



# Visie op Asset Allocatie

Juli 2024

- Politieke onzekerheid Frankrijk leidt tot verliezen in Europa
- ECB verlaagt rente, Bank of England en Fed zullen volgen
- Beleggingsbeleid ongewijzigd

In juni werden Europese financiële markten opgeschrikt door politieke onzekerheid in Frankrijk. Na de voor zijn partij slecht verlopen verkiezingen voor het Europese Parlement, riep de Franse president Macron vervroegde parlementsverkiezingen uit. De mogelijkheid van een meerderheid voor de rechts-radicalen partij Rassemblement National leidde tot sterk oplopende rentes op Franse staatsobligaties en forse verliezen voor Franse aandelen.

opslagen op bedrijfsobligaties liepen in de eurozone wat op.

Wij hebben ons beleggingsbeleid niet gewijzigd. In de VS bevestigden recente cijfers ons beeld van een groeiende economie. In de eurozone vielen de cijfers niet mee, maar rekenen we vooral op verbetering van de consumptieve bestedingen. Winstontwikkelingen zien we als positief. Vandaar onze overweging in aandelen.

Risico-opslag op Franse staatsobligaties hard opgelopen



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempenn

Ook in andere landen van de eurozone liepen risico-opslagen op, maar daar bleef de schade toch beperkt. De vlucht onder beleggers naar Duitse staatsobligaties zette rentes in Duitsland juist lager.

Ook in de VS daalden rentes, vooral vanwege meevallende inflatiecijfers. Wereldwijd boekten aandelen winst, gedreven door de VS en opkomende markten. Europese aandelen daalden door de politieke onrust in Frankrijk. Ook Europees vastgoed moest het ontgelden. Risico-

## Politieke onzekerheid in Frankrijk

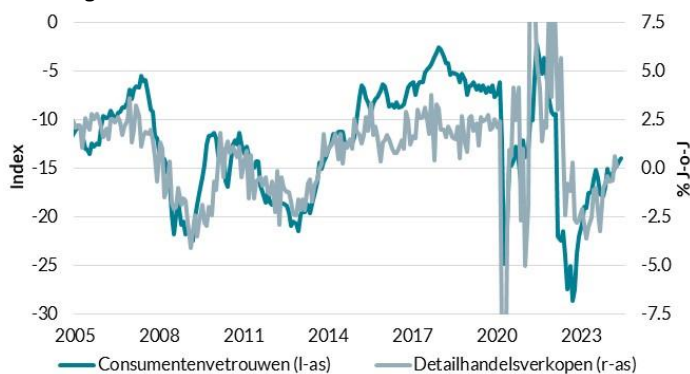
Na het uitroepen van de parlementsverkiezingen door president Macron liepen risico-opslagen op Franse tienjaars staatsobligaties op tot zo'n 70 basispunten. In aanloop naar de eerste ronde van die verkiezingen zelfs tot boven de 80 basispunten. Om overigens na de eerste prognoses direct na de eerste ronde weer iets te dalen. Maar toch, dergelijke risico-opslagen op Frans staatspapier zagen we voor het laatst in 2017, toen Macron het in de presidentsverkiezingen opnam tegen Marine Le Pen. Hoe het Franse parlement er uiteindelijk uit zal komen te zien is nog onduidelijk. Zeker is dat het centrum, gevormd door de partij van Macron en enkele aanverwante partijen, een groot verlies zal leiden. De flanken winnen, de rechterflank een stuk meer dan de linkerflank. Strategische stemmen in de tweede ronde op 7 juli kunnen tot verschuivingen leiden, wat een meerderheid voor Rassemblement National zou kunnen voorkomen. De kans is dus reëel dat we in een soort patstelling terecht komen. Waarbij niemand van de drie grote politieke families een absolute meerderheid heeft en de scherpe kantjes van de extremere formaties afgevlind worden. Er waren toch al zorgen over de Franse overheidsfinanciën. Begrotingstekorten van

rond de 5% van het BBP leiden tot een oplopende staatsschuld. Kredietbeoordelaar S&P zette de kredietrating voor Frankrijk recent een stapje lager en ingrijpen van de Europese Commissie, waarbij bezuinigingen en hervormingen opgelegd worden, ligt voor de hand. Dat zal pas in het najaar vorm krijgen, maar in een verdeeld en meer eurosceptisch Frans parlement zal het niet eenvoudig zijn de overheidsfinanciën op orde te krijgen. Als het echt mis gaat en risico-opslagen te ver oplopen, is er altijd nog de ECB die op obligatiemarkten kan ingrijpen. Maar voorlopig zal de ECB het niet erg vinden dat obligatiebeleggers een duidelijk signaal geven dat de Franse overheidsfinanciën op orde moeten worden gebracht. Het zal nog wel onrustig blijven rond Franse staatsobligaties.

