

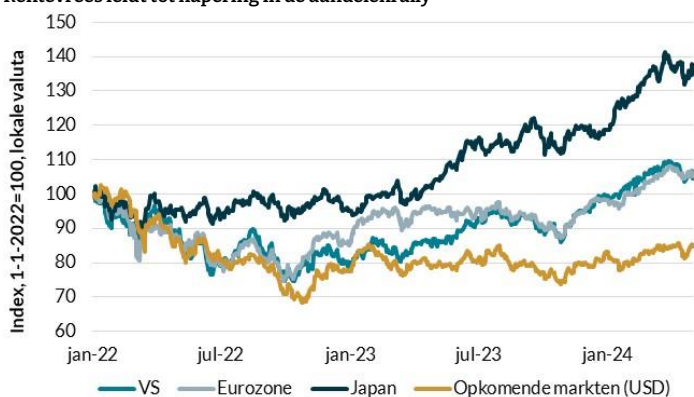
Visie op Asset Allocatie

Mei 2024

- Economie eurozone uit recessie, VS stabiel
- Onzekerheden rond winstvooruitzichten
- Beleggingsbeleid ongewijzigd

April was een lastige beleggingsmaand waarin zowel aandelen als obligaties terrein verloren. Zonder overigens veel paniek te veroorzaken. De VIX-index, die de beweeglijkheid van Amerikaanse aandelen meet, steeg wel, maar de stijging duurde korter en was minder dan in oktober vorig jaar. De wereldwijde aandelenindex van MSCI liet de eerste daling over een maand zien sinds oktober vorig jaar. Deze daling kwam voor rekening van de geïndustrialiseerde landen. Opmerkelijk genoeg, gezien de onrust in valuta's, noteerde de index voor opkomende markten een lichte stijging. Dat geeft al aan waar de onrust vandaan kwam: rentevrees in de VS. Vandaar dat aandelen in de VS harder daalden dan in de eurozone of Japan.

Rentevrees leidt tot hapering in de aandelenrally



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

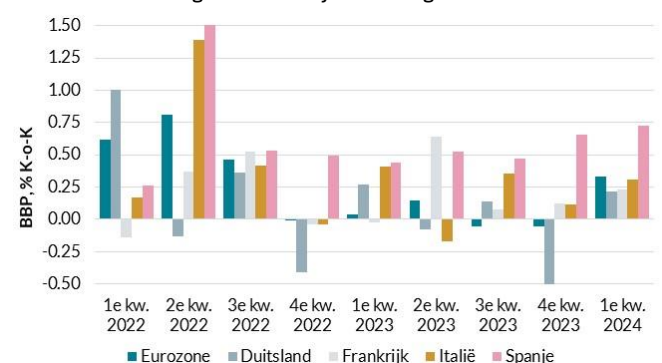
Rentes in de VS stegen behoorlijk, zowel aan de korte als aan de lange kant. Rentes in de eurozone, het VK en in mindere mate in Japan werden mee omhooggetrokken, waardoor rendementen op staatsobligaties licht negatief waren. Bij bedrijfsobligaties, waar risicopremies nagenoeg onveranderd waren, was het beeld hetzelfde. Vastgoed deelde in de zwakte, met wederom het grootste verlies in

de VS. De grondstoffenindex van Bloomberg noteerde wel een positief resultaat. Olieprijzen waren nagenoeg onveranderd, maar de goudprijs ging verder omhoog en vooral koper werd flink duurder. Verder leidde de vooruitzichten van uiteenlopend monetair beleid tussen de VS, waar renteverlagingen later zullen komen, en veel andere landen, waar rentes eerder kunnen worden verlaagd, tot appreciatie van de Amerikaanse dollar. Vooral de Japanse yen daalde verder, maar ook valuta van opkomende markten stonden onder druk. En dat leidde weer tot oplopende risico-opslagen op obligaties uit die landen. Kortom, een onzeker beleggingsklimaat waarin wij ons beleggingsbeleid met een neutrale visie op aandelen ongewijzigd hebben gelaten.

Economie eurozone trekt aan, VS stabiel

In het eerste kwartaal van dit jaar groeide de economie van de eurozone met 0,3% ten opzichte van het vierde kwartaal van vorig jaar.

