties. Als we echter kijken naar wereldwijde investment grade obligaties geven we de voorkeur aan de eurozone. Daar zijn rentes wat minder neerwaarts doorgeschooten dan in de VS en zijn de risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties minder extreem laag dan in de VS.

Voor hoogrentende bedrijfsobligaties zijn we voorzichtig, aangezien deze bedrijven scherper gefinancierd zijn en dus meer last hebben van hogere rentes die geleidelijk doorkomen in de rentelasten door herfinanciering van leningen. Obligaties van opkomende landen geven een aantrekkelijk rendement, maar deze aantrekkelijkheid zit met name bij de zwakkere landen en tevens is er nog weinig risicopremie ingeprijsd voor onrust rondom de Amerikaanse verkiezingen in november en een eventuele verdere groeivertraging. Vandaar de neutrale positie.

Voor vastgoed vinden we de onzekerheden rond rentes en de mogelijke afwaardering van panden nog te groot voor een instapmoment. Ten aanzien van grondstoffen hebben we vooral twijfels over de kracht van de Chinese economie.

# Marktoverzicht

## Aandelen

|   | Index | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2023 |
|---|-------|-----------------|---------------------|------------------|
| Wereldwijd (MSCI AC)                    | 1061  | -2.4%           | 3.5%                | 8.3%             |
| Geïndustrialiseerde landen (MSCI World) | 3449  | -2.5%           | 3.8%                | 8.8%             |
| Opkomende markten (MSCI EM)             | 1061  | -1.7%           | 0.8%                | 3.7%             |
| Verenigde Staten (S&P500)               | 5347  | -2.9%           | 5.6%                | 12.1%            |
| Eurozone (EURO STOXX 50)                | 481   | -4.5%           | -4.9%               | 1.4%             |
| Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)          | 8175  | 0.7%            | 0.0%                | 5.7%             |
| Japan (Topix)                           | 2538  | -11.2%          | -7.0%               | 7.2%             |
| Nederland (AEX)                         | 879   | -4.9%           | 0.0%                | 11.7%            |

## Staatsobligaties (10-jaar)

|                     | Rente (%) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2023 (bp) |
|---------------------|-----------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten    | 3.80      | -64                  | -78                      | -7                    |
| Japan               | 0.93      | -18                  | 3                        | 31                    |
| Duitsland           | 2.16      | -45                  | -39                      | 13                    |
| Frankrijk           | 2.96      | -37                  | -9                       | 40                    |
| Italië              | 3.64      | -44                  | -24                      | -8                    |
| Nederland           | 2.48      | -44                  | -37                      | 16                    |
| Verenigd Koninkrijk | 3.83      | -42                  | -46                      | 29                    |

## Bedrijfsobligaties

|                  | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2023 (bp) |
|------------------|--------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten | 106                | 13                   | 16                       | 2                     |
| Eurozone         | 118                | 8                    | 6                        | -17                   |

## Hoogrentende obligaties

|                                   | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2023 (bp) |
|-----------------------------------|--------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten                  | 372                | 49                   | 56                       | 38                    |
| Eurozone                          | 379                | 39                   | 28                       | -16                   |
| Opkomende markten (USD)           | 421                | 23                   | 42                       | 37                    |
| Opkomende markten (Lokale valuta) | 266                | 43                   | 65                       | 31                    |

## Vastgoed

|               | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2023 |
|---------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Wereld        | 6.0%            | 7.0%                | 0.0%             |
| Noord-Amerika | 7.3%            | 12.2%               | 3.7%             |
| Europa        | 4.6%            | 4.0%                | -0.9%            |

## Grondstoffen

|                           | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2023 |
|---------------------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Bloomberg index           | -6.4%           | -6.1%               | -4.0%            |
| Basismetalen              | -8.4%           | -10.8%              | -3.1%            |
| Brent olie (USD per vat)  | 76.92           | -11.6%              | -8.1%            |
| Goud (USD per troy ounce) | 2414            | 3.7%                | 4.9%             |