## Herstel in de eurozone?

Afgelopen tijd hebben we geschreven over positieve signalen over de economie van de eurozone. Er was weer groei in het eerste kwartaal en vooral uit de dienstensector kwamen bemoedigende cijfers. We hebben ook gezegd dat de groei niet uitbundig zal zijn. Recente indicatoren bevestigden dat beeld. De inkoopmanagersindex voor de dienstensector viel in juni wat terug, al wijst die nog wel op groei. De index voor de industrie viel, na een lichte opleving in mei, weer terug en wijst op een voortdurende recessie in deze sector. Ook de Economic Sentiment Index daalde in juni. Niet veel, maar deze indicator heeft sinds begin dit jaar zijwaarts bewogen, wijzend op een stagnerende economie. De indicator geeft positieve signalen over de dienstensector en een verbeterende stemming onder consumenten.

Stemming onder consumenten eurozone verbeterd



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

De zwakte zit bij de industrie, de bouw en de detailhandel. Ook de toonaangevende Duitse Ifo-index daalde lichtjes in juni. De Ifo-index heeft dit jaar wel een opwaartse trend laten zien, maar zou nog verder moeten stijgen om op een groeiende economie te wijzen.

Opvallend tegen een achtergrond van lage groei, maar positief bezien vanuit de consument, is dat de arbeidsmarkt krap is gebleven. De werkloosheid daalde in april naar 6,4%, een recordlaag niveau voor de eurozone. Groeiende werkgelegenheid en lonen die sterker stijgen dan de inflatie, vormen een steun voor huishoudens en hun bestedingen. Overigens verwachten we hier ook geen uitbundige groei. Ten eerste zijn huishoudens in de eurozone terughoudend geweest met het aanwenden van de besparingen die tijdens de coronapandemie zijn opgebouwd. Dit in tegenstelling tot de Amerikaanse consument. Ten tweede is de inflatie nog niet geheel onder controle. In juni kwam de totale inflatie uit op 2,5% ten opzichte van het jaar ervoor. De kerninflatie was onveranderd op 2,9%. Vooral in de dienstensector is de inflatie nog hoog. Op het eerste gezicht lijken er tekenen van een loon-prijsspiraal in deze sector, waarbij lonen en prijzen elkaar opwaarts beïnvloeden, maar er zijn ook sterke tekenen dat de huidige hoge loonstijgingen vooral een reactie zijn op eerdere inflatie. Als die is verdisconteerd, kunnen loonstijgingen daarna toch matigen. Maar vooralsnog maakt de inflatie consumenten in de eurozone toch enigszins terughoudend.

## Minder zorgen VS

In de VS bestendigde de inkoopmanagersindex voor de dienstensector in juni de sterke stijging van mei. In de industrie steeg de index iets verder boven het niveau dat duidt op groei. De ISM-indices zijn juist weer wat somberder. De ISM-index voor de industrie noteerde in juni echter voor de derde maand op rij op een niveau dat duidt op krimp. Waarbij de investeringsbereidheid van bedrijven nog matig is. De orders voor kapitaalgoederen daalden in mei. Deze orders bewegen als sinds eind 2022 zijwaarts. Investeren bedrijven dan veel in informatietechnologie? Ook dat lijkt wat tegen te vallen. De orders voor IT-producten groeien ook maar mondjesmaat. De ISM-index voor de dienstensector is de afgelopen maanden volatiel en daalde in juni fors, naar een niveau dat duidt op een lichte krimp in de sector.

Na een hapering in april groeiden de consumptieve bestedingen weer in mei. Cijfers over eerdere maanden werden neerwaarts aangepast. Dat zal vooral tot uitdrukking komen in de groei over het gehele tweede kwartaal, die daardoor lager zal uitvallen. Maar onderliggend is de trend redelijk. Ten opzichte van mei vorig jaar groeiden de bestedingen geschoond voor inflatie met 2,4%. Dat is een sterkere groei dan die van de reële beschikbare inkomens, die met 1,1% groeiden. Daarmee lijkt de huidige consumptiegroei onhoudbaar. Matige groei ligt dan ook in het verschiet, al zal dalende inflatie wel

helpen, zeker met een nominale inkomensgroei van rond 4%.