Economie eurozone groeit weer na jaar van stagnatie



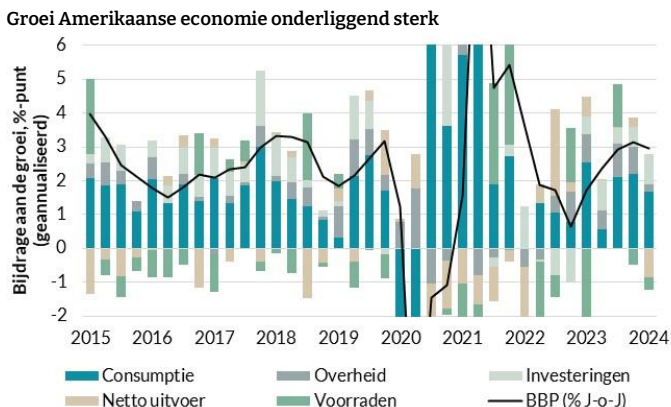
Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen



U kunt zich [hier](#) inschrijven voor onze distributielijst

Dat was iets hoger dan economen hadden verwacht. Door een neerwaartse herziening van de groei in het vierde kwartaal van vorig jaar, is de eurozone net aan door een technische recessie gegaan. Dat is het geval als er sprake is van twee kwartalen opeenvolgende krimp. Maar daar is nu dus een einde aan gekomen. De samenstelling van de groei is nog niet bekend, maar het lijkt er wel op dat de consumptie positief heeft bijgedragen. En dan vooral de bestedingen aan diensten, getuige de gestegen inkoopmanagersindex voor deze sector. Wat we wel weten is dat de groei met 0,7% sterk was in Spanje, gevolgd door Italië met 0,3% en Duitsland en Frankrijk met 0,2%. Vorige maand schreven we al over de groene scheuten in de eurozone. Die zijn er nog steeds. De inkoopmanagersindex voor de dienstensector steeg in april verder naar het hoogste niveau sinds mei vorig jaar. De Duitse Ifo-index steeg voor de derde maand op rij en de vrij volatiele ZEW-index is al zes maanden op rij gestegen. Toch denken we dat de groei in de eurozone nog niet snel uitbundig zal zijn. De Economic Sentiment Index beweegt al aan aantal maanden rond een niveau dat wijst op een stagnerende economie. In april verbeterde het vertrouwen onder consumenten, maar werden ondernemers in de industrie, de detailhandel en de bouw juist somberder. Ook volgens de inkoopmanagersindex voor de industrie blijven ondernemers in die sector pessimistisch.

In de VS nam de groei in het eerste kwartaal af naar 1,6% ten opzichte van het vierde kwartaal van vorig jaar, omgerekend naar jaarbasis. Dat is volgens de in Europa gangbare methode een groei van 0,4%. Die 1,6% was beduidend lager dan de voorgaande kwartalen en ook lager dan verwacht. Toch bleek uit de onderliggende cijfers dat de Amerikaanse economie sterker is dan dit cijfer doet vermoeden.



De ontwikkeling van de voorraden en de buitenlandse handel zetten namelijk een flinke rem op de groei. Tezamen zorgden deze componenten voor een negatieve bijdrage van 1,2%-punt.

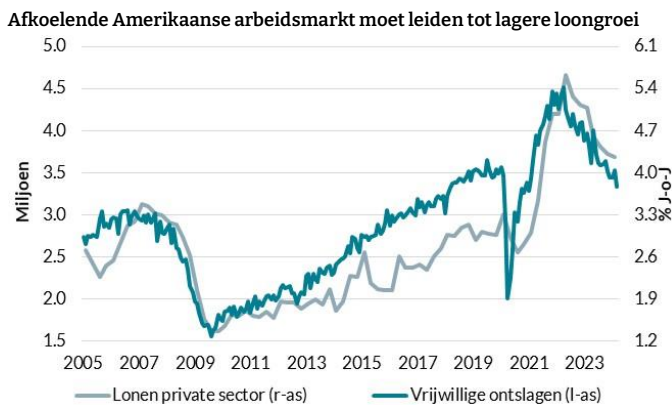
Voorraden en buitenlandse handel zeggen minder over de kracht van de binnenlandse economie en zijn ook behoorlijk volatiel. De binnenlandse componenten consumptie, bedrijfsinvesteringen en woningbouw lieten degelijke bijdragen aan de groei zien. Of die kracht houdbaar is, valt nog te bezien. In tegenstelling tot de wereldwijde trend, daalden in de VS de inkoopmanagersindices in de industrie en in de dienstensector in april. En de consumptie steeg harder dan de inkomens. Consumenten gebruikten dus hun besparingen om hun consumptie op peil te houden. Met een extreem lage spaarquote lijkt dat niet houdbaar. Temeer daar het consumentenvertrouwen in april daalde. Dit zal ongetwijfeld te maken hebben met de dalingen op aandelenmarkten en gestegen benzineprijzen, maar ook met tegenvallend nieuws over inflatie in het algemeen, een hogere hypotheekrente en tekenen dat de arbeidsmarkt afkoelt. En met die hypotheekrente, die weer boven de 7% is gestegen, ligt het ook niet voor de hand dat de woningbouw verder zal aantrekken. Een 'zachte landing' lijkt ons dan ook waarschijnlijker dan een scenario waarbij de groei heel sterk blijft. Onder een zachte landing verstaan we economische groei die verder afneemt en een verder afkoelende arbeidsmarkt, zonder dat de economie in een recessie beland.