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 2 augustus 2024

Bron: Refinitiv

# Tactische vooruitzichten

## Vermogenscategorie

### Aandelen

### Overwogen

De wereldwijde aandelenindex van MSCI steeg in juli nog licht, maar noteerde in de tweede helft van de maand en vooral in de eerste dagen van augustus verliezen. De verliezen waren het grootst in Japan, waar de yen apprecieerde na een renteverhoging door de centrale bank. In de VS, de eurozone en opkomende markten ontliepen de verliezen elkaar niet veel. Het VK ontsprong de dans door het defensieve karakter van de FTSE100 index. De vooruitzichten voor de economische cyclus blijven cruciaal voor aandelen. Zolang de Amerikaanse economie op het pad blijft van een zachte landing en winsten blijven groeien, denken we niet dat Amerikaanse aandelen een langdurige neerwaartse trend zullen laten zien. In Europa zien we matige economische groei, maar de ECB kan de rente dit jaar nog verder verlagen terwijl de winstverwachtingen realistisch zijn en de waarderingen redelijk. De verwachte winsten per aandeel voor de komende twaalf maanden worden zowel in de VS als in Europa naar boven bijgesteld, wat aandelenkoersen kan ondersteunen. De gerapporteerde bedrijfscijfers over het tweede kwartaal zijn degelijk in de VS en zijn wat verbeterd in Europa. Waarbij aangetekend dat het aantal analisten, dat de winst naar beneden bijstelt, toeneemt wat iets is om in de gaten te houden. We hebben een neutrale positie in Pacific en opkomende markten. In Pacific hebben we onlangs winst genomen op een overweging in Japan en hebben we twijfels over Hong Kong. In opkomende markten vinden we de groei, het momentum en de revisies van de winsten niet sterk genoeg voor een overwogen positie.

### Staatsobligaties

### Overwogen

In de VS daalde de tweejaarsrente in juli met een forse 46 basispunten, in het VK met 42 basispunten en in Duitsland met 29 basispunten. De tienjaarsrente daalde in de VS met 32 basispunten, in het VK met 21 basispunten en in Duitsland met 19 basispunten. In alle drie de landen werden rentecurves dus minder negatief (minder invers). Begin augustus zetten deze rentedalings door, waarmee rentes de laagste niveaus van de afgelopen maanden of soms zelfs dit jaar lieten zien. Er was op rentemarkten duidelijk sprake van recessievrees, waarmee ook meer renteverlagingen door centrale banken werden ingeprijsd. Wij zagen eerder beperkte ruimte voor rentedalings, aangezien met de negatieve rentecurve lagere inflatie en minder krap monetair beleid al werden ingeprijsd. Het risico op tegenvallende groei is recent toegenomen, maar we denken dat rentemarkten wat doorgeschoten kunnen zijn in hun pessimisme. Daarmee sluiten wij op korte termijn een rentestijging niet uit, maar op langere termijn zien we met lagere inflatie en renteverlagingen door centrale banken geen structurele stijging van markttrentes.

### Bedrijfsobligaties investment grade

### Onderwogen

In de VS was de risico-opslag op investment grade bedrijfsobligaties in juli vrijwel onveranderd, terwijl die in de eurozone met 7 basispunten daalde. De onrust op financiële markten begin augustus was zichtbaar in de VS, waar risico-opslagen met 10 basispunten opliepen, terwijl die onrust de daling van risico-opslagen in juli voor Europese investment grade bedrijfsobligaties weer ongedaan maakte. Onze opinie dat de lage risico-opslagen contrasteren met economische indicatoren die in veel gevallen wijzen op een afnemend groeimomentum in de VS en matige groei in de eurozone is hiermee niet gewijzigd. Door hoge marktrentes verslechtert bovendien de verhouding tussen het bedrijfsresultaat en de rentelasten. Blootstelling naar commercieel vastgoed is een risico voor sommige Amerikaanse en Duitse banken. De risico-opslag ligt in de VS zo'n 20 basispunten onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar, in de eurozone 13 basispunten. De risico-opslag maakt momenteel, ten opzichte van de eigen historie, een klein deel uit van de rentevergoeding op bedrijfsobligaties. Dat maakt bedrijfsobligaties minder aantrekkelijk ten opzichte van staatsobligaties. Binnen investment grade bedrijfsobligaties hebben we een relatieve voorkeur voor de eurozone ten opzichte van de VS. De risico-opslag is in de eurozone iets hoger en de rentegevoeligheid lager.

### Bedrijfsobligaties high yield

### Onderwogen

Bij high yield bedrijfsobligaties was de afgelopen tijd een gelijkwaardig beeld te zien als in investment grade bedrijfsobligaties, beperkte bewegingen van risico-opslagen in juli met een stijging met 7 basispunten in de VS en 8 basispunten in de eurozone, gevolgd door een sterke stijging begin augustus. In de VS liep de risico-opslag op met 54 basispunten en in de eurozone met 31 basispunten. Daarmee staan risico-opslagen in de VS en in de eurozone nog ruim onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar en ver onder gemiddelden die horen bij een sterke groeierugval of een recessie. Net als investment grade bedrijfsobligaties, hebben ook high yield obligaties aan relatieve aantrekkelijkheid ingeboet ten opzichte van staatsobligaties met de hogere rentes in de laatste categorie. Maar onze negatieve visie op deze categorie komt vooral voort uit het feit dat de markt voor high yield obligaties geen rekening houdt met een verdere groeivertraging. Maar 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 hebben Amerikaanse consumenten hun (overtollige) spaargelden inmiddels gebruikt. En een slecht teken is dat wanbetalingen op hun credit card- en autoleningen flink oplopen. Bovendien weten we dat als het solide sentiment op deze markt verslechtert, de liquiditeit van deze obligaties snel opdroogt en risico-opslagen stijgen.

