



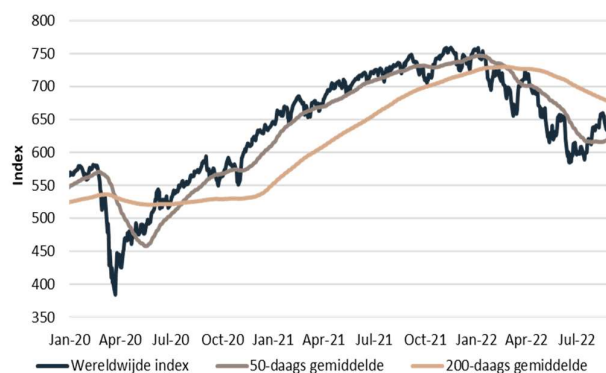
Visie op asset allocatie

SEPTEMBER 2022

- Agressieve toon centrale banken verstoort het aandelenfeestje
- Kans op recessie neemt toe
- Onderweging aandelen vergroot

Augustus was een maand met twee gezichten. Aanvankelijk overheerste optimisme bij beleggers, vooral toen bleek dat de Amerikaanse economie nog steeds veel nieuwe banen genereerde en de inflatie wat afnam. Dat deed de hoop op een zachte landing en een draai naar minder strak monetair beleid van de Fed opleven. Maar toen Fed-voorzitter Powell duidelijk maakte dat zo'n draai er voorlopig niet in zit, keerde het sentiment. Dus zetten aandelenmarkten, na de stijging in juli, in augustus toch weer een stap terug. De Amerikaanse S&P500 was tijdens de rally nog het dichtst bij de dalende lijn van het 200-daags gemiddelde gekomen, maar wist die niet te doorbreken.

Aandelen nog in neerwaartse trend



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempenn

Europese aandelen en aandelen uit de regio Pacific en opkomende markten kwamen daar niet eens in de buurt. Daarmee is de neerwaartse trend in aandelen niet omgebogen. Met een toenemende kans op een recessie hebben we onze blootstelling naar aandelen verder afgebouwd. We hebben Amerikaanse aandelen verkocht en daarvoor in de plaats Amerikaanse staatsobligaties gekocht. Door de grote onderweging in Europese staatsobligaties zijn we nog wel onderwogen in deze categorie als geheel. We houden een relatief grote cashpositie aan. Obligaties boden overigens in augustus geen compensatie voor dalende aandelenkoersen. Europese staatsobligaties noteerden een negatief rendement van bijna 6%¹, een groter verlies dan bij aandelen. Bij Amerikaanse staatsobligaties bleef het verlies beperkt tot 3%. Bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende markten hielden het ook niet droog, al waren de verliezen wel kleiner dan bij staatsobligaties.

Centrale banken vastberaden

Op de jaarlijkse jamboree voor centrale bankiers in het Amerikaanse Jackson Hole liet Fed-voorzitter Powell niets aan duidelijkheid te wensen over, inflatiebestrijding heeft absoluut prioriteit. Zelfs als dat ten koste gaat van economische groei en de arbeidsmarkt. En daarmee pijn zal betekenen voor huishoudens. Powell trok lessen uit de jaren

¹ Rendementen in lokale valuta.

zeventig, toen de prijzen ook de pan uit rezen en citeerde onder andere Paul Volcker, de voormalige Fed-voorzitter die in 1980 de officiële rente tot maar liefst 20% verhoogde. De hoge inflatie nu is een gevolg van aanbodrestricties en van uitbundige vraag. En aan dat laatste kan en zal de Fed iets doen om de inflatie af te remmen. Nu krachtig ingrijpen zal even pijn doen, maar voorkomt grotere problemen op een later moment als bedrijven en huishoudens het vertrouwen in de Fed zouden verliezen en inflatieverwachtingen oplopen. Dus is de Fed op weg naar een restrictief monetair beleid. Na een voorzichtige eerste stap in maart zijn de rentestappen van de Fed groter geworden; 0,75%-punt in juni en in juli. Voor september sloot Powell een derde stap van die grootte niet uit. Beleggers twijfelen nog tussen 0,5%-punt en 0,75%-punt. Maar duidelijk is wel dat de Fed de rente verder zal verhogen, ook als dat leidt tot lagere groei. En zich voorlopig niet al te veel van financiële markten zal aantrekken. Sterker nog, enige zwakte op aandelenmarkten, oplopende kapitaalmarktrentes en hogere kredietopslagen op bedrijfsobligaties zal door de Fed worden verwelkomd. Dan hoeft de Fed niet al het werk alleen te doen middels het verhogen van de beleidsrente.

