



Visie op asset allocatie

JANUARI 2022

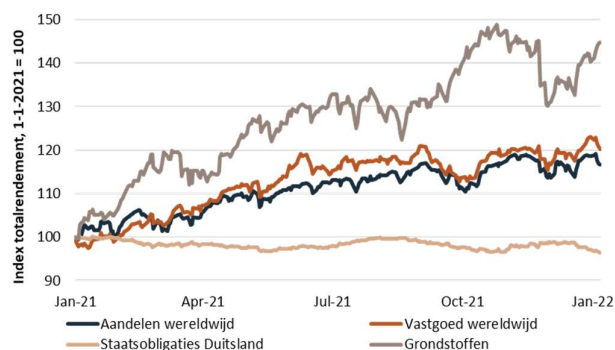
- Omikron: minder ziekenhuisopnames beperkt economische schade
- Minder ruim beleid Federal Reserve zorgt voor schok op obligatiemarkten
- Beleggingsbeleid: deels winst nemen op aandelen

Hoewel de snel oprukkende omikron variant van het coronavirus beleggers even nerveus maakte, sloten aandelenmarkten in december hoger. De wereldwijde aandelenindex van MSCI noteerde een plus van bijna 4%¹. Opkomende markten bleven met 1,6% wederom achter bij geïndustrialiseerde landen die 4,2% stegen. Daarmee werd voor aandelen opnieuw een prachtig jaar afgesloten met een winst van 16,8% voor de wereldwijde index. Overigens wel met grote regionale verschillen. Waar Europese aandelen met een plus van 20,4% nog enigszins in het spoor konden blijven van Amerikaanse aandelen (+26,9%), maakten aandelen uit de Pacificse regio pas op de plaats en noteerden aandelen uit opkomende markten een verlies van 4,6%. De AEX deed het met een winst van 27,7% uitstekend, terwijl Britse aandelen met een stijging van 14,4% wat achterbleven bij de wereldwijde index.

Aandelen wisten obligaties weliswaar ruimschoots te verslaan, maar het was niet de best presterende beleggingscategorie. Die eer was voorbehouden aan grondstoffen, die 27,1% stegen, gedreven door een stijging van de olieprijs met ruim 50% en de koperprijs met ruim 30%. Overigens was het rendement voor beleggers in olie over het algemeen lager, aangezien zij gedurende een groot deel van het jaar geconfronteerd werden met een negatieve

*roll yield*². Wereldwijd vastgoed deed het met een stijging van 23% ook beter dan aandelen, ook met enorme regionale verschillen, van -17,6% voor opkomende markten tot 38,3% voor de VS.

2021: goed jaar voor risicovolle beleggingen



Bron: Bloomberg, VanLanschot Kempfen

De situatie bij vastrentende waarden is vrij uniek. Alleen wereldwijd High Yield bedrijfsobligaties leverden een positief rendement op. Alle andere categorieën (staatsobligaties, Investment Grade en obligaties uit opkomende markten) eindigden in de min. Zulke breed verspreide negatieve resultaten zijn in de voorgaande twintig jaar niet voorgekomen.

¹ Genoemde percentages in de eerste paragrafen zijn in lokale valuta (wereldwijd, Pacific, opkomende markten en grondstoffen in US dollar). Totale rendementen waren hoger vanwege onder andere dividendbetalingen.

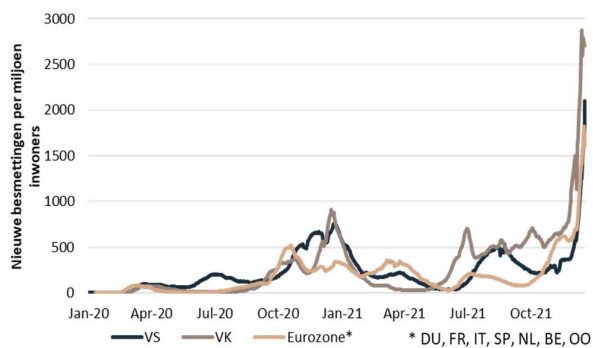
² *Roll yield* ontstaat bij het beleggen in futures. Als futures met een langere looptijd goedkoper zijn dan met een kortere looptijd, ontstaat een positieve *roll yield* en vice versa.