In China groeide de economie in het eerste kwartaal met 5,3% ten opzichte van het eerste kwartaal van 2023. Daarmee lijkt het groeidoel van 5%, dat de regering voor 2024 heeft gesteld, haalbaar. Mits de economie niet al te veel gaat vertragen. In maart nam de groei van de detailhandelsverkopen, de industriële productie en de bancaire kredietverlening echter af. China leunt wat betreft de groei te veel op investeringen, productie en uitvoer. Met toenemende handelsspanningen tussen China en de VS en de eurozone lijkt dat groeimodel kwetsbaar. Dus ook in China is een vertraging van de groei een risico. Temeer daar de huizenmarkt nog steeds zeer zwak is en de officiële inkoopmanagersindices in de industrie en vooral in de dienstensector daalden.

ECB neemt het voortouw

Normaal gesproken loopt de economische cyclus van de eurozone iets achter op die van de VS. Maar de coronapandemie heeft veel historische economische verbanden overhoopgegooid. Terwijl de Amerikaanse overheid de economie fors stimuleerde en de Amerikaanse consument daar gretig gebruik van maakte, is de economie van de eurozone in 2023 gestagneerd. Dat betekent dat er nu in de VS minder ruimte is om verder te groeien. Waardoor de inflatie dan weer minder snel daalt. Dat bleek uit de prijsindex voor de consumptie die in het eerste

kwartaal met 3,4% steeg op jaarbasis. Voor de gehele Amerikaanse economie lag de prijsstijging op 3,1%. Voor beide was dat een versnelling ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Ook de loonkosten stegen in het eerste kwartaal sneller dan in het vierde kwartaal van vorig jaar. De hoge inflatie in de VS komt voor een groot deel voor rekening van de woonkosten. Aangezien de huurgroei is afgenomen, is het ook een kwestie van tijd dat de stijging van de woonkosten gaat afnemen, aangezien die gebaseerd zijn op de huurontwikkelingen. Hardnekkige looninflatie is een groter probleem. Maar met tekenen dat de arbeidsmarkt afkoelt, zoals het afnemende aantal openstaande vacatures, minder werknemers die vrijwillig hun baan opzeggen en een toenemend aantal aangekondigde ontslagen, denken we dat de loonstijgingen ook zullen gaan afnemen.



Echter duurt het nog even voordat deze ontwikkelingen realiseren. Voorlopig heeft de Fed, gegeven de huidige inflatiedruk, nog onvoldoende bewijs om de rente te gaan verlagen.

In de eurozone was de totale inflatie in april onveranderd op 2,4%. De kerninflatie daalde naar 2,7%. Dat is het laagste niveau sinds februari 2022, maar toch viel het inflatiecijfer wat hoger uit dan verwacht. Dat de kerninflatie nu daalt, komt vooral doordat sterke prijsstijgingen aan het begin van 2023 uit het inflatiecijfer wegvallen. Inflatie is immers de stijging van prijzen in één jaar. Op maandbasis is dit jaar echter een versnelling te zien in de kerninflatie, ondanks de matige economische groei. Maar met een wat afkoelende arbeidsmarkt en lagere loongroei, gaan we ervan uit dat de inflatie in de eurozone verder zal dalen.

