



# Visie op asset allocatie

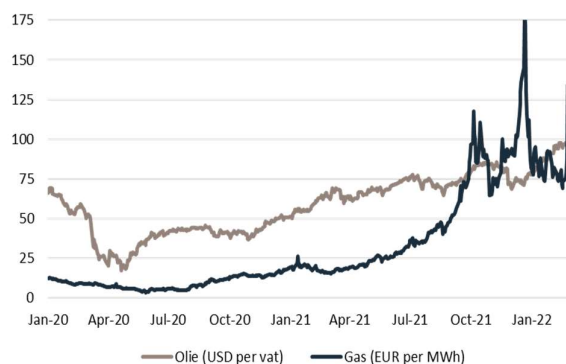
MAART 2022

- Russische inval in Oekraïne brengt onzekerheid
- Wereldeconomie kan tegen een stootje, zolang energieleveranties op peil blijven
- Minder renteverhogingen verwacht
- Voorzichtiger beleggingsbeleid

Vorige maand meldden we dat er nog hoop was voor aandelenbeleggers voor 2022. Dat denken we nog steeds, al moeten beleggers nog wel geduld hebben. De reden is uiteraard de Russische inval in Oekraïne die, naast onvoorstelbaar menselijk leed en schade, leidt tot grote onzekerheid. En dus daalden aandelenmarkten in februari. Wereldwijd met 2,7%, waarbij Europa (-5,2%) harder werd geraakt dan de VS (-3,1%). Dat was niets vergeleken met de Russische beurs, die in een dag met ruim 30% ineens stortte en daarna werd gesloten. Ook de roebel ging hard onderuit. Beleggers vluchtten naar de veilige havens van staatsobligaties, waardoor de tienjaarsrente in de VS daalde naar 1,7% en de Duitse rente weer onder nul dook. Grote winnaars waren grondstoffen, vooral olie, waar de prijs begin maart steeg tot 114 dollar per vat, het hoogste niveau sinds februari 2013.

Ook Europese gasprijzen schoten weer omhoog. Door de dalingen op aandelenbeurzen is onze aandelenpositie gedaald van overwogen naar neutraal. We vinden het op dit moment niet opportuun om aandelen bij te kopen. Binnen het vastrentende deel van de portefeuille hebben we onze overwogen positie in Europese High Yield bedrijfsobligaties afgebouwd en gedraaid naar veiligere Europese Investment Grade bedrijfsobligaties. Hiermee denken we te kunnen profiteren van het feit dat Investment Grade relatief harder is geraakt dan High Yield en bouwen we bovendien wat blootstelling aan risicovollere beleggingscategorieën af. We hebben onze positie in grondstoffen verbreed van allee goud naar de gehele index.

## Energieprijzen hard omhoog door Russische inval



Bron: Bloomberg, Refinitiv, Van Lanschot Kempenn

## Oorlog brengt onzekerheid

Wat iedereen vreesde, maar lang niet iedereen voor mogelijk hield, gebeurde toch: Rusland viel van verschillende kanten Oekraïne binnen. Aangezien we geen militaire experts zijn, doen we ook geen uitspraken over het mogelijke verloop van de oorlog. We proberen wel een inschatting te maken van de mogelijke gevolgen en die hangen vooral samen met de sancties die tegen Rusland zijn getroffen en energieleveranties. De sancties zijn in vergelijking met eerdere crises harder en diepgaander. En hebben dus ook grotere gevolgen. De Russische economie zal ongetwijfeld in een diepe recessie