Verwachtingen beleidsrentes verder omhoog



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

In Jackson Hole liet ook de ECB van zich horen bij monde van Isabel Schnabel, lid van de Raad van Bestuur (tevens het beleidscomité). En ook Schnabel schaarde zich in het kamp van de haviken, die staan voor streng monetair beleid. Volgens Schnabel vergt onzekerheid over de hardnekkigheid van de inflatie een sterke beleidsrespons. Ongeacht of die inflatie nou vraag- of aanbodgedreven is. Dat laatste is in de eurozone meer het geval dan in de VS vanwege de hoge gasprijzen in Europa, maar ook in de eurozone

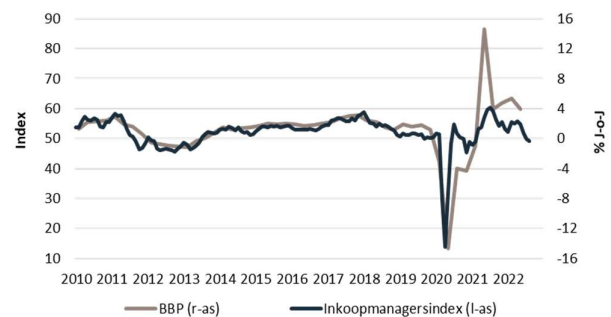
ligt volgens Schnabel het risico op oplopende inflatieverwachtingen op de loer. De ECB heeft de rente tot nu toe één keer verhoogd met 0,5%-punt tot 0%. Voor begin september twijfelen beleggers nog wat tussen een verhoging van 0,5%-punt en 0,75%-punt. Er is inmiddels een redelijke groep beleidsmakers van de ECB die zich hebben uitgesproken voor de grotere stap. De grotere stap lijkt daarmee de meest reële optie.

De conclusie is dat de Fed, de ECB en ook de Bank of England de rente snel verder zullen optrekken. Daarmee is het monetair beleid een negatieve factor voor financiële markten. Voor de Fed worden naar onze mening al te snel weer renteverlagingen verwacht, namelijk in de loop van 2023. De ECB zit in een lastige situatie; hoge inflatie en een snel afkoelende economie. Het is dus mogelijk dat de ECB wat eerder gas zal terugnemen, maar dan moeten de energieprijzen in Europa wel op zijn minst stabiliseren.

Recessie eurozone lijkt onvermijdelijk

Ondertussen stapelen de economische problemen zich op in de eurozone. Het vertrouwen onder consumenten was al ver te zoeken, maar ook producenten zijn somberder geworden. Dat blijkt uit dalende inkoopmanagersindices. Het samengestelde cijfer voor industrie en dienstverlening zakte in augustus verder onder de 50 en duidt daarmee op een krimpende economie.

Somberte inkoopmanagers duidt op krimp eurozone



Bron: Bloomberg, Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Het afkalvende vertrouwen heeft natuurlijk alles te maken met de hoge inflatie. Die steeg in de eurozone tot 9,1% in augustus. In Nederland zelfs tot 13,6%.



Dat werd voor een groot deel veroorzaakt door stijgende energieprijzen, maar de stijging van de kerninflatie (exclusief voedsel en energie) was met 4,3% ook het hoogst sinds het bestaan van de eurozone. Gezien de hoogte van de gasprijzen in de eurozone, verwachten we dat de piek in de inflatie nog niet is bereikt. De leveringen van gas uit Rusland lopen steeds verder terug en zijn onzeker. Voor komende winter weet Europa haar gasvoorraden behoorlijk te vullen, maar als de gasleveringen uit Rusland geheel stoppen, dan ontstaat volgend jaar een penibele situatie.