De inflatiecijfers waren in mei bemoedigend. Zowel volgens de CPI-index als de PCE-index (waar de Fed vooral naar kijkt), was de totale index onveranderd ten opzichte van april. De kerninflatie was volgens de CPI-index net aan 0,2% en volgens de PCE-index 0,1%. Op jaarbasis daalde de kerninflatie volgens de PCE-index tot 2,6%, het laagste niveau sinds maart 2021. Belangrijk is ook dat deze maandelijkse stijging lager is dan de ramingen van de Fed voor de rest van dit jaar impliceren. Bij een matige groei en een wat afkoelende arbeidsmarkt, houdt dat de deur naar renteverlagingen open.

Inflatie VS daalt verder



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

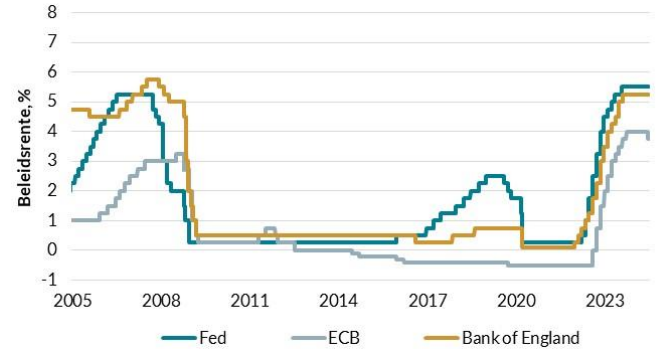
Wat betreft de arbeidsmarkt, die afkoeling verloopt vooralsnog geleidelijk. Er zijn tekenen van zwakte, zoals de zwakke ontwikkeling van de werkgelegenheid volgens de enquête onder huishoudens, afnemende vacatures en licht oplopende werkloosheid, maar de stijging van de aangekondigde ontslagen is voorlopig gestopt en consumenten hebben recent wat meer vertrouwen in de arbeidsmarkt getoond.

## ECB zet eerste stap, wanneer volgen Fed en Bank of England?

Zoals verwacht en door de ECB min of meer aangekondigd, verlaagde de ECB in juni de rente. Met 25 basispunten tot 3,75%. ECB-president Lagarde zat wel in een enigszins lastig parket. De inflatie viel in de eurozone in mei namelijk tegen. En ook de bevestiging van lagere loonstijging waar de ECB met smart op wacht, kwam niet. Dus verhoogde de ECB de inflatieramingen voor dit jaar. En had Lagarde een probleem bij de uitleg van de renteverlaging. Dit loste zij op door vooral te wijzen op de stabiele inflatieramingen van de ECB voor 2026, die consequent wijzen op een inflatie die richting het doel van de ECB van 2% zal bewegen. Opmerkelijk, omdat de ECB tot nu toe juist terugkeek en in

de hoge loonstijgingen en inflatie redenen zag om de rente niet te verlagen, zelfs bij een zwakke economische groei. En Lagarde hield de deur open naar verdere renteverlagingen. De ECB zal de rente restrictief houden zo lang als nodig en legt zich niet vast op enig pad voor de rente. Lagarde ontkende in eerste instantie dat de ECB in een fase van renteverlagingen zit, maar zei later in haar persconferentie dat de kans daarop wel groot is. Kortom, meer renteverlagingen dit jaar liggen in het verschiet.

ECB loopt voorop met renteverlaging



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

De Fed liet de rente nog ongewijzigd. Fed-voorzitter Powell liet weten nog onvoldoende overtuiging te hebben dat de inflatie richting het doel van 2% beweegt. De meeste beleidsmakers voorzien één à twee renteverlagingen dit jaar, weer iets minder dan voorheen. Ook Powell had iets te verdedigen, namelijk het vooruitzicht van renteverlagingen, terwijl de Fed zelf aan het eind dit jaar 2,8% kerninflatie voorziet, iets *hoger* dan de kerninflatie van 2,6% in mei. Maar de Fed ziet een minder oververhitte, meer evenwichtige arbeidsmarkt, minder sterke loongroei en wat verdere vooruitgang wat betreft de dalende inflatie. Bovendien is het monetaire beleid volgens de Fed nog altijd restrictief. De eerste renteverlagingen betekenen dus niet dat de Fed gas gaat geven, maar alleen wat minder hard op de rem trapt. De inflatieramingen van de Fed noemde Powell conservatief en hij hechtte er niet al te veel waarde aan. Vooral omdat de meevallende cijfers in mei nog niet in deze ramingen waren verwerkt. Kortom, als de inflatie wat sneller daalt dan de conservatieve ramingen van de Fed, kan er nog dit jaar ruimte ontstaan om de rente te verlagen. Een eerste stap kan in september, wanneer dan een volgende stap volgt, zal vooral afhangen van de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt.