vervallen. Maar aangezien de buitenlandse handel van Rusland op wereldwijde schaal beperkt is, zijn de gevolgen voor de wereldeconomie naar verwachting beperkt. Waarbij aangetekend dat dit kan leiden tot tekorten aan grondstoffen en daarmee kan bijdragen aan de krapte in productieketens en de inflatie. Met het huidige sanctiepakket en de huidige energieprijzen verwachten we een negatieve impact van 0,5 tot 1% op de Europese groei en kleinere effecten in de VS en Azië. Dat betekent minder groei in Europa, maar geen recessie. Daarbij gaan we er vanuit dat de energieleveranties op peil blijven. Door de handelssancties tegen Rusland ontvangt het land minder buitenlandse valuta. Maar vooral door de financiële sancties, waaronder het afkoppelen van een aantal Russische banken van het internationale betalingssysteem SWIFT en het bevriezen van de buitenlandse tegoeden van de Russische centrale bank, ontstaat er een acuut tekort aan buitenlandse valuta. Als Rusland dan ook nog zou besluiten de energieleveranties naar Europa drastisch te verminderen of geheel te stoppen, wordt de situatie wel heel nijpend. Een kat in het nauw kan rare sprongen maken, maar we gaan er niet vanuit dat president Poetin daartoe zal besluiten. En ook van Europese kant zien we niet het besluit komen geen Russisch gas meer te kopen, aangezien er onvoldoende alternatieven zijn. Kortom, zolang deze energieleveranties doorgaan, achten we de schade voor de Europese economie beperkt.

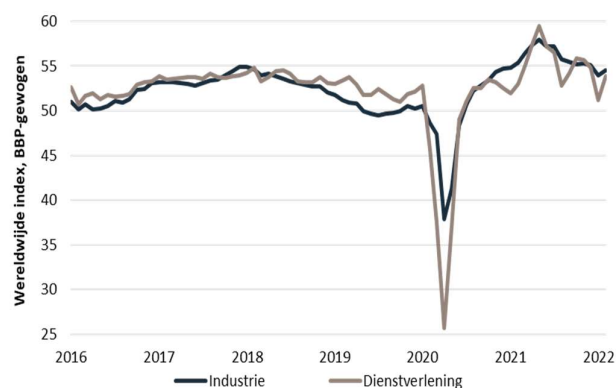
We denken wel dat de risico's op negatievere scenario's is toegenomen. De inval zelf, het op scherp zetten van nucleaire eenheden, de zware sancties en de verhoging van het Duitse defensiebudget laten zien dat Rusland en het Westen tot grote stappen bereid zijn. Het oplopen van de aantallen burgerslachtoffers kan leiden tot verdere escalatie. Verder passen deze ontwikkelingen in een meer multipolaire wereld met grotere inmenging door de overheid en grotere begrotingstekorten. Daar past ook hogere inflatie bij.

## Economie robuust

De oorlog in Oekraïne kwam op een moment waarin de wereldeconomie juist weer wat aan het versnellen was. Dat was te danken aan het dalen van de golf besmettingen met de omikronvariant van het coronavirus. Voor zover er nog restricties waren, zijn deze nagenoeg helemaal opgeheven. Bovendien

worden mensen zelf minder terughoudend. Dit is vooral te zien in het vertrouwen onder ondernemers. In de industrie is het vertrouwen al lang hoog, vanwege de grote vraag naar consumenten- en investeringsgoederen. In februari werden industriële ondernemers ook in een flink aantal landen nog wat positiever. In de dienstensector was het vertrouwen in december en januari gedaald, vanwege de omikron golf. Zonder overigens te wijzen op krimp. Maar in februari werd de dip weer goedgemaakt in onder andere de VS, de eurozone en het VK. In Japan en China, waar nog wel restricties zijn in verband met het coronavirus.

### Ondernemers vol vertrouwen



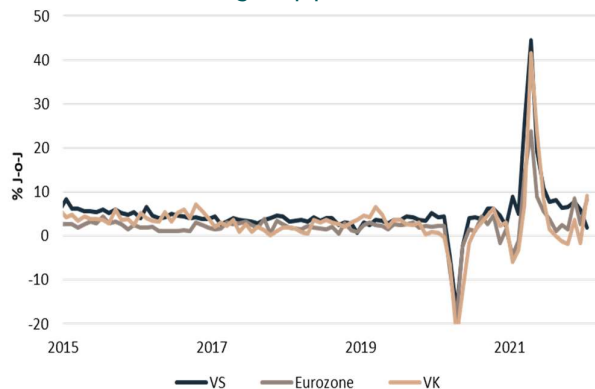
Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Het optimisme wordt gedreven door de sterke vraag naar goederen en diensten, de ontwikkelingen rond het coronavirus, maar ook door tekenen van afnemende krapte in productieketens. In de eurozone steeg de Economic Sentiment Index ook na twee maanden daling en wijst deze indicator op stevige groei. In Duitsland verraste de belangrijke Ifo-index in positieve zin.