Dat geeft de ECB de mogelijkheid de rente eerder te verlagen dan de Fed. De ECB heeft al duidelijk laten weten de rente in juni te gaan verlagen. De communicatie is op dit punt consequent geweest. Een verlaging in juni wordt ook al maanden door markten ingeprijsd. Wij achten de kans groot dat de ECB dan in juli pauzeert, om te kijken hoe

inflatie en loonkosten zich ontwikkelen. Daarna kunnen nog wel wat stappen volgen, maar meer dan drie renteverlagingen lijken er dit jaar toch niet in te zitten.

De kans dat de Fed de rente in juni gaat verlagen is nagenoeg nul. Daarvoor is de economie te sterk en de inflatie te hoog. Terugkijkend lijkt Fed-voorzitter Powell eind vorig jaar wat te voorbarig te zijn geweest wat betreft renteverlagingen. Met het naar achter schuiven van de eerste renteverlaging van de Fed, is ook het aantal renteverlagingen dat dit jaar wordt verwacht verder afgenomen. Eén renteverlaging wordt geheel ingeprijsd, twee al niet eens meer. De ontwikkelingen op de arbeidsmarkt blijven hierbij een grote rol spelen. Tot nu toe is de banengroei sterk gebleven, maar ondernemers geven in enquêtes aan terughoudend te zijn met het aannemen van nieuw personeel. Een verzwakkende arbeidsmarkt kan de verwachtingen van het aantal renteverlagingen weer doen opleven. In die zin lijkt de verwachting van slechts één renteverlaging dit jaar aan de conservatieve kant. Wij denken dat twee tot drie renteverlagingen dit jaar nog steeds mogelijk zijn. Echter, als de arbeidsmarkt niet verzwakt, dan kan het zomaar zijn dat de Fed de rente dit jaar niet verlaagd. Er wordt wel gezegd dat de presidentsverkiezingen in november de bewegingsvrijheid van de Fed beperken, maar in een persconferentie op 1 mei ontkende Powell dit categorisch. Volgens hem doet de Fed alleen wat goed is voor de Amerikaanse economie en laat zij haar oren niet hangen naar de politiek.

De Chinese centrale bank kampt met een heel ander probleem, namelijk deflatie. In het eerste kwartaal van dit jaar daalde de prijsindex voor de gehele economie met 1,1% ten opzichte van het eerste kwartaal van vorig jaar. China kampt al een jaar met deflatie. Toch hebben de autoriteiten nog geen doortastende actie ondernomen om hieraan een eind te maken. Reserveverplichtingen voor banken zijn vorig jaar wel wat verlaagd, wat banken de mogelijkheid zou moeten geven meer geld uit te lenen. Maar via een andere weg is de vrijkomende liquiditeit weer afgeroomd. Rentes zijn niet verlaagd. Stimulering aan de vraagkant van de economie blijft dus beperkt. Terwijl het beleid om de economie te stimuleren via de aanbodkant juist leidt tot overcapaciteit en daarmee dus deflatie in de hand werkt. Het stimuleren van de vraag zou naar onze mening een beter recept zijn. Uit recente commentaren blijkt dat de centrale bank zich niet zo'n zorgen maakt, maar vanuit de politiek neemt de druk wel toe om actie te ondernemen. Renteverlagingen zijn dus niet uit te sluiten.

ECB-president Lagarde verwoordde het onlangs als volgt. We zijn data-afhankelijk, niet Fed-afhankelijk. Waarmee ze aangaf dat de ECB zich, net als de meeste centrale banken, vooral richt op de binnenlandse economie. Toch heeft het langer hoog houden van de rente in de VS wel degelijk