Aandelenmarkten zijn het nieuwe jaar ook optimistisch begonnen. De Amerikaanse S&P500 aandelenindex steeg op de eerste handelsdag van het nieuwe jaar naar een *all time high*. De Europese EURO STOXX aandelenindex klom op de derde dag tot een nieuwe recordhoogte. Echter, rentevrees zorgde ook al voor flinke onrust. Wij houden vast aan onze positieve visie op aandelen. We hebben wel wat winst genomen op onze opgelopen aandelenoverweging, die we weer teruggebracht hebben naar de gewenste positie.

Geleidelijk duidelijkheid over omikron

Volledige duidelijkheid is er nog niet, maar de contouren van omikron worden steeds beter zichtbaar. Wat vooral opvalt, is dat omikron veel besmettelijker is dan voorgaande varianten. Op 3 januari raakten in de VS bijna een miljoen mensen besmet met het coronavirus. Het gemiddelde aantal nieuwe besmettingen over zeven dagen ligt in de VS op ruim 1.600 per miljoen inwoners. Dat is ruim twee keer zoveel als tijdens de voorgaande hoogste golf begin 2021. In Europa slaat omikron vooral hard toe in Frankrijk, Italië, Spanje en het VK. In acht grotere landen in de eurozone ligt de besmettingsgraad gemiddeld vrijwel net zo hoog als in de VS.

Omikron variant leidt tot sterke stijging corona besmettingen



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

De schadelijkheid van omikron is nog niet geheel duidelijk. Tot nu toe stijgen ziekenhuisopnames minder snel dan in eerdere golven, ondanks de snellere toename van het aantal besmettingen. Het lijkt er dus op dat bij omikron een lager percentage van de besmette mensen in het ziekenhuis belandt. Patiënten liggen ook minder lang in het ziekenhuis en hebben een kleinere kans om op de IC te

belanden. Dat kan komen doordat de omikron variant zelf minder schadelijk is, maar komt ook door hogere vaccinatiegraden dan tijdens eerdere golven en boosterprikken, die inmiddels behoorlijk op stoom zijn gekomen. Maar het is nog te vroeg om daar ferme conclusies aan te verbinden. En als het aantal besmettingen blijft stijgen zoals de afgelopen dagen, dan is er nog steeds een grote kans dat de zorg weer wordt overspoeld. Gelukkig is er positief nieuws over medicijnen tegen corona, wat de druk op de zorg beperkt kan houden.

Overheden zijn over het algemeen terughoudend met het nemen van nieuwe lockdown maatregelen. Oostenrijk en Nederland zijn de enige westerse landen waar harde lockdowns zijn doorgevoerd. Vooral in de VS is de animo voor nieuwe maatregelen laag. Dat houdt de economisch schade beperkt. De Chinese overheid daarentegen houdt vast aan haar *zero-tolerance* beleid ten aanzien van corona. Zelfs met lage aantallen besmettingen zijn enkele zeer strenge regionale lockdowns ingevoerd. Dat kan negatieve gevolgen voor de economie hebben.

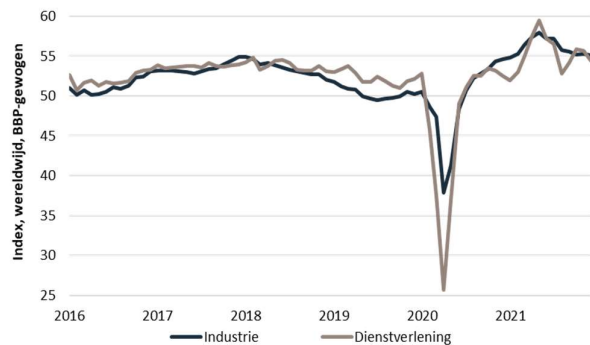
Groei of toch krimp?

De grote vraag is of schade van de omikron golf zodanig groot is dat economieën weer gaan krimpen, of dat er groei blijft. Wij denken dat laatste, hoewel het voor de eurozone in het eerste kwartaal kantje boord zal zijn.

Ten eerste wijzen de meeste economische indicatoren nog op groei. Dat geldt vooral voor inkoopmanagers voor de industrie. Het wereldwijde gemiddelde waarbij we alle landen waarvoor een inkoopmanagersindex beschikbaar is wegen met het Bruto Binnenlands Product van dat land, daalde in december heel licht naar 55,1. Elk niveau boven de 50 duidt op groei en 55 zelfs op stevige groei. De daling was breed gespreid over geïndustrialiseerde landen, terwijl in de meeste opkomende economieën, waaronder China, juist een stijging te zien was. In de dienstensector was de daling van het vertrouwen groter, maar ook daar is met een wereldwijd gemiddelde van 54,5 sprake van een historisch gezien stevig niveau. In de enquêtes voor deze indicatoren wordt onder andere gevraagd naar levertijden en prijsontwikkelingen. Minder lange levertijden en minder sterke prijsstijgingen duiden op

voorzichtige verbetering in de krapte in productieketens.