Bovenop de gascrisis komt nog eens de extreme droogte. Die wordt merkbaar in de landbouw en beperkt transportmogelijkheden over grote rivieren. En daarmee ook vooral in Duitsland de optie om over te schakelen van gas naar kolen voor de elektriciteitsopwekking. In Duitsland daalde de toonaangevende Ifo-index verder in augustus, waarbij vooral de gapende kloof tussen de beoordeling van de huidige situatie en de verwachtingen opviel.

Zeer lage verwachtingen Duitse ondernemers



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

Duitse ondernemers voorzien nu een sterkere verslechtering van de economische situatie dan in 2008 of tijdens de uitbraak van de coronapandemie. Waarbij opgemerkt dat de pandemie als een verrassing kwam en er snel steun voor bedrijven werd opgetuigd. In Frankrijk kunnen kerncentrales niet volop draaien vanwege een gebrek aan koelwater. Een aantal bedrijven die veel gas consumeren, bijvoorbeeld in de chemie, kunstmest of andere energie-intensieve bedrijven, ziet zich inmiddels genoodzaakt de productie in te perken. Hoe groot de impact op de groei precies is, is moeilijk in te schatten. Maar het vergroot wel de kans op een

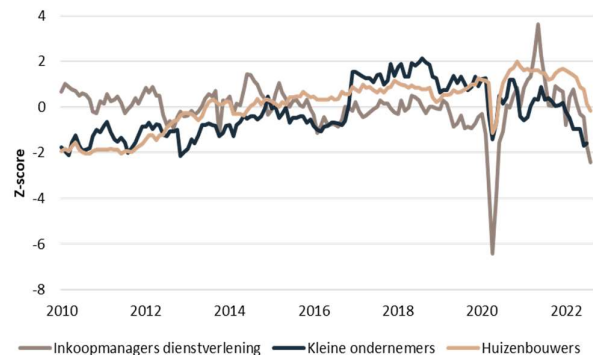
recessie. Een recessie in de eurozone is inmiddels ons basisscenario.

VS: recessie in 2023?

In de VS zijn de problemen minder nijpend. Het vertrouwen onder consumenten is ook laag, maar volgens de meest recente cijfers wel een beetje opgekrabbeld. Door de sterke arbeidsmarkt – in juli stonden tegenover elke werkloze twee vacatures – stijgen de gezinsinkomens flink. Het nominale inkomen uit arbeid met ruim 9% J-o-J in juli. Natuurlijk, ook in de VS is de inflatie hoog. Maar de inkomens weten die inmiddels wel bij te houden. De koopkracht van Amerikanen gaat dus niet achteruit, zoals in de eurozone wel het geval is. Dat verkleint de kans op een recessie, in elk geval op korte termijn.

Toch is niet alles roos en ei. Het vertrouwen onder ondernemers in de dienstensector kelderde in augustus tot 44, wat duidelijk wijst op een recessie. Ook kleine ondernemers en huizenbouwers hebben het moeilijk, wat tot uitdrukking komt in lage vertrouwensindicatoren.

Dalend vertrouwen in de VS



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

De huizenmarkt staat onder druk. Flinkke prijsstijgingen de afgelopen jaren en recent de sterke stijging van hypotheekrentes hebben geleid tot een sterke daling van de betaalbaarheid van woningen. Volgens een index van de Amerikaanse vereniging van makelaars waren woningen sinds 1989 niet zo slecht betaalbaar als nu. Logischerwijs dalen de verkopen, lopen voorraden te koop staande woningen op en staan prijzen onder druk. Een afkoelende woningmarkt leidt direct tot minder woningbouw en daarmee tot lagere economische



groei. Meer indirect is er het vermogenseffect. Stijgende woningprijzen hebben een positief effect op de consumptie, maar dat effect zal wegvallen. Een effect wat overigens niet zo groot is. Een crash op de woningmarkt kan leiden tot een financiële crisis, wat een recessie zou doen verergeren. Maar de kans daarop achten we niet groot.