invloed. De oplopende rentes in de VS trekken rentes in vooral de eurozone mee omhoog, doordat bijvoorbeeld obligatiebeleggers Amerikaanse obligaties aantrekkelijker gaan vinden dan staatsobligaties van landen in de eurozone. Dit verkrapt de monetaire condities, wat centrale banken meer zou kunnen aanzetten tot renteverlagingen. Maar door dergelijke kapitaalstromen kunnen ook valuta onder druk komen. De schade voor de euro is dit jaar met een depreciatie van 3,2% vis-à-vis de Amerikaanse dollar nog beperkt, maar de Japanse yen is al bijna 11% gedeprecieerd en staat op het laagste niveau sinds april 1990. Commentaren van Japanse monetaire beleidsmakers dat de rente voorlopig niet verder zal worden verhoogd, leidden tot verdere depreciatie van de yen. Het lijkt erop dat de Bank of Japan al heeft geïntervenieerd in de valutamarkt, waarbij een niveau van 160 yen per dollar de grens lijkt te zijn. De zwakte van de yen heeft weer invloed op China, waar de munt sterker is gebleven. Dat verslechtert de concurrentiepositie van China. Chinese autoriteiten zouden kunnen besluiten om de renminbi te devalueren, maar dat liep in 2015 niet zo goed af. Het zou ook niet goed vallen in het huidige geopolitieke klimaat, waar toch al zorgen zijn over de goedkope uitvoer van China. Ook in andere opkomende economieën, zoals Zuid-Korea, Taiwan, Indonesië en Brazilië staan valuta onder druk, wat de mogelijkheid voor centrale banken om de rente te verlagen beperkt. Dit gaf wat onrust op de markten voor staatsobligaties, waar de risico-opslagen opliepen.

Valuta opkomende markten onder druk door hogere rentes VS

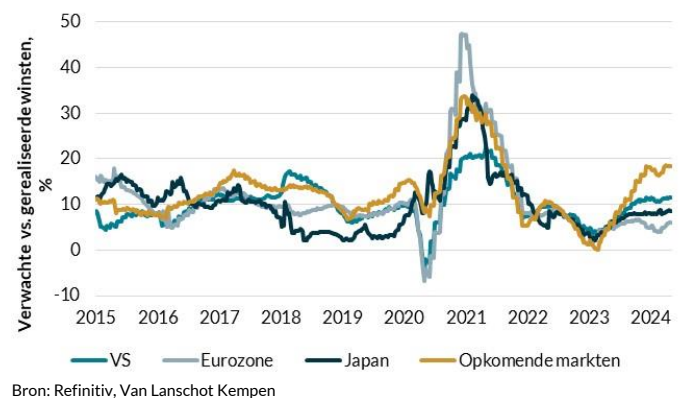


Positieve bedrijfscijfers niet beloond

Het cijferseizoen is al behoorlijk ver gevorderd. In de VS heeft twee derde van de bedrijven in de S&P500 cijfers over het eerste kwartaal van 2024 gepubliceerd, in de eurozone ongeveer de helft. In de VS hebben bedrijven meer moeite om aan de omzetverwachtingen te voldoen dan aan de winstverwachtingen. Dat geeft aan dat bedrijven winstmarges goed op peil weten te houden. De

gemiddelde winstgroei is tot nu toe 5,1% ten opzichte van het eerste kwartaal van 2023. Dat is lager dan de winstgroei in het laatste kwartaal van vorig jaar, waarmee de trend van stijgende winstgroei in de tweede helft van vorig jaar dus is gebroken. Toch komen winsten hoger uit dan verwacht, vooral in de sectoren duurzame consumentengoederen (gedreven door Amazon) en communicatiediensten (gedreven door Meta en Netflix). Forse winstdalingen zijn te zien in de sectoren energie, basisindustrie en gezondheidszorg. Met de aanhoudend sterke groei worden verwachte winsten voor de komende twaalf maanden door analisten naar boven bijgesteld. De verwachte winstgroei over de komende twaalf maanden staat nu op 11,5%. Dergelijke winstgroei wordt historisch gezien gehaald als de economie versneld. Echter, met het vooruitzicht van wat groeivertraging en lagere inflatie, kan het moeilijk worden om aan deze verwachtingen te voldoen. Een teken aan de wand is dat de verwachte winstgroei in het eerste kwartaal, gedurende het kwartaal, naar beneden is bijgesteld. Daarbij worden bedrijven die met hun winstcijfers positief verrassen nauwelijks beloond, terwijl bedrijven die negatief verrassen hard worden afgestraft. Gedurende de sterke aandelenrally voorafgaand aan dit cijferseizoen waren de verwachtingen dus flink opgelopen. Wij zien onzekerheden omtrent de winstontwikkelingen in de VS. Bovendien zijn Amerikaanse aandelen duur ten opzichte van obligaties. Wij houden vast aan een neutrale positie.