Inkoopmanagersindices nog op degelijke niveaus



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Ten tweede zijn de omstandigheden over het algemeen positief voor gezinnen. In verreweg de meeste landen groeit de werkgelegenheid en samen met hogere lonen (vooral in de VS en het VK) leidt dat tot stijgende inkomens. Vermogens van huishoudens groeien ook en er is nog flink wat spaargeld van de afgelopen twee jaar achter de hand. De hoge inflatie zet wel een rem op de koopkracht en de bestedingen, maar we gaan er vanuit dat de inflatie in de loop van 2022 zal gaan dalen. Het vertrouwen onder consumenten daalde in de eurozone wel in december, waarschijnlijk door de omikron golf en wellicht ook door hogere inflatie. Maar consumenten in de eurozone zijn nog wel iets optimistischer dan het historische gemiddelde. In de VS steeg het consumentenvertrouwen juist, zij het van lagere niveaus.

Ten derde is het klimaat voor investeringen positief. Bedrijfswinsten stijgen, dus de middelen om te investeren zijn er. Er is nog steeds krapte in productieketens, dus de noodzaak om te investeren is er ook. Ook krapte op arbeidsmarkten noodzaakt bedrijven om meer te investeren. Lage rentes en een gunstig beursklimaat bieden gunstige financieringscondities voor bedrijfsinvesteringen. De trend in orders voor kapitaalgoederen is dan ook positief in de VS en in Japan. In Duitsland heeft de industrie meer last van krapte, vooral in de autosector. Wat betreft overheidsinvesteringen is in de VS al een omvangrijk pakket voor infrastructuur goedgekeurd. Aanvullende pakketten voor sociale voorzieningen en de klimaattransitie raken steeds verder uit beeld. Maar los van de structurele

implicaties daarvan, heeft de Amerikaanse economie op dit moment geen extra impuls nodig. In de eurozone komen de gelden uit het Next Generation EU fonds, ter waarde van 750 miljard euro, beschikbaar voor de lidstaten. En in China heeft de overheid aangekondigd de economie te zullen stabiliseren middels fiscaal beleid na de problemen in de vastgoedsector.

Al met al verwachten we, na een aarzelend begin in 2022, sterkere groei vanaf het tweede kwartaal.

Minder liquiditeit van centrale banken

De Amerikaanse centrale bank, de Fed, maakte in november al een flinke draai ten aanzien van steunaankopen. Maar tijdens de beleidsvergadering in december kwam daar nog een flinke schep bovenop. Het tempo waarin de steunaankopen worden afgebouwd wordt verdubbeld, zodat de Fed daar al in maart klaar mee is. Fed-voorzitter Powell liet nadrukkelijk de optie open om de rente snel te verhogen na het einde van de afbouw. In het verleden pleitte de Fed altijd voor enige tijd daartussen, om te zien hoe de economie en financiële markten zouden reageren op het afbouwen van de steunaankopen. Uit de notulen van de vergadering bleek bovendien dat er al is gesproken over het verkleinen van de balans van de Fed. Ook daar werd in het verleden langer mee gewacht. De beleidsmakers binnen de Fed voorzien nu ook meer renteverhogingen voor komend jaar. In november ging nog de helft van de leden van het beleidscomité er vanuit dat de rente niet zou worden verhoogd. De mediane voorspelling was één renteverhoging. In december voorzagen tien van de achttien leden drie renteverhogingen, wat in lijn is met de marktverwachtingen. Uit Powell's persconferentie bleek dat de Fed verrast is door de hoge inflatie, maar ook door het snelle herstel op de arbeidsmarkt. Dat herstel zette in december door. Er kwamen weliswaar minder nieuwe banen bij dan verwacht, maar de werkloosheid daalde wel tot 3,9%, wat onder het niveau is wat de Fed op langere termijn houdbaar acht. Bovendien stegen de lonen flink. De krapte op de arbeidsmarkt houdt dus aan.