Gezinsvermogens staan op recordhoogtes. Nou zijn die vermogens zeer scheef verdeeld, maar hypotheekschulden zijn niet hoog. Banken zijn terughoudend geweest met het verstrekken van hypotheekschulden, zeker aan gezinnen met een lage kredietstatus. Dat is een enorm verschil met de huizenzeepbel die in 2007 knapte. Banken hebben ook hogere kapitaalbuffers dan in 2007.

De kans op een recessie in de VS zit hem meer in het agressieve beleid van de Fed wat nodig is om de inflatie te beteugelen. Over het algemeen beginnen renteverhogingen na zes tot negen maanden echt door te werken in de economie. De huizenmarkt loopt wat dat betreft voorop. Dat zou betekenen dat de renteverhogingen rond de jaarwisseling effect beginnen te sorteren. Eerst mondjesmaat omdat het niveau van de rente nog laag is, maar geleidelijk steeds meer vanwege het pad van renteverhogingen dat de Fed tegen die tijd heeft belopen. De negatieve rentecurve, waarbij de tienjaars rente lager staat dan de tweejaars rente, is een teken aan de wand. Dit is een goede voorspeller van een recessie. Dit was in april al even het geval, maar toen duurde het te kort om een duidelijk signaal af te geven. Nu is de rentecurve al sinds begin juli negatief en ook de mate waarin, zo rond 0,3%-punt betekent dat het signaal van een recessie sterker wordt.

China: van locomotief naar aanhangwagen

De economische cyclus in China kan behoorlijk afwijken van die in andere landen. Dat is ook nu het geval. Maar waar China in het verleden nog wel eens als aantrekker van de wereldeconomie wilde fungeren is dat nu niet het geval. De problemen van een crashende huizenmarkt en het *zero-tolerance* coronabeleid zijn groot, maar de bereidheid om te stimuleren niet. En terecht, want dat zou de schuldenproblematiek nog verder kunnen vergroten. Dus is China meer een aanhangwagen geworden, waarbij de export voor groei zou moeten zorgen. Maar nu economische cycli meer synchroniseren,

biedt de export ook minder soelaas. Temeer nu de consumptie in de VS en in Europa is gedraaid van goederen naar diensten. Dat de export uit China onder druk staat is te zien in de inkoopmanagersindices, die laten zien dat de orders voor exportproducten dalen.

De lage groei in China en de groeivertraging in Europa en de VS straalt uit naar opkomende markten. In de meeste landen daalde de inkoopmanagersindex voor de industrie. Vooral in Korea en Taiwan zijn de afgelopen maanden flinke dalingen te zien. Dat heeft te maken met de zeer conjunctuurgevoelige chipsector, maar in het geval van Taiwan natuurlijk ook met de politiek-militaire spanningen tussen het eiland en China. Als de cyclus keert in opkomende markten en de groei verder vertraagt, kan er een einde komen aan de renteverhogingen, temeer dat centrale banken in deze landen daar in een aantal gevallen op tijd mee is begonnen. Maar gezien de hoge inflatie lijkt een ommekeer in het beleid nu nog te vroeg.