Winstverwachtingen VS lijken ambitieus



In de eurozone hebben bedrijven moeite om hun marges op peil te houden, wat niet vreemd is bij dalende omzetten. De omzetten zijn tot nu toe gemiddeld gedaald met 2,4%, de winsten met 14,2%, ten opzichte van het eerste kwartaal in 2023. Dat is voor de omzetten ongeveer conform de verwachtingen, de winstdaling is minder groot dan verwacht. De winstdalingen zijn wijdverspreid. Alleen de sectoren informatietechnologie, communicatiediensten en nuts rapporteren winstgroei. Ook in de eurozone worden bedrijven die negatief verrassen hard afgestraft, terwijl positieve verrassingen matig worden beloond. Er is een

einde gekomen aan de negatieve bijstellingen van de verwachte winsten in de eurozone. Voor de komende twaalf maanden wordt een winstgroei verwacht van 5,9%. Met een wat aantrekkende economie lijkt dat haalbaar, maar de druk op marges vormt een risico. Net als in de VS is met de aandelenrally van de afgelopen maanden een zeer positief scenario ingeprijsd. Ook in de eurozone hebben we een neutrale positie.

Beleggingsbeleid ongewijzigd

In ons beleggingsbeleid houden we vast aan een neutrale positie in aandelen. We onderkennen de aanhoudende kracht van de Amerikaanse economie en zien wat verbeteringen in de eurozone, maar we betwijfelen of de economische groei, vooral de nominale groei, sterk genoeg zal zijn om aan de winstverwachtingen te voldoen. Daarbij is met de rally in aandelen in de afgelopen maanden een zeer positief scenario ingeprijsd, waarmee positieve verrassingen minder waarschijnlijk zijn. De afgelopen weken hebben aandelen last gehad van rentevrees. Dit in tegenstelling tot de eerste drie maanden van het jaar, waarin stijgende rentes en stijgende aandelen hand in hand gingen. Echter, naarmate rentes stijgen en waarderingen van aandelen oplopen ten opzichte van obligaties, wordt de rentegevoeligheid van aandelen groter. Dat punt is de afgelopen weken bereikt. Met de onzekerheden omtrent winsten, rentes en economische vooruitzichten houden we vast aan een neutrale positie in aandelen.

We denken dat rentes dit jaar zullen dalen, vooral aan de korte kant. Ondanks onzekerheden over de inflatie voorzien we renteverlagingen in de VS, het VK en de eurozone. Met tienjaarsrentes die beduidend lager liggen dan tweejaarsrentes zien we beperkte daling van rentes aan de lange kant. Risico-opslagen op bedrijfsobligaties vinden we krap, vooral in de VS en in mindere mate in de eurozone. We geven dan ook de voorkeur aan de eurozone. We zien geen tekenen dat die risico-opslagen de komende tijd zullen toenemen. Voor hoogrentende bedrijfsobligaties zijn we voorzichtiger, aangezien deze bedrijven scherper gefinancierd zijn en dus meer last hebben van hogere rentes. Obligaties van opkomende landen geven een aantrekkelijk rendement, maar de sterke dollar en de onrust die dit geeft op valutamarkten van opkomende landen laat zien dat er risico's zijn. 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) | 1053 | -2.1% | 2.7% | 4.6% |
| Geïndustrialiseerde landen (MSCI World) | 3322 | -2.4% | 2.3% | 4.8% |
| Opkomende markten (MSCI EM) | 1053 | 0.3% | 6.5% | 2.8% |
| Verenigde Staten (S&P500) | 5064 | -2.7% | 2.1% | 6.2% |
| Eurozone (EURO STOXX 50) | 506 | -2.0% | 5.0% | 6.7% |
| Verenigd Koninkrijk (FTSE 100) | 8172 | 3.0% | 7.3% | 5.7% |
| Japan (Topix) | 2729 | 0.5% | 7.4% | 15.3% |
| Nederland (AEX) | 879 | -0.3% | 6.8% | 11.7% |

Staatsobligaties (10-jaar)

| | Rente (%) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2023 (bp) |
|---------------------|-----------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten | 4.58 | 22 | 55 | 71 |
| Japan | 0.90 | 15 | 25 | 27 |
| Duitsland | 2.55 | 14 | 32 | 52 |
| Frankrijk | 3.05 | 12 | 32 | 49 |
| Italië | 3.87 | 7 | 6 | 16 |
| Nederland | 2.85 | 17 | 33 | 53 |
| Verenigd Koninkrijk | 4.29 | 20 | 37 | 75 |

Bedrijfsobligaties

| | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2023 (bp) |
|------------------|--------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten | 90 | -3 | -12 | -14 |
| Eurozone | 112 | 0 | -18 | -23 |