Consumenten zijn minder optimistisch. Het consumentenvertrouwen daalde zowel in de VS als in Europa in februari. Opvallend is dat Amerikaanse consumenten relatief somberder zijn dan Europese, terwijl lonen in de VS sneller stijgen. Een mogelijke verklaring is de hogere en breder verbreide inflatie in de VS. Overigens lijkt deze somberte de bestedingen niet echt in de weg te staan. Deze daalden weliswaar flink in december in de VS en in Europa, maar in januari was in de VS alweer een flinke stijging te zien, mede gedreven door een sterke toename van autoverkoop. In de eurozone namen

de detailhandelsverkoop ook toe, zij het mondjesmaat. Toch laat dit maar weer eens zien dat het inkomen van consumenten bepalender is voor de bestedingen dan hun vertrouwen. En dat inkomen wordt ondersteund door stevige arbeidsmarkten en door loongroei.

### Consumentenbestedingen op peil



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

We hebben al eerder gezegd dat het klimaat positief is voor bedrijfsinvesteringen. Er is behoefte aan investeringen gezien de krapte in productieketens en op arbeidsmarkten, bedrijfswinsten zijn hoog en financieringsvoorwaarden nog gunstig. Dat uit zich in stevige groei in orders voor kapitaalgoederen. In de VS in januari 10,5% J-o-J, in Duitsland in december 7,4% J-o-J en in Japan in december 5,8% J-o-J.

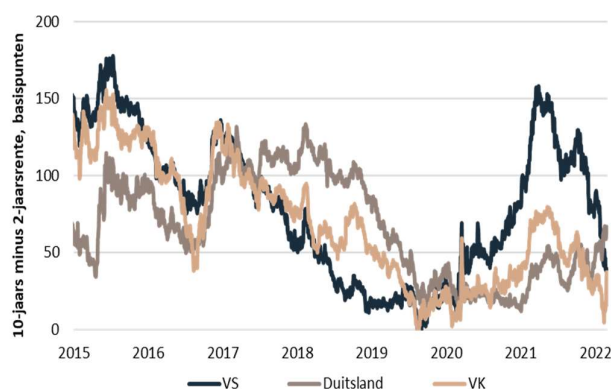
Dit alles is natuurlijk voor de Russische inval in Oekraïne. We hebben al aangegeven dat deze oorlog Europa harder zal treffen dan de VS. Maar, zolang de energieleveranties niet significant afnemen, denken we dat de Europese economie robuust genoeg is om de groei niet in gevaar te brengen. Wel zal de inflatie langer hoog blijven.

### Minder renteverhogingen

Wat betreft de verwachtingen omtrent het monetaire beleid worstelen markten duidelijk met de geopolitieke onzekerheid enerzijds en de hoge inflatie anderzijds. Voor het uitbreken van de oorlog in Oekraïne gingen markten uit van 6 tot 7 renteverhogingen van 0,25% in de VS. Voor de eerste renteverhoging in maart werd een stap met

0,5% nagenoeg ingeprijsd. Voor de stap in maart wordt nu nog 0,25% voorzien en het totale aantal voorziene renteverhogingen daalde even tot net onder 5. Die eerste stap van 0,25% werd door Fed-voorzitter Powell feitelijk bevestigd in zijn halfjaarlijkse verantwoording voor het Amerikaanse Congres. Hoewel hij erkende dat de oorlog in Oekraïne tot grote onzekerheden leidt, gaf hij ook aan een serie renteverhogingen te voorzien. De inflatie zal gaan dalen volgens Powell, maar dat gaat langzamer dan gedacht. De arbeidsmarkt is volgens de voorzitter extreem krap. De opmerkingen van Powell zetten de verwachtingen voor renteverhogingen weer wat hoger. Een complicerende factor voor de Fed is de vervlaking van de rentecurve. Een negatieve helling, waarbij de tienjaarsrente lager ligt dan de tweejaars, is een van de beste signalen voor een recessie. Overigens wel met een behoorlijke vertraging. De rentecurve is vorig jaar al behoorlijk vervlakt, maar dit jaar gaat het snel. In januari was het verschil tussen de korte en de lange rente nog 90 basispunten, nu is daar nog maar 36 basispunten van over. Als de Fed te agressief inzet op renteverhogingen en markten denken dat de centrale bank de economie daarmee teveel afknijpt, kan de curve negatief worden.