Kapitaalmarktrentes weer in de lift

Vorige maand schreven we dat obligatiemarkten zich zorgen maakten over een recessie. Dit vanwege dalende kapitaalmarktrentes. Dan zou er nu weer optimisme moeten heersen, want de rentes zijn weer opgelopen. Noteerde de Amerikaanse rente begin augustus nog 2,6%, inmiddels is dat alweer 3,2%. Daarmee is de piek van 3,5% in juni overigens nog niet bereikt. In het VK is die piek wel gepasseerd en steeg de tienjaars rente in een maand met bijna 1%-punt tot 2,8%. In het VK liep de inflatie in juli op tot 10,1% en stegen de verwachtingen voor de beleidsrente van de Bank of England voor eind dit jaar ook met 1%-punt. In Duitsland was de rentebeweging wat gematigder; 0,7%-punt tot 1,5%. Dit zou kunnen betekenen dat obligatiemarkten uitgaan van sterkere groei, maar het beleid van centrale banken is uiteraard ook van invloed. Langer hoge inflatie en agressiever monetair beleid moest vooral door obligatiemarkten worden verdisconteerd. De hogere korte rentes leggen een hogere bodem onder de tienjaars rente. Dat obligatiemarkten er niet gerust op zijn, komt vooral tot uitdrukking in de rentecurve. We noemden al dat die in de VS fors negatief is. In Duitsland nog niet, maar daar vervlakte de curve wel sterk. Een teken dat obligatiebeleggers zich toch zorgen maken over de groei.



Met de negatieve rentecurve in de VS vormen verdere renteverhogingen een risico voor de tienjaars rente. Er is minder buffer vanuit een verdere vervlakking van de curve. Toch hebben we gekozen om de opbrengst van de verkoop van Amerikaanse aandelen te beleggen in Amerikaanse staatsobligaties. We hebben daarbij een mandje met alle looptijden gekocht, waardoor het renterisico kleiner is dan wanneer we alleen tienjaars obligaties hadden gekocht. We hebben gekozen voor Amerikaanse obligaties, omdat de rente in de VS hoger is en omdat we onze blootstelling aan de Amerikaanse dollar niet wilden verkleinen.

Rentecurves vervlakken



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

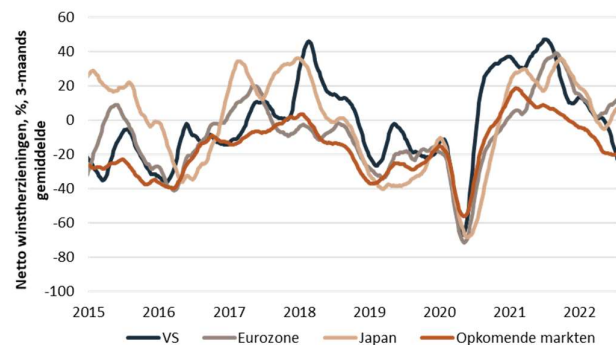
Ook in Duitsland kan de tienjaars rente verder oplopen als de ECB de rente verder verhoogt. De rentecurve kan hier nog wat verder vervlakken wat de schade voor tienjaars obligaties zou beperken, maar een negatieve rentecurve komt in Duitsland minder vaak voor. Vooral als de beleidsrente van de ECB historisch gezien aan de lage kant blijft.

Aandelen verder onderwogen

Het cijferseizoen voor het tweede kwartaal zit erop. Dat bedrijven in de VS en in Europa positief verrasten is geen verrassing, wel dat de verrassing en de winstgroei in Europa ongeveer twee keer zo groot was als in de VS. In Europa groeiden de winsten met 14% ten opzichte van het tweede kwartaal van 2021, wat 10% boven verwachting was, in de VS met 7,7% oftewel 4% hoger dan verwacht. In Japan daalden de winsten met 18%, wat een flinke tegenvaller was.

Ondanks de degelijke cijfers in de VS en Europa zijn we voorzichtig in ons beleggingsbeleid. Vooral in de VS is de dynamiek van de winsten afgezwakt. Analisten verlagen hun verwachtingen voor de komende twaalf maanden en ook de mate waarin dat gebeurt, baart zorgen. Het ging in elk geval in tegen de rally op aandelenmarkten tot midden-augustus. Inflatie blijft een reden tot zorg. Het lijkt erop dat in de VS de piek wel is bereikt, maar dan vooral doordat energieprijzen minder aan de inflatie zullen gaan bijdragen. Onderliggend is de inflatie echter dermate hoog, dat beleggers er naar onze mening onterecht vanuit gingen dat de Fed snel een minder agressieve toon zou aanslaan. We hebben in augustus dan ook besloten om onze allocatie naar Amerikaanse aandelen te verlagen van neutraal naar onderwogen.