Hoogrentende obligaties

| | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2023 (bp) |
|-----------------------------------|--------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten | 316 | -7 | -31 | -18 |
| Eurozone | 351 | -7 | -24 | -44 |
| Opkomende markten (USD) | 379 | 38 | -15 | -5 |
| Opkomende markten (Lokale valuta) | 201 | 4 | -15 | -34 |

Vastgoed

| | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2023 |
|---------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Wereld | | | |
| Noord-Amerika | -2.2% | -2.1% | -6.6% |
| Europa | -3.0% | -4.1% | -7.6% |
| | 1.0% | 1.0% | -4.7% |

Grondstoffen

| | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2023 |
|---------------------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Bloomberg index | | | |
| Basismetalen | 0.1% | 4.3% | 2.2% |
| Brent olie (USD per vat) | 9.3% | 13.5% | 8.7% |
| Goud (USD per troy ounce) | 83.72 | 8.0% | 7.8% |
| | 2302 | 1.9% | 13.1% |
| | | | 11.5% |

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 5 mei 2024

Bron: Refinitiv

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie

Aandelen

Neutraal

In april zette de wereldwijde aandelenindex een stapje terug. Dat had vooral te maken met rentevrees in de VS, waar het verlies dan ook het grootst was, gevolgd door de regio Pacific. De daling in deze regio kwam deels door Japan, maar het verlies was groter in Australië. In de eurozone lag het verlies tussen de VS en Pacific in. Opkomende markten eindigden de maand nagenoeg onveranderd, wat opmerkelijk is, gezien het toch wat onrustige beursklimaat en onrust in valuta's van deze landen. Uiteindelijk heeft de stijgende rente de opwaartse trend van aandelen dus kunnen breken, hoewel de schade beperkt is. Maar naarmate rentes hoger komen te liggen, wordt het risico voor aandelen ook groter. Onze neutrale positie reflecteert de onzekerheden rond de renteontwikkelingen, maar ook het risico dat winstverwachtingen niet worden waargemaakt. Temeer daar beurzen hebben geanticipeerd op sterke winststijgingen. We hebben op dit moment een neutrale positionering ten aanzien van de onderliggende regio's binnen aandelen.

Staatsobligaties

Overwogen

In de VS stegen rentes in april fors. De tweejaarsrente met 40 basispunten en de tienjaarsrente met 47 basispunten. Dit reflecteert de stevige groei en hardnekkige inflatie in het eerste kwartaal. Daardoor zijn de verwachtingen voor renteverlagingen door de Fed naar achter geschoven. We vinden de marktverwachting van slechts één renteverlaging dit jaar aan de conservatieve kant. Als de economie verder vertraagt en de inflatie nog wat daalt, is er ruimte voor meer verlagingen. Daarmee kunnen ook marktrenten omlaag, vooral aan de korte kant. We zijn overwogen in Amerikaanse staatsobligaties, maar dat is vooral vanwege onze onderweging in Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties. In Duitsland waren de rentebewegingen beperkter, 21 basispunten stijging van de tweejaarsrente en 29 basispunten van de tienjaarsrente. Maar net als in de VS betekende dit wel een negatief rendement voor staatsobligaties. In de eurozone zijn we in een aantal stappen naar een neutrale positie in eurozone staatsobligaties gegaan. Dat geeft onze visie weer dat de piek in rentes achter ons ligt. We vinden het echter nog te vroeg om verder in te zetten op dalende rentes in de eurozone. De ECB gaat naar alle waarschijnlijkheid de rente in juni verlagen, maar zal daarna even willen aankijken hoe de economie en de inflatie zich ontwikkelen. En met tienjaarsrentes die beduidend lager liggen dan tweejaarsrentes zien we beperkte daling van rentes aan de lange kant.