Voor de ECB was de zaak in december gecompliceerder. In de eurozone is de inflatie ook flink opgelopen, maar minder dan in de VS en bovendien voor een groter deel gedreven door een



stijging van energieprijzen. Daarnaast is de economie meer vertraagd door de delta en omikron golven, sociale beperkingsmaatregelen en krapte in productieketens.

Toch gaat ook de ECB minder obligaties kopen in 2022. In het eerste kwartaal worden de aankopen onder het noodprogramma PEPP al wat teruggeschroefd. Dit programma zal in maart worden beëindigd. Ter compensatie worden de reguliere steunaankopen tijdelijk opgehoogd. In praktijk betekent dit dat de ECB in het eerste kwartaal iets terugschaaft van 80 miljard euro aan steunaankopen per maand, in het tweede kwartaal naar 40 miljard, in het derde kwartaal naar 30 miljard en in het vierde kwartaal naar 20 miljard. Van renteverhogingen wilde ECB-president Lagarde niks weten. Zij ziet inflatie nog steeds als tijdelijk.

Hoewel er veel over een renteverhoging door de Bank of England was gespeculeerd, verraste de centrale bank toch met een renteverhoging in december. De verrassing kwam mede door inconsistente uitingen van beleidsmakers. Voor december was verwacht dat de BoE de rente ongemoeid zou laten, middenin de opkomende omikron golf. Maar de BoE achtte een renteverhoging nodig gezien hoge inflatie en een krappe arbeidsmarkt.

Aanvankelijk waren na de beslissingen van de centrale banken vooral in het VK stijgingen te zien van marktrentes. Maar ook in de eurozone steeg de kapitaalmarktrente wat en liepen risico-opslagen op obligaties van zuidelijke lidstaten wat op. Markten reageerden in eerste instantie schouderophalend op de beslissing van de Fed, terwijl daar toch een veel agressievere toon werd aangeslagen.

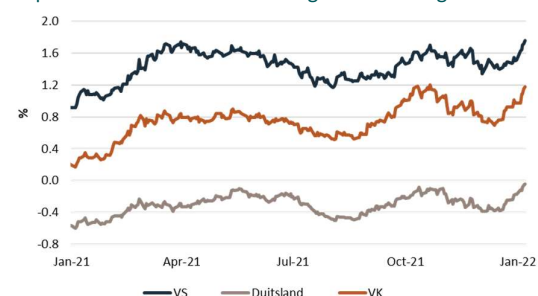
Rentecurves vervalken bij indicaties krappere monetair beleid



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

Opmerkelijk was de vervlaking van de rentecurve in aanloop naar het besluit van de Fed. Korte rentes stegen, maar langere rentes niet. Dat duidt erop dat de obligatiemarkt er vanuit gaat de inflatie tijdelijk is en dat de Fed de rente niet al te ver hoeft te verhogen. Maar obligatiebeleggers zouden ook kunnen denken dat de Fed een fout maakt. Door nu te veel aan de rem te gaan hangen, zou de centrale bank snel op haar schreden moeten terugkeren. Dit is wat aan het eind van 2018 gebeurde. Dat lijkt echter niet waarschijnlijk, aangezien de Fed en markten momenteel niet uitgaan van een forse verhoging van de rente. De meeste verwachtingen gaan uit van renteverhogingen tot 1,5%, waarmee de reële korte rente nog steeds negatief zou zijn. Een andere reden waarom het niet waarschijnlijk is dat de Fed snel bakzeil zal moeten halen, is dat de inflatoire druk nu groter is, waardoor een minder ruim monetair beleid nu passend is. Tegen het einde van 2021 begon de kapitaalmarktrente in de VS en in Duitsland wel weer te stijgen, maar het lukte niet om in de VS de piek van 2021 van 1,74% te doorbreken en in Duitsland boven 0% uit te komen. Deze rentebeweging is deels toe te schrijven aan de omvangrijke uitgifte van Investment Grade bedrijfsobligaties. Dat leidde door het afdekken van rentepositities en herpositionering dat verkopen van Amerikaanse staatsobligaties.