Negatieve winstherzieningen in VS en opkomende markten



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

In de eurozone is de winstdynamiek tot nu toe verrassend goed op peil gebleven. Maar dat heeft volgens ons voor een groot deel te maken met de na-ijlende effecten van de heropening. Met een grote kans op een recessie verwachten we dat winsten onder druk komen te staan. We waren al onderwogen aandelen in Europa en hebben dat gehandhaafd. Onze zorgen over de Europese economie en de Europese bedrijfswinsten komen tot uiting in een grotere onderweging voor Europese aandelen dan die in Amerikaanse aandelen.



Marktoverzicht

Aandelen				
	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereldwijd (MSCI AC)	972	-4.2%	-7.5%	-19.6%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	2605	-4.5%	-7.4%	-19.4%
Opkomende markten (MSCI EM)	972	-1.2%	-8.4%	-21.1%
Verenigde Staten (S&P500)	3924	-4.1%	-6.0%	-17.7%
Eurozone (EURO STOXX 50)	3544	-3.8%	-6.6%	-17.5%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7281	-1.7%	-3.3%	-1.4%
Japan (Topix)	1930	0.2%	0.2%	-3.1%
Nederland (AEX)	679	-6.5%	-3.5%	-15.0%
Staatsobligaties (10-jaar)				
	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	3.19	44	28	168
Japan	0.24	7	0	17
Duitsland	1.53	71	29	170
Frankrijk	2.15	74	39	195
Italië	3.56	8	197	251
Nederland	1.86	73	32	188
Verenigd Koninkrijk	2.92	105		195
Bedrijfsobligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	145	1	15	53
Eurozone	205	17	42	110
Hoogrentende obligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	493	47	94	210
Eurozone	585	0		267
Opkomende markten (USD)	511	-9	62	142
Opkomende markten (Lokale valuta)	358	-34	-26	-87
Vastgoed				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereld		-3.8%	-3.0%	-11.5%
Noord-Amerika		-3.5%	-1.6%	-10.6%
Europa		-10.2%	-15.3%	-30.2%
Grondstoffen				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Bloomberg index		1.3%	-10.5%	21.0%
Basismetalen		-4.4%	-18.4%	-17.5%
Brent olie (USD per vat)	93.02	-5.7%	-15.7%	26.0%
Goud (USD per troy ounce)	1713	-3.7%	-8.5%	-6.3%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 5 september 2022