### Rentecurve VS flink vervlakt



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Dat kan de Fed voorkomen door minder steun te geven aan staatsobligaties. Dat doet ze nu al door haar opkoopprogramma versneld af te bouwen, maar de Fed heeft ook al laten weten na de eerste renteverhoging snel te willen beginnen met het afbouwen van de balans. Dat zal in eerste instantie gebeuren door aflopende staatsobligaties niet meer te herbeleggen. Voor de portefeuille van

hypotheekgerelateerde obligaties zou de Fed zelfs kunnen besluiten tot actieve verkoop. Per saldo is dat extra verkrapping bovenop de renteverhogingen. Hoewel, van verkrapping kan nog nauwelijks worden gesproken, zolang de beleidsrente van de Fed nog ver onder het inflatieniveau ligt. Dat roept ook de vraag op hoever de Fed uiteindelijk zal moeten verhogen. In de afgelopen cycli is dat eindpunt steeds lager komen te liggen. In 2019 niet hoger dan 2,5%. Of de piek in de rente nu ook zo laag kan blijven is nog maar de vraag, met de hogere inflatie.

Voor de ECB ligt de situatie gecompliceerder. In februari steeg de inflatie in de eurozone naar maar liefst 5,8%. Dat komt voor een groot deel door sterk gestegen energieprijzen waarop de centrale bank met haar beleid geen invloed kan uitoefenen. Exclusief voedsel- en energieprijzen steeg de kerninflatie naar 2,7%. Dat is het hoogste peil sinds de ECB dit meet (1997) en ver boven het doel van de bank van 2%. Dat pleit dus voor een minder ruim monetair beleid. De ECB heeft al aangekondigd dat het noodopkoopprogramma voor de coronapandemie in maart zal worden beëindigd. Het reguliere opkoopprogramma zal dan in het tweede en derde kwartaal tijdelijk worden verhoogd om in het vierde kwartaal weer terug te gaan naar de 20 miljard euro per maand die de ECB sinds november 2019 aankoopt. Voor de Russische inval in Oekraïne ging de markt er vanuit dat het reguliere opkoopprogramma in het vierde kwartaal zou worden stopgezet, wat de weg vrij zou maken voor renteverhogingen. Van die verwachtingen voor renteverhogingen is nu niet veel meer over. De ECB heeft hier nog weinig over gecommuniceerd, maar wat we horen duidt op voorzichtigheid om het ruime monetaire beleid te snel af te bouwen. Vorige maand meldden we dat de ECB markten leek voor te bereiden op een aankondiging van een beleidswijziging tijdens de ECB-vergadering op 10 maart, maar dat is nu op losse schroeven komen te staan.

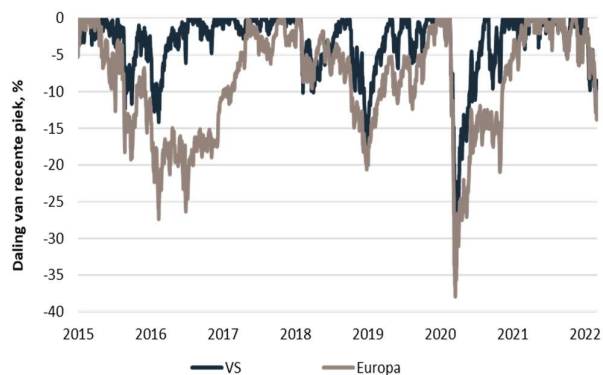
## Markten beweeglijk, geen paniek

Uiteraard heeft de oorlog in Oekraïne markten flink in beweging gezet. De VIX-index, de paniekgraadmeter van de Amerikaanse beurs, is bijna verdubbeld ten opzichte van begin januari. Voor de vergelijkbare index voor de Europese beurs geldt hetzelfde. De huidige niveaus duiden op beursdalingen van 10 tot 15%. Tijdens de financiële crisis of het uitbreken van

de coronapandemie schoten de paniekgraadmeters naar niveaus die nog twee keer zo hoog lagen als we nu zien. Opvallend is dat de volatiliteit op de Amerikaanse obligatiemarkt sterker is toegenomen. Dat heeft wellicht te maken met het vooruitzicht dat de Fed nu al minder ingrijpt in deze markt en dat dit jaar ook steeds minder zal gaan doen.