Kapitaalmarktrentes na aarzeling toch omhoog



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

In de eerste week van 2022 lukte het wel om de 1,74% te doorbreken. De publicatie van de notulen van de Fed-vergadering van december, waarin naast het afbouwen van het opkoopprogramma en renteverhogingen ook gesproken werd over het verkleinen van de balans, bracht een schok teweeg. Daarmee is de tien-jaars nominale rente in de VS dit jaar al met 25 basispunten gestegen en de reële

rente zelfs met 32 basispunten. Wij voorzien voor 2022 stijgende rentes, al zal dat met horten en stoten gaan. Maar het betekent wel dat rendementen op obligaties laag of zelfs negatief blijven. Wij blijven terughoudend ten aanzien van staatsobligaties en hebben een flinke onderweging. In andere vastrentende categorieën zijn we neutraal gepositioneerd, met uitzondering van de overweging in Europese High Yield bedrijfsobligaties.

De aandelenrally: hoe lang nog?

De vraag stellen is uiteraard een stuk gemakkelijker dan hem beantwoorden. Overigens geldt die vraag alleen voor aandelen uit geïndustrialiseerde landen. Aandelen uit opkomende markten dalen al trendmatig sinds begin 2021. De MSCI World, de index voor geïndustrialiseerde landen, kende in 2021 een maximale correctie van 5,6%, toen in oktober de delta variant opkwam. Bij de opkomst van omikron was de correctie nog maar 4,7%. Voor grotere correcties moeten we terug naar september en oktober 2020, toen de MSCI World zo'n 8% onderuit ging. Maar in feite is de aandelenrally al aan de gang sinds eind-maart 2020, toen de MSCI World met 34% crashte. Sinds dat dieptepunt zijn de koersen van aandelen uit geïndustrialiseerde landen verdubbeld. In dit herstel lopen de VS voorop met een stijging van 114%, gevolgd door de eurozone met 87% en Japan met 65%. Dat zijn natuurlijk enorme percentages, maar daarbij moet niet worden vergeten dat winsten ook sterk zijn hersteld. Gerealiseerde en verwachte winsten zijn met 50-60% gestegen sinds de dieptepunten in 2020. Dat rechtvaardigt een groot deel van de aandelenrally, vooral in de eurozone en in Japan. In de VS zijn aandelen gemeten naar de koers-winstverhouding nu beduidend duurder dan voor het uitbreken van de coronapandemie. Het verschil tussen de VS enerzijds en Europa en Japan anderzijds is vooral te danken aan de technologie giganten, die juist geprofiteerd hebben van meer thuiswerken en meer online winkelen. We zijn op basis van die hoge waarderingen wat voorzichtiger ten aanzien van Amerikaanse aandelen, waar we een neutrale positie hebben. De hoge waardering en de traditioneel hogere gevoeligheid voor stijgende rentes maakt Amerikaanse aandelen kwetsbaar. Dat werd in de eerste week van het jaar weer eens duidelijk. Maar voor alle regio's geldt dat winsten stijgen en winstverwachtingen naar boven worden bijgesteld.

Daarbij geldt dat de verwachtingen voor de eurozone behoorlijk gematigd zijn. Dat is naast de recent gedaalde koers-winstverhouding een reden dat we onze aandelenoverweging geconcentreerd hebben in Europa. Ten slotte is er nog het risico van omikron. Europa heeft de afgelopen maanden meer geleden onder corona dan de VS. Maar de VS zijn dat nu hard aan het inhalen. Met een lagere vaccinatiegraad en een trager verloop van de boostercampagne twijfelen we of dit al geheel in groeivoorzichten voor de VS is verdisconteerd. Als die verwachtingen omlaag gaan, heeft dat gevolgen voor de winstverwachtingen en daarmee ook voor de hoog gewaardeerde Amerikaanse aandelen.

Kortom, we achten een voortgaande rally in Europa waarschijnlijker dan in de VS.

Beleggingsbeleid: deels winst nemen op aandelen

In ons beleggingsbeleid zijn we overwogen in aandelen. We zien het risico van een minder gunstige mix tussen groei en inflatie. Maar voorlopig denken we dat bedrijfswinsten voldoende sterk zullen zijn om hiervoor te compenseren. We hebben wel meer vertrouwen in Europa dan in de VS. Onze overweging is dan ook geconcentreerd in Europa. We nemen winst op een deel van de overweging. Door de rally in aandelen was onze overweging groter geworden dan we ons ten doel hebben gesteld. We brengen de overweging nu terug naar dat doel.