Bron: Bloomberg



Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Negatief
<p>De aandelenrally die half juni begon duurde twee maanden. De rally was gedreven door de hoop op een piek in de inflatie, waardoor centrale banken de rente niet al te ver zouden hoeven te verhogen en de groei redelijk op peil zou blijven. Een zachte landing dus. Degelijke winstcijfers over het tweede kwartaal hielpen ook. Maar half augustus waren er toch tekenen van nog steeds hoge inflatie en teruglopende groei. Bovendien lieten de Fed en de ECB weten voorlopig niet met rentestijgingen te stoppen. Per saldo daalden wereldwijde aandelen met 4% in augustus, geheel gedreven door geïndustrialiseerde landen. Wij waren niet overtuigd dat het ergste achter de rug was en hebben in augustus onze allocatie naar aandelen verder verlaagd door Amerikaanse aandelen te verkopen. Hoewel het recessierisico in de VS lager ligt dan in Europa, is de winstdynamiek wel duidelijker verslechterd. De aandelenrally ging daar volledig tegenin. Amerikaanse aandelen zijn ook rentegevoeliger en duurder dan Europese, hoewel aandelenwaarderingen dit jaar wel zijn gedaald. Onze onderweging in Europese aandelen, die groter is dan in de VS, hebben we gehandhaafd. In Europa is de winstdynamiek verrassend goed op peil gebleven, maar met een grote kans op een recessie, mede door de hoge energieprijzen, denken we dat die nog zal gaan verzwakken.</p>	
Staatsobligaties	Negatief
<p>In augustus liepen tienjaars rentes hard op. In de VS van 2,6% naar 3,2%, in het VK met bijna 1%-punt tot 2,8% en in Duitsland met 0,7%-punt tot 1,5%. Het negatieve maandrendement van bijna 6% voor staatsobligaties uit de eurozone met de hoogste AAA-rating was het slechtste in decennia. De belangrijkste reden voor de rentestijging is het besef dat we voorlopig niet van hoge inflatie en agressieve centrale banken af zullen zijn. Dat blijkt onder andere uit het verloop van de tweejaars rente, die gevoeliger is voor het monetaire beleid. Die is in de VS onafgebroken gestegen sinds januari; in augustus met 0,6%-punt. In Duitsland was de stijging 0,9%-punt en in het VK maar liefst 1,3%-punt. We zijn onderwogen staatsobligaties vanwege het risico op oplopende rentes. We hebben wel een positie genomen in Amerikaanse staatsobligaties met de opbrengst van de verkoop van Amerikaanse aandelen. We wilden onze blootstelling aan de dollar niet verkleinen en bovendien is de rente in de VS hoger. Ook in de VS is er een risico op verder oplopende rentes. Daarom hebben we belegd in een brede index en niet alleen in tienjaars papier. Dat beperkt het renterisico enigszins.</p>	
Bedrijfsobligaties investment grade	Neutraal
<p>In de VS daalde de risico-opslag op investment grade bedrijfsobligaties lichtjes, maar door de stijging van de onderliggende rente op staatsobligaties liep de rente op investment grade toch op. In de eurozone bewogen onderliggende rente en risico-opslag beide omhoog, wat resulteerde in een sterkere rentestijging en dus ook een negatiever rendement. Hoewel bedrijfsobligaties vanuit waarderingsstandpunt redelijk aantrekkelijk zijn, verkiezen we op dit moment om een neutrale wegging te behouden. In tegenstelling tot eerdere periodes met gelijkaardige risico-opslagen, staan centrale banken nu in een verkrappingsmodus. Een recessie is naar onze mening niet volledig verdisconteerd in de risico-opslagen. Bovendien hoeven beleggers, nu rentes op staatsobligaties weer positief zijn, minder op zoek naar rendement.</p>	
Bedrijfsobligaties high yield	Neutraal
<p>In de VS liepen de risico-opslagen wat uit, terwijl ze in de eurozone juist inkwamen. Maar in beide gebieden resulteerde een negatief beleggingsresultaat door oplopende onderliggende rentes. In de eurozone -1,9% en in de VS -2,6%. Augustus was voor deze beleggingscategorie, net als bij aandelen, een maand met twee gezichten. Eerst dalende risico-opslagen, daarna weer stijgend. De hoge rentes, rond de 8% in de VS en 7% in de eurozone, maken hoogrentende bedrijfsobligaties aantrekkelijk vanuit waarderingsoogpunt. Maar het maakt de financiering voor deze bedrijven ook beduidend duurder. Hoewel een negatief scenario met afnemende groei en hoge inflatie voor een groot deel is ingeprijsd, zien we ook neerwaartse risico's, zoals lagere winstgroei en oplopende wanbetalingen.</p>	
Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
<p>Oplopende rentes speelde beursgenoteerd vastgoed in de VS en Europa parten in augustus. In de VS daalde de index met 6%, in Europa met 11%. Daarmee deed vastgoed het slechter dan aandelen. Beursgenoteerd vastgoed staat bekend als een defensieve sector binnen aandelen. Bovendien hebben de kasstromen voor een deel een koppeling met inflatie. Oplopende rentes vormen wel een risico voor deze beleggingscategorie, ook relatief ten opzichte van algemene aandelen. De rentestijging in augustus zette derhalve beursgenoteerd vastgoed onder druk. De waardering van beursgenoteerd vastgoed is gedaald, waardoor we de categorie niet langer als duur zien. We vinden vastgoed nog wel duur ten opzichte van vastrentende categorieën met een vergelijkbare kredietstatus. Los van de onzekerheden omtrent groei, en daarmee de vraag naar vooral winkels en kantoorruimte, vinden we de omgeving van agressieve centrale banken niet geschikt voor beursgenoteerd vastgoed en derhalve hebben wij geen positie hierin.</p>	