Ook de Bank of England wijzigde de rente niet. En ook hier was dat geen verrassing. Net als bij de voorgaande rentevergadering stemden twee leden voor een renteverlaging en de overige zeven leden voor geen wijziging. Ook een daling van de inflatie naar 2,0% in mei kon de Bank of England niet vermurwen. De kerninflatie was met 3,5% nog te hoog. De Bank of England gaf twee

aanwijzingen de rente toch te willen verlagen. Ten eerste liet de bank weten dat de beslissing in juni gebalanceerd was, wat duidt op meer beleidsmakers die neigen naar een renteverlaging. Ten tweede werd gemeld dat in augustus, met nieuwe ramingen in de hand, nog eens goed zal worden gekeken in hoeverre de risico's van hardnekkige inflatie verminderen. Het is verre van een belofte, maar in centrale bankierstaal toch een hint. Een renteverlaging in augustus zou betekenen dat ook de Bank of England iets voorloopt op de Fed.

## Gaan lange rentes dalen?

Lagere inflatie, matige groei en centrale banken die beleidsrentes verlagen. Het lijkt voor de hand te liggen dat als dat allemaal gebeurt, lange rentes gaan dalen. Wij denken dat dat mogelijk is, maar zien de ruimte voor daling van lange rentes als beperkt. Staatsobligaties zullen het vooral moeten hebben van de couponrente, die de afgelopen jaren een stuk aantrekkelijker is geworden. De belangrijkste reden voor weinig dalingspotentieel voor lange rentes is de inverse rentecurves wereldwijd. Lange rentes liggen al lager dan korte rentes. De mate waarin varieert, maar momenteel ligt de tienjaarsrente in de VS, Duitsland en het VK zo'n 100 basispunten lager dan de driemaandsrente.

Rentecurves sterk negatief: obligatiebeleggers verwachten renteverlagingen



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Een negatieve rentecurve is vrij uitzonderlijk en traditioneel een voorbode van een recessie. Als centrale banken deze keer een zachte landing van de economie weten te bewerkstelligen, waarbij de economie genoeg afkoelt om de inflatie onder controle te krijgen, zonder dat er al te veel schade ontstaat zoals een recessie, dan is dat uitzonderlijk. Maar dan zullen de rentedalingen aan de korte kant ook beperkt zijn en deze is in dat geval dus al grotendeels verdisconteerd in lange rentes, die al lager staan.

Een ander punt is de staat van de overheidsfinanciën. We hebben in het najaar van 2022 in het VK en nu in Frankrijk kunnen zien dat zorgen over die overheidsfinanciën kunnen leiden tot sterk oplopende rentes.

Obligatiemarkten hebben een sterke disciplinerende werking op overheden. Met hogere tekorten en hogere rentes valt onrust op obligatiemarkten niet uit te sluiten. Als beleggers voor dat hogere risico beloond willen worden, beperkt dat de mate waarin rentes kunnen dalen.

In de VS zijn begrotingstekorten uitzonderlijk hoog voor een periode zonder oorlog of een recessie en loopt de staatsschuld op. Politiek is er vrijwel geen wil om iets aan die tekorten te doen. Zolang de rente laag stond, was dat geen probleem, maar met hogere rentes lopen rentebetalingen snel op.

Rentebetalingen Amerikaanse overheid lopen snel op



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Wanneer beleggers daar genoeg van hebben, is moeilijk te voorspellen. Tot nu toe domineren de economische cyclus en de vooruitzichten voor het monetaire beleid de ontwikkeling van marktrentes in de VS. Maar ook hier geldt dat expansief begrotingsbeleid, mogelijk met hoge invoerheffingen onder een nieuwe regering Trump, daling van de lange rentes in de weg zou staan. De VS hebben overigens een groot voordeel, namelijk de US dollar. Dit is nog altijd de wereldwijde reservemunt, waar nog geen alternatief voor is. Geen enkel ander land heeft diepe en open kapitaalmarkten zoals de VS. Daarom zal er veel vraag blijven naar Amerikaanse effecten, vooral staatspapier.