Bedrijfsobligaties investment grade

Onderwogen

In de VS daalde de risico-opslag op investment grade bedrijfsobligaties in april nog heel licht, in de eurozone was het onveranderd. Door de stijging van onderliggende rentes op staatsobligaties, noteerden obligaties uit beide regio's wel verliezen. Wij vinden dat 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. Door hogere marktrenten 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 ruim 35 basispunten onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar, in de eurozone bijna 20 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

De rentevrees die in april Amerikaanse aandelen dwars zat, ging niet geheel voorbij aan de markt voor high yield bedrijfsobligaties. Echter, het uitlopen van de risico-opslag met 6 basispunten was zeer beperkt. In de eurozone daalde de risico-opslag met een minieme 2 basispunten. Door de lagere rentegevoeligheid en de hogere rentevergoeding op deze obligaties waren de rendementen iets beter dan bij investment grade obligaties. 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. Ratingbureau Moody's denkt dat de piek in het wereldwijde wanbetalingspercentage in januari is bereikt, maar concurrent S&P verwacht dat het faillissementspercentage nog wat zal oplopen. In de VS stond de risico-opslag eind maart op 318 basispunten, in de eurozone op 350 basispunten. Dit is in beide regio's beduidend lager dan het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar. Wij zien olopende wanbetalingen als een neerwaarts risico. We denken dat vooral bedrijven in deze categorie kwetsbaar zijn voor de gestegen rente. Bedrijven zijn vaak scherper gefinancierd met meer schuld, regelmatig ook deels met leningen met flexibele rentes, en looptijden van leningen zijn gemiddeld genomen korter.

Vermogenscategorie

Staatsobligaties opkomende markten

Neutraal

Staatsobligaties van opkomende landen uitgegeven in dollars behaalden een negatief rendement in april. De risico-opslag ging met 31 basispunten omhoog, de grootste stijging sinds maart 2023. Ook de oplopende Amerikaanse rente droeg bij aan het negatieve resultaat. Staatsobligaties in lokale valuta toonden eveneens een negatief rendement. De rentevrees in de VS leidde tot onrust in valuta van opkomende landen. Daarmee wordt het voor centrale banken in deze landen lastiger om beleidsrentes te verlagen, wat tot gevolg heeft dat markrentes oplopen. Wij vinden de rentevergoeding op obligaties van opkomende landen uitgegeven in Amerikaanse dollars aantrekkelijk, maar onzekerheid rond inflatie en rentes in geïndustrialiseerde landen en een appreciërende Amerikaanse dollar vormen risico's. Staatsobligaties genoteerd in lokale valuta kunnen profiteren van afnemende inflatie, maar de speelruimte voor centrale banken in deze landen is beperkt zolang de Fed de rente hoog houdt. Bovendien is de rentevergoeding relatief laag ten opzichte van ontwikkelde landen, waardoor de relatieve aantrekkelijkheid afneemt.

Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

Dat beursgenoteerd vastgoed rentegevoelig is, werd in april maar weer eens bewezen. De wereldwijde index ging harder onderuit dan de wereldwijde aandelenindex en ook hier noteerde Amerikaans vastgoed het grootste verlies. Ook voor het jaar 2024, tot nog toe, noteert vastgoed wereldwijd, in de VS en in Europa verliezen. We hebben een neutrale opinie. De waardering is relatief laag ten opzichte van aandelen, maar niet ten opzichte van renteniveaus. Op korte termijn verwachten we onvoldoende rentedalingen en we maken ons nog te veel 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 verder dalen, voordat het aantal transacties normaliseert.

Grondstoffen

Neutraal

Olieprijzen waren in april per saldo nagenoeg ongewijzigd. De geopolitieke situatie is tot nog toe, ondanks spanningen tussen Iran en Israël gedurende de maand, niet van dien aard dat er gevreesd wordt voor de olieproductie of olie-embargo's. De brede grondstoffenindex van Bloomberg noteerde wel een beperkt positief resultaat. Dat werd vooral gedreven door metalen, waarbij koper en goud eruit sprongen. Koper wordt wel gezien als een graadmeter voor de wereldeconomie. Maar de stijging van de koperprijs in april ging gepaard met sterk oplopende voorraden in China, wat op zich geen positief signaal is. Ook de kwakkelende industrie wereldwijd en tegenvallende verkopen van elektrische auto's vinden we een negatief signaal voor basismetalen, waaronder koper. Goud zette de prijsstijging van maart voort, maar wel op een lager tempo. Wij zien vanuit cyclisch oogpunt nog geen moment om in te stappen in grondstoffen. De beperkte fiscale stimulering in China, wat leidt tot matige groei in investeringen in infrastructuur en woningen, beperkt de potentie voor prijsstijgingen van basismetalen. De oliemarkt is krap, maar bij een sterke stijging van de olieprijs hebben olieproducerende landen voldoende capaciteit om de productie te verhogen. 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
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