Aandelenbeurzen staan nu in Europa 13% lager dan de piek begin dit jaar en 8,5% lager in de VS. Dat komt niet allemaal door de oorlog in Oekraïne. Vanaf 11 februari, toen de Amerikaanse president Biden begon te waarschuwen voor een oorlog, bedraagt de daling in de S&P500 slechts 0,7% en in de Euro STOXX 600 8%.

### Aandelen onderuit



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

De tienjaarsrente in de VS kwam in februari even boven de 2% uit, daalde tot 1,7% op 1 maart, en is na Fed-voorzitter Powells' verantwoording voor het Congres weer opgelopen naar 1,85%. Het verloop van de reële rente is nog opvallender. Die staat met een daling tot -0,9% weer dicht in de buurt van het laagterecord. Gezien de beperkte aantasting van de groei in de VS, de hoge inflatie, de serie renteverhogingen door de Fed dit jaar en het afbouwen van het opkoopprogramma, verwachten we dat de kapitaalmarktrente in de VS weer zal gaan stijgen.

Doordat markten nauwelijks nog renteverhogingen van de ECB verwachten, is de tweejaarsrente in Duitsland weer teruggezet richting laagterecords. De tienjaarsrente dook even onder nul, maar de hoge inflatiecijfers duwden de rente net weer tot een positief niveau.

## Beleggingsbeleid: minder risico nemen

Of de huidige aanpassingen op financiële markten genoeg zijn, is uiteraard sterk afhankelijk van het verdere verloop van de oorlog en de mate van escalatie. We denken wel dat beurzen in Europa voorlopen op een duidelijk slechter economisch beeld. Wat op dit moment niet ons basisscenario is. En we zien bovendien dat de beursdalingen contrasteren met nog een opwaarts momentum in de verwachte winsten. Maar dat kan uiteraard snel veranderen. Door de daling van aandelen is onze overwogen positie teruggelopen tot een neutrale positie. Om fundamentele redenen blijven we positief over aandelen. De wereldeconomische groei heeft de potentie om verder aan te trekken en winstcijfers de potentie om nog wat verder te verbeteren. Tot de oorlog in Oekraïne was vooral de hoge inflatie een gevaar. Die kan de groei onder druk zetten, maar we zien een behoorlijke compensatie vanuit de arbeidsmarkt. Dat inflatierisico, en daarmee oplopende rentes, was al groter in de VS en is in relatieve zin zeker niet afgenomen. Daarmee houden we fundamenteel een voorkeur voor waarde-aandelen en voor Europese aandelen. Maar de onzekerheden zijn ook toegenomen. We achten het op dit moment dan ook niet verstandig om aandelen bij te kopen en de aandelenpositie terug te brengen naar overwogen.

We voeren wel een wijziging door in het vastrentende deel van de portefeuille. Sinds midden-2020 hebben we een overwogen positie gehad in Europese High Yield bedrijfsobligaties. We namen deze positie toen risico-opslagen nog hoog waren aan het begin van de coronapandemie. We zagen al dat overheden steun aan bedrijven verleenden en obligatiemarkten zeer actief ondersteunden. Daarmee achtten we de kans op een golf aan faillissementen klein. Deze visie werd bevestigd doordat risico-opslagen snel daalden. Inmiddels zijn die opslagen weer uitgelopen. Ze staan ongeveer op hetzelfde niveau als toen we de High Yield positie opbouwden. We hebben dus wel geprofiteerd van de hogere rentevergoeding op deze obligaties, maar per saldo nauwelijks van prijseffecten. We denken nog steeds dat een golf faillissementen zal uitblijven, maar we draaien toch naar veiligere Investment Grade bedrijfsobligaties. In deze categorie zijn risico-opslagen relatief sterker opgelopen dan bij High Yield. Prijsdalingen zijn dus groter, wat impliceert dat een negatiever scenario is verdisconteerd. Bovendien

bouwen we hiermee wat blootstelling af naar risicovollere beleggingscategorieën. Dit uit voorzorg voor als we wel in een negatiever geopolitiek scenario terecht komen.