Staatsobligaties opkomende markten**Neutraal**

In augustus daalde de risico-opslag op staatsobligaties uit opkomende markten genoteerd in dollars met ongeveer 0,3%-punt, wat wij opvallend vinden gezien het verkrappende beleid van de Fed en de sterke Amerikaanse dollar. Maar ook bij deze obligatiecategorie was de daling van de risico-opslag niet genoeg om een stijging van de onderliggende rente op Amerikaanse staatsobligaties te compenseren. Per saldo resulteerde een negatief rendement van 1,4%. Bij obligaties in lokale valuta was het negatieve rendement 1,1%. Met deze rendementen waren staatsobligaties uit opkomende markten de minst slecht presterende obligatiecategorie. Een rente van ruim 8% voor obligaties in dollars en iets minder dan 7% voor obligaties in lokale valuta is op zich aantrekkelijk. Temeer daar de economieën van deze landen op een aantal punten zijn verbeterd de afgelopen jaren en centrale banken een verstandig monetair beleid voeren. Ze aarzelen niet om de rente te verhogen als oplopende inflatie daartoe aanleiding geeft. Echter, obligaties uit opkomende markten zijn kwetsbaar voor een duurere dollar en stijgende rentes in de VS. Daartegenover staat dat schulden over het algemeen hoog zijn, vooral van overheden. Ook lagere groei in China, die leidt tot minder bedrijvigheid in opkomende markten, vormt een risico. Bovendien is er in opkomende markten een groter risico op hogere inflatie door stijgende voedselprijzen, al vielen deze recentelijk wat terug. Verlichting van de druk kan ontstaan wanneer centrale banken, met name de Fed in de VS, een minder krap monetair beleid gaan voeren. Dit achten wij nu echter nog te vroeg. Vandaar onze neutrale visie.

Grondstoffen**Neutraal**

Grondstoffenprijzen daalden over het algemeen in augustus, waarbij vooral de olieprijs het moest ontgelden. Gedreven door vrees voor een recessie en een mogelijke overeenkomst met Iran over het nucleaire programma daar (wat zou leiden tot meer aanbod van olie uit Iran) daalde de olieprijs met zo'n 10%. Basismetalen verloren 1,6% en goud 3,1%. Europese gasprijzen stegen wel verder. Op 26 augustus werd een record genoteerd van €320 per MWh. Voor de oorlog in Oekraïne was een gasprijs van een tiende van dat bedrag al hoog. Eind augustus was de prijs weer gedaald tot €244 per MWh, maar per saldo resulteerde een stijging van bijna 20% in augustus. Rusland blijft uiteraard de boosdoener aangezien de gasleveranties, al dan niet onder het voorwendsel van onderhoud aan pijpleidingen, steeds verder worden teruggeschoefd. Door de huidige krapte liggen in veel markten de spotprijzen hoger dan de future contracten. Die situatie noemen we backwardation. Aangezien bij beleggen in grondstoffen vrijwel altijd futures worden gekocht, levert backwardation een positief rendement op voor beleggers. Goedkopere futures rollen door de tijd richting de hogere spotprijs. De mate waarin dat nu het geval is, is vrij uniek en levert een stevig positief rendement op. Wij zijn echter wat terughoudender geworden op economische vooruitzichten wereldwijd, mede hierdoor hebben wij in juli onze positie in grondstoffen teruggebracht naar neutraal.

JOOST VAN LEENDERS

Senior beleggingsstrateeg

joost.vanleenders@kempen.nl

06 8283 1189



VAN LANSCHOT KEMPEN ASSET RESEARCH & COMMUNICATION:

Yaela van Raalte – Hoofd ARC
Michel Iglesias del Sol – Hoofd investment strategy
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
Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg
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.