## Beleggingsbeleid ongewijzigd

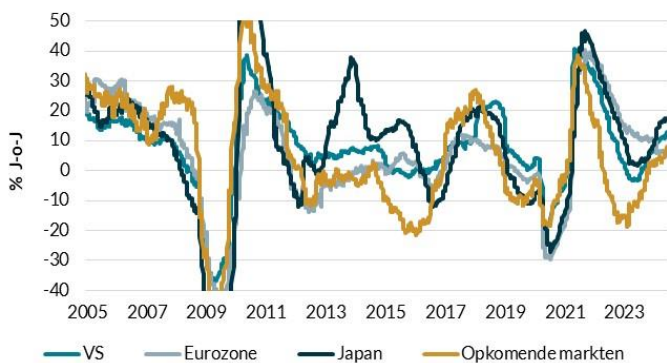
De economische cijfers in de eurozone vielen de afgelopen tijd wat tegen. En ook in de VS komen veel cijfers overwegend lager uit dan verwacht. Samen met hardnekkige inflatie in de dienstensector en centrale banken die rentes minder verlagen dan enkele maanden geleden nog verwacht, zou dit negatief kunnen zijn voor aandelen. Maar de trend is in de VS nog steeds positief en

in de eurozone lijken aandelen uit te bodemen na de schok van de Franse verkiezingen. In Japan hebben aandelen een sterke twee weken achter de rug. Wel met een dalende Japanse yen. Aandelen worden gesteund door winstontwikkelingen. Bedrijven in de VS en in de eurozone weten hun marges goed op peil te houden. Gerealiseerde winsten groeien in de VS iets harder dan in de eurozone, maar in beide regio's is sprake van groei. In opkomende markten en in het VK is dat niet het geval. De groei van de verwachte winsten is het sterkst in Japan, gevolgd door de VS, opkomende markten en de eurozone.

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.

Winstgroei positief voor aandelen



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Echter, de breedte van de winstherzieningen, oftewel het netto aantal analisten dat winsten naar boven bijstelt, is in de VS en in opkomende markten smaller dan in de eurozone en Japan. Met de per saldo positieve winstontwikkelingen in de VS en Europa en het vooruitzicht van renteverlagingen in de VS, de eurozone en het VK, houden we vast aan onze overweging in aandelen.

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 staatsobligaties geven we de voorkeur aan de eurozone. We zien daar een grotere kans op rentedalingen en de risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties zijn minder extreem laag dan in de VS.

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

# Marktoverzicht

## Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Wereldwijd (MSCI AC)	1080	2.7%	3.8%	11.0%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3538	2.7%	3.9%	11.6%
Opkomende markten (MSCI EM)	1080	2.9%	2.8%	5.5%
Verenigde Staten (S&P500)	5509	4.4%	5.8%	15.5%
Eurozone (EURO STOXX 50)	503	-2.5%	-2.5%	6.1%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	8121	-1.9%	2.3%	5.0%
Japan (Topix)	2857	3.0%	5.2%	20.7%
Nederland (AEX)	925	2.3%	4.9%	17.5%

## Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	4.43	-5	8	57
Japan	1.11	3	36	48
Duitsland	2.61	-4	20	58
Frankrijk	3.33	19	41	77
Italië	4.08	11	27	36
Nederland	2.92	-2	24	60
Verenigd Koninkrijk	4.25	-7	16	71

## Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	93	5	0	-11
Eurozone	110	3	-2	-25

## Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2023 (bp)
Verenigde Staten	323	3	0	-11
Eurozone	340	11	-18	-55
Opkomende markten (USD)	398	17	57	14
Opkomende markten (Lokale valuta)	223	12	26	-12

## Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Wereld			
Noord-Amerika	-0.5%	-1.2%	-5.7%
Europa	1.5%	1.4%	-3.3%
	-3.7%	0.4%	-5.2%

## Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2023
Bloomberg index			
Basismetalen	-1.7%	0.5%	2.6%
Brent olie (USD per vat)	-6.0%	6.4%	5.8%
Goud (USD per troy ounce)	87.01	6.4%	-2.1%
	2329	-0.1%	3.1%
			12.0%
			12.8%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 3 juli 2024