### Risico-opslagen Investment Grade harder uitgelopen



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Onze positie in grondstoffen hebben we verbreed van alleen goud naar de gehele index. We achten goud kwetsbaar voor oplopende reële rentes in de VS, die nu wel erg laag staan. Bovendien biedt de brede index een betere bescherming tegen inflatie.



## Marktoverzicht

| Aandelen                                |                    |                      |                          |                       |
|-----------------------------------------|--------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
|                                         | Index              | Afgelopen maand      | Afgelopen 3 maanden      | Vanaf 31-12-2021      |
| Wereldwijd (MSCI AC)                    | 1168               | -4.7%                | -4.8%                    | -7.9%                 |
| Geïndustrialiseerde landen (MSCI World) | 2964               | -4.8%                | -4.7%                    | -8.3%                 |
| Opkomende markten (MSCI EM)             | 1168               | -3.7%                | -5.5%                    | -5.2%                 |
| Verenigde Staten (S&P500)               | 4387               | -4.4%                | -4.2%                    | -8.0%                 |
| Eurozone (EURO STOXX 50)                | 3821               | -9.5%                | -7.0%                    | -11.1%                |
| Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)          | 7430               | -2.0%                | 4.2%                     | 0.6%                  |
| Japan (Topix)                           | 1860               | -4.0%                | -3.4%                    | -6.6%                 |
| Nederland (AEX)                         | 721                | -5.8%                | -7.4%                    | -9.6%                 |
| Staatsobligaties (10-jaar)              |                    |                      |                          |                       |
|                                         | Rente (%)          | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2021 (bp) |
| Verenigde Staten                        | 1.88               | 10                   | 43                       | 37                    |
| Japan                                   | 0.14               | -4                   | 8                        | 7                     |
| Duitsland                               | 0.03               | -1                   | 40                       | 20                    |
| Frankrijk                               | 0.48               | 3                    | 49                       | 29                    |
| Italië                                  | 1.27               | -15                  | -33                      | 22                    |
| Nederland                               | 0.27               | 10                   | 50                       | 30                    |
| Verenigd Koninkrijk                     | 1.26               | 0                    | 45                       | 29                    |
| Bedrijfsobligaties                      |                    |                      |                          |                       |
|                                         | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2021 (bp) |
| Verenigde Staten                        | 124                | 19                   | 23                       | 32                    |
| Eurozone                                | 145                | 41                   | 41                       | 50                    |
| Hoogrentende obligaties                 |                    |                      |                          |                       |
|                                         | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2021 (bp) |
| Verenigde Staten                        | 355                | 29                   | 30                       | 72                    |
| Eurozone                                | 439                | 92                   | 92                       | 121                   |
| Opkomende markten (USD)                 | 477                | 98                   | 96                       | 108                   |
| Opkomende markten (Lokale valuta)       | 330                | 16                   | -24                      | -12                   |
| Vastgoed                                |                    |                      |                          |                       |
|                                         |                    | Afgelopen maand      | Afgelopen 3 maanden      | Vanaf 31-12-2021      |
| Wereld                                  |                    | -1.3%                | -1.4%                    | -5.9%                 |
| Noord-Amerika                           |                    | -0.9%                | -0.3%                    | -6.3%                 |
| Europa                                  |                    | -5.0%                | -5.5%                    | -6.9%                 |
| Grondstoffen                            |                    |                      |                          |                       |
|                                         |                    | Afgelopen maand      | Afgelopen 3 maanden      | Vanaf 31-12-2021      |
| Bloomberg index                         |                    | 10.8%                | 28.4%                    | 23.2%                 |
| Basismetalen                            |                    | 10.5%                | 20.6%                    | 14.7%                 |
| Brent olie (USD per vat)                | 89.47              | 28.2%                | 64.3%                    | 46.9%                 |
| Goud (USD per troy ounce)               | 1810               | 6.2%                 | 9.1%                     | 5.1%                  |