**Staatsobligaties opkomende markten**

**Neutraal**

In juli daalde de Amerikaanse rente, maar steeg de risico-opslag op staatsobligaties uit opkomende markten. Aangezien de daling groter was dan de stijging, daalde ook de rente op staatsobligaties uit opkomende markten genoteerd in Amerikaanse dollars. Ook bij obligaties genoteerd in lokale valuta daalde de rente. Per saldo kwam er dus voor beide categorieën een positief rendement uit de bus. Ook in de eerste dagen van augustus was de daling van de Amerikaanse rente groter dan de stijging van de risico-opslag. Obligaties uit opkomende markten hielden zich dus goed. Wij vinden de rentevergoeding op obligaties uit opkomende markten uitgegeven in dollars aantrekkelijk en risico-opslagen relatief wijd ten opzichte van andere categorieën. Hardnekkige inflatie in de dienstensector en hoge rentes in ontwikkelde landen vormen risico's, maar we verwachten dat de Fed de rente dit jaar kan gaan verlagen door afnemende inflatie in de VS. Staatsobligaties uit opkomende markten genoteerd in lokale valuta kunnen profiteren van afnemende inflatie en renteverlagingen in opkomende landen, hoewel het proces van dalende inflatie en renteverlagingen de afgelopen tijd wat gestokt is. De rentevergoeding is relatief laag ten opzichte van ontwikkelde landen en hierdoor neemt de relatieve aantrekkelijkheid af.

**Beursgenoteerd vastgoed**

**Neutraal**

In juli werd beursgenoteerd vastgoed geholpen door dalende rentes. Wereldwijd ging de index bijna 6% omhoog, in de VS was de stijging sterker dan in Europa. Begin augustus ging initieel alleen vastgoed in Japan onderuit, maar de onrust op financiële markten verspreidde zich uiteindelijk ook naar de overige vastgoedregio's. We hebben een neutrale opinie. De waardering is relatief laag ten opzichte van aandelen, maar niet ten opzichte van renteniveaus. Op korte termijn maken we ons zorgen over de duurzaamheid van de recente rentedaling en daarbij maken we ons eveneens zorgen over de financiering van de vastgoedsector. Aangescherpte kredietvoorwaarden bij banken compliceert de toegang tot (her)financiering wat leidt tot opwaartse druk op rentelasten. Transacties zijn onlangs wat aangetrokken, maar deze blijven op een laag niveau. Prijzen van vastgoedobjecten kunnen nog wat verder dalen, voordat het aantal transacties normaliseert.

**Grondstoffen**

**Neutraal**

Met tegenvallende economische groeicijfers stonden grondstoffenprijzen in juli onder druk. Zowel olieprijsen als prijzen van basismetalen daalden. Begin augustus zetten de dalingen door. Vanwege haar defensieve karakter wist goud de dans van prijsdalingen te ontspringen. Oliemarkten zijn krap en voorraden laag, maar de wetenschap dat de OPEC-landen voldoende productiecapaciteit hebben en hier verstandig mee omgaan, houdt het opwaarts potentieel voor olieprijsen beperkt. De prijsdalingen van basismetalen is opvallend. Het zegt iets over het speculatieve karakter van eerdere prijsstijgingen bij sommige metalen, maar ook over twijfels van beleggers over de wereldeconomie. Vooral onzekerheid over de Chinese economie speelt hier een rol. De goudprijs is nog altijd hoog. De dure goudprijs is vooral het resultaat van ruim monetair beleid en de grote hoeveelheid liquiditeit die dat heeft gecreëerd en de goudaankopen van centrale banken. Goud is interessant in tijden van onzekerheid, maar gezien de hoge prijs is er al veel onzekerheid en/of rentedaling in de goudprijs verdisconteerd.



Joost van Leenders  
Senior beleggingsstrateeg  
[j.vanleenders@vanlanschotkempen.com](mailto:j.vanleenders@vanlanschotkempen.com)  
M +31 6 82 83 11 89

#### 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.

#### VAN LANSCHOT KEMPEN INVESTMENT STRATEGY & TACTICAL ASSET ALLOCATION

Yaela van Raalte – Hoofd Investment Research

Luc Aben – Hoofdeconoom

Pieter Heijboer – Hoofd investment strategy

Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg

Jorn Veeneman – Senior beleggingsstrateeg

Mees Vlasveld – Beleggingsstrateeg



#### INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300  
1077 WZ Amsterdam  
Postbus 75666  
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00

[vanlanschotkempen.com/investment-management](https://vanlanschotkempen.com/investment-management)