Bron: Refinitiv

# Tactische vooruitzichten

## Vermogenscategorie

### Aandelen

### Overwogen

De wereldwijde aandelenindex van MSCI steeg in juni tegen een achtergrond van dalende rentes in de VS, Duitsland en het VK. In de VS en in opkomende markten boekten aandelen winst, in de regio Pacific een licht verlies en in Europa een groter verlies. Het achterblijven van Europese aandelen kwam door het afkondigen van parlementsverkiezingen in Frankrijk, waardoor de politieke onzekerheid sterk is toegenomen. De Franse CAC40 aandelenindex moest bijna 9% inleveren. 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 de economie aantrekken, de ECB de rente verlagen, terwijl de winstverwachtingen realistisch zijn en de waarderingen redelijk. Zowel in de VS als in Europa worden winstverwachtingen naar boven bijgesteld, wat aandelenkoersen kan ondersteunen. 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 daalden rentes per saldo in juni. De tweejaarsrente met 15 basispunten en de tienjaarsrente met 12 basispunten. Ondanks meevallende inflatiecijfers veranderden de verwachtingen voor het monetair beleid niet veel. Er wordt rekening gehouden met twee renteverlagingen dit jaar, maar dat vinden we nog steeds 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. Ook in het VK daalden rentes; met 19 basispunten aan de korte kant en 15 basispunten aan de lange kant. Een renteverlaging door de Bank of England in augustus wordt voor 60% ingeprijsd. In Duitsland daalde de tweejaarsrente met 26 basispunten en de tienjaarsrente met 16 basispunten. Dit kwam deels door een vlucht van beleggers uit Frans staatspapier, waar de risico-opslag op tienjaars obligaties met 31 basispunten toenam. De ECB heeft een begin gemaakt met renteverlagingen, maar zal gezien de aantrekkende groei en hardnekkige inflatie in de dienstensector rustig aan doen met verdere stappen. 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 steeg de risico-opslag op investment grade bedrijfsobligaties in juni met 8 basispunten, in de eurozone met 10 basispunten. 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 hoge 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 30 basispunten onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar, in de eurozone 14 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 risico-opslag op Amerikaanse high yield bedrijfsobligaties was in juni nagenoeg onveranderd. In de eurozone steeg de risico-opslag met 19 basispunten, waarmee het rendement nog net positief was. 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.

## Vermogenscategorie

### Staatsobligaties opkomende markten

Neutraal

Staatsobligaties uit opkomende markten uitgegeven in dollars behielden een positief rendement in juni. De rentevergoeding was nagenoeg onveranderd na een stijging van de risico-opslag\* en een daling van de onderliggende rente in de VS. Voor staatsobligaties in lokale valuta bleef de rentevergoeding ook nagenoeg onveranderd. Het rendement was hier ongeveer vlak doordat EM valuta wat verloren in waarde ten opzichte van de euro. 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. Maar de rentevergoeding is relatief laag ten opzichte van ontwikkelde landen en hierdoor neemt de relatieve aantrekkelijkheid af.

\*) Merk op dat door het toevoegen van Venezuela aan de EMD HC index (in drie stappen vanaf eind april tot eind juni) de risico-opslag van de index mechanisch toeneemt.

### Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

Vanwege de relatief hoge mate van schuldfinanciering vormen oplopende rentes en strengere kredietvoorwaarden van banken risico's voor beursgenoteerd vastgoed, ook relatief ten opzichte van algemene aandelen. In juni was de wereldwijde index voor beursgenoteerd vastgoed vrijwel ongewijzigd. Winst in de VS stond tegenover verliezen in andere regio's. Wat tekenen van verkoeling op de arbeidsmarkt in de VS en gunstigere inflatiecijfers zorgden voor lagere rentes aldaar. In Europa bleef beursgenoteerd vastgoed achter. Inflatiecijfers bewegen langzaam in de goede richting, maar inflatie is in de dienstensector nog sterk. De Duitse rente daalde weliswaar wat, maar dat was met name vanwege de onrust ten aanzien van de Franse parlementsverkiezingen. 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 wat verder dalen, voordat het aantal transacties normaliseert.

### Grondstoffen

Neutraal

Olieprijzen stegen in juni, maar prijsdalingen van edelmetalen, basismetalen en landbouwproducten zetten de brede grondstoffenindex van Bloomberg lager. 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 olieprijs beperkt. De prijsdalingen van basismetalen is opvallend. Het zegt iets over het speculatieve karakter van recente 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 was nagenoeg onveranderd. 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)