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 3 maart 2022

Bron: Bloomberg



## Tactische vooruitzichten

| Vermogenscategorie                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| Aandelen                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Neutraal |
| <p>Aandelen van geïndustrialiseerde landen staan zo'n 10 tot 15% onder recente records. Opkomende markten staan bijna 20% in de min. Dit is niet allemaal schade door de Russische inval in Oekraïne. De trend in aandelen uit opkomende markten was al langer negatief, vooral door de tegenvallende groei in China. In de VS kwamen aandelen recenter onder druk door hoge inflatie en een scherpe draai van de centrale bank richting renteverhogingen. Europese aandelen zijn wel harder geraakt door de oorlog in Oekraïne dan Amerikaanse, waardoor ze nu per saldo dieper in het rood staan. Fundamenteel zijn we positief over aandelen. De wereldeconomie en bedrijfswinsten hebben de potentie om verder te groeien. De waardering van aandelen is gunstiger geworden. Aandelen uit Europa, Pacific en opkomende markten zijn neutraal tot iets goedkoop gewaardeerd. Alleen Amerikaanse aandelen zijn nog aan de dure kant. Maar het geopolitieke risico is toegenomen. Door de dalingen van aandelen is onze positie van overwogen naar neutraal gegaan. We kiezen er op dit moment voor dit zo te laten.</p> |          |
| Staatsobligaties                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Negatief |
| <p>Staatobligaties hebben de afgelopen periode behoorlijke bewegingen gemaakt. Sterk oplopende inflatie en een draai van centrale banken richting minder accommoderend monetair beleid zetten kapitaalmarktrentes hoger. In de VS even boven 2% en in Duitsland even boven nul. De oorlog in Oekraïne zorgde voor een vlucht naar deze veilige beleggingscategorie, waardoor rentes weer daalden. Vooral in de VS lijkt de Fed bereid tot een serie renteverhogingen en een afbouw van haar balans. Dat zal leiden tot een weer stijgende kapitaalmarktrente. In de eurozone moet de ECB schipperen tussen hoge inflatie en een grotere negatieve impact op de groei dan in de VS. Waar de bank de markten vorige maand nog leek voor te bereiden op een beleidswijziging in maart, is dat nu onzeker geworden. We denken wel dat de kapitaalmarktrente in Duitsland weer wat zal stijgen, maar de opwaartse druk is voorlopig minder groot dan in de VS.</p>                                                                                                                                                             |          |
| Bedrijfsobligaties Investment Grade                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Positief |
| <p>In februari liepen risico-opslagen op Investment Grade bedrijfsobligaties fors op, vooral in Europa. Daar liepen de opslagen met 39 basispunten uit, in de VS met 16 basispunten. In januari waren de zorgen over het beleid van de Fed in de VS nog groter, in februari overheersten de zorgen over de gevolgen van de oorlog in Oekraïne voor Europa. Vanuit economische omstandigheden en financiële posities zien we geen rechtvaardiging voor de relatief sterke stijging van de risico-opslagen in Europa. Vooral aangezien deze opslagen relatief gezien sterker zijn opgelopen dan bij High Yield bedrijfsobligaties. We hebben daarom onze positie in Europese Investment Grade bedrijfsobligaties opgehoogd ten koste van Europees High Yield. Dit draagt ook bij aan een lagere blootstelling aan risicovollere beleggingscategorieën in onze gespreide beleggingsportefeuille.</p>                                                                                                                                                                                                                         |          |
| Bedrijfsobligaties High Yield                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Neutraal |
| <p>Kredietopslagen in het Europese High Yield segment stegen sneller dan die in het Europese Investment Grade segment, wat logisch is gezien de grotere volatiliteit van deze obligaties. Maar de stijging was relatief gezien kleiner. Daarmee lijkt het erop dat in de markt voor High Yield minder risico wordt verdisconteerd dan in die voor Investment Grade. In ons basisscenario, waarbij ondanks de oorlog in Oekraïne energieleveranties van Rusland naar Europa op peil blijven, gaan we er vanuit dat risico-opslagen weer zullen dalen. Maar gezien de geringere stijging in High Yield is daar ook minder potentie voor dan bij Investment Grade. We hebben de positie afgebouwd van positief naar neutraal. Dit draagt ook bij aan een lager risicoprofiel voor onze gespreide beleggingsportefeuille.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |          |
| Beursgenoteerd vastgoed                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | Neutraal |
| <p>Wereldwijd was de daling van beursgenoteerd vastgoed met 2,4% nagenoeg gelijk aan aandelen. In de VS en Europa was de daling iets groter dan wereldwijd, in Azië juist lager. Kennelijk schatten vastgoedbeleggers het risico van hogere rentes in de VS gelijkwaardig als het geopolitieke risico in Europa. Azië heeft het minst last van beide risico's. Vastgoed kan bescherming bieden tegen oplopende inflatie, maar stijgende rentes zijn negatief. Als inflatieverwachtingen sterker oplopen dan nominale rentes, zou vastgoed daarvan moeten profiteren. Gegeven hogere waarderingen bij sectoren logistiek, datacenters en opslagruimtes en structurele onzekerheden door meer thuiswinkelen en -werken hebben we een neutrale visie op deze beleggingscategorie.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |          |



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

Risico-opslagen op staatsobligaties uit opkomende markten genoteerd in dollars liepen in februari flink op met 85 basispunten. Een gemiddelde risico-opslag van 477 basispunten is geen ongebruikelijk niveau bij onrust rond opkomende markten. Maar deze keer zegt dat gemiddelde niet zoveel. Het waren vooral de risico-opslagen op Russisch en Oekraïens papier, dat voor het uitbreken van de oorlog respectievelijk 3% en 2% van de index uitmaakte, die zorgden voor de stijging. De risico-opslag voor Rusland is geëxplodeerd tot 3761 basispunten, die voor Oekraïne tot 4441 basispunten. Dat betekent dat de rente op deze obligaties bijna 40% en ruim 46% is. Bij obligaties in lokale valuta, waar Rusland 6% van uit maakt, was de schade veel minder. De rente voor de gehele index liep met 34 basispunten op. Hier is de situatie op de lokale Russische markt zo nijpend, dat er praktisch geen prijsvorming meer plaatsvindt. Maar in elk geval is er geen sprake van besmetting naar andere landen. Voor de gehele beleggingscategorie is de relatieve aantrekkelijkheid ten opzichte van High Yield wat afgenomen, als we rekening houden met het feit dat de hogere risico-opslagen vooral door Rusland en Oekraïne komen. Een risico blijft een minder ruim monetair beleid in de VS, met als gevolg hogere rente en mogelijk een duurdere dollar. Fundamenteel gezien staan opkomende markten er wel beter voor dan tien jaar geleden en wordt er verstandig monetair beleid gevoerd. Met oplopende inflatie hebben de meeste centrale banken niet gehesitert om rentes te verhogen. Ondanks de relatief aantrekkelijke rente en de robuustheid in januari vinden we de risico's van minder ruim Fed beleid en een afkoelende Chinese economie die leidt tot minder bedrijvigheid in opkomende markten te groot voor een overwogen positie.

**Grondstoffen****Positief**

In tijden van onzekerheid geldt goud als ultieme veilige haven. Dat hebben we ook in februari gezien. De goudprijs steeg 6,2%. Dit is precies gelijk aan de stijging van de brede grondstoffenindex. Basismetalen bleven wat achter, maar de olieprijs steeg met zo'n 10%. Binnen grondstoffen hebben we een switch gemaakt van goud naar de brede grondstoffenindex. Met een aantrekkende economie en een centrale bank die de rente gaat verhogen, verwachten we een oplopende reële rente in de VS. En de goudprijs is traditioneel sterk omgekeerd gecorreleerd met de reële rente: hogere rente gaat gepaard met een lagere goudprijs. Bij een hogere rente bieden obligaties ook weer meer de rol van diversifiërende categorie ten opzichte van aandelen, hoewel dat effect nog maar heel beperkt is. Belangrijker vinden we de oplopende inflatie. Grondstoffen bieden bescherming tegen oplopende inflatie. Bovendien zien we krapte in verschillende grondstoffenmarkten, ook in de oliemarkt. Dat geeft uitzicht op een periode met hoge prijzen. Ten slotte is er een technisch aspect. Door de huidige krapte liggen in veel markten de spotprijzen hoger dan de futures 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.

JOOST VAN LEENDERS  
 Senior beleggingsstrateeg  
[joost.vanleenders@kempen.nl](mailto:joost.vanleenders@kempen.nl)  
 06 8283 1189



## VAN LANSCHOT KEMPEN ASSET RESEARCH &amp; 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.