Aandelenmarkten worden ook gesteund door de ontwikkelingen op obligatiemarkten. De lage rentes maken aandelen relatief aantrekkelijk. De risicopremie op aandelen is te benaderen door het winstrendement (de winst per aandeel ten opzichte van de koers, oftewel omgekeerde van de koers-winstverhouding) te vergelijken met de rente op staatsobligaties. In de VS is die risicopremie op basis van verwachte winsten 2,9%; vrijwel gelijk aan het langjarig gemiddelde. In Europa is de premie maar liefst 6,5%, ruim boven het langjarig gemiddelde. Aandelenbeleggers worden dus beloond voor het nemen van risico. Daarbij komt nog dat het rendementsrisico op obligaties asymmetrisch is. Vanwege lage rentes en een grotere kans op oplopende rentes dan verdere dalingen, is de kans op een laag of negatief rendement groter dan die op een hoog of positief rendement. Dergelijke



overwegingen maken aandelen nog steeds een relatief aantrekkelijke belegging.



Marktoverzicht

Aandelen				
	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereldwijd (MSCI AC)	1226	-0.3%	3.5%	-1.5%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3178	-0.2%	4.3%	-1.7%
Opkomende markten (MSCI EM)	1226	-0.8%	-2.2%	-0.5%
Verenigde Staten (S&P500)	4677	-0.2%	6.3%	-1.9%
Eurozone (EURO STOXX 50)	4306	0.7%	5.1%	0.2%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	7485	2.0%	5.8%	1.4%
Japan (Topix)	1996	0.3%	2.9%	0.2%
Nederland (AEX)	788	-2.2%	1.4%	-1.2%
Staatsobligaties (10-jaar)				
	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	1.76	29	19	25
Japan	0.14	8	7	7
Duitsland	-0.04	33	14	13
Frankrijk	0.29	31	13	9
Italië	1.15	-4	-44	10
Nederland	0.06	29	11	8
Verenigd Koninkrijk	1.18	45	10	21
Bedrijfsobligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	92	-3	7	0
Eurozone	94	-4	8	-1
Hoogrentende obligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2021 (bp)
Verenigde Staten	298	8	5	15
Eurozone	306	-26	-14	-12
Opkomende markten (USD)	369	1	10	0
Opkomende markten (Lokale valuta)	327	-19	-37	-14
Vastgoed				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Wereld		-1.1%	6.7%	-2.1%
Noord-Amerika		0.0%	11.1%	-2.9%
Europa		-1.5%	4.6%	-1.9%
Grondstoffen				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2021
Bloomberg index		4.8%	-1.0%	2.1%
Basismetalen		5.3%	4.0%	0.9%
Brent olie (USD per vat)	81.75	8.9%	2.5%	5.1%
Goud (USD per troy ounce)	1797	0.7%	2.2%	-1.7%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 8 januari 2022

Bron: Bloomberg



Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Positief
<p>Waarderingen van aandelen zijn dit jaar al behoorlijk gedaald. Maar daarmee zijn aandelen nog niet goedkoop. Wereldwijd noteren aandelen op basis van de voorwaartse koers-winstverhouding 9,6% boven het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar en bijna 25% boven het gemiddelde van de afgelopen twintig jaar. Amerikaanse aandelen zijn duurder dan Europese aandelen of aandelen uit opkomende markten. Japanse aandelen zijn redelijk goedkoop. De waardering van Amerikaanse aandelen is bovendien recentelijk minder afgenomen dan die in andere regio's. Aandelen zijn, wat betreft rendement en risico, wel aantrekkelijk ten opzichte van staats- en bedrijfsobligaties. Lagere groei, hogere inflatie en minder liquiditeit vanuit centrale banken zullen in 2022 een minder gunstig klimaat vormen voor aandelen dan in 2021. De groei lijkt wat gunstiger uit te pakken voor de VS, maar inflatie en monetair beleid zijn positiever voor Europa. Waarde-aandelen, die doorgaans positief reageren ten opzichte van groeiaandelen bij stijgende rentes, hebben recent nauwelijks van de rentestijging geprofiteerd. Deze aandelen zijn ook oververtegenwoordigd in sectoren die veel last hebben gehad van de coronapandemie. We denken dat de stijrotatie richting waarde-aandelen nog moet komen. Onze overweging bestaat geheel uit Europese aandelen, waar waarde-aandelen sterker zijn vertegenwoordigd. Aandelen uit opkomende markten zijn aantrekkelijk gewaardeerd ten opzichte van de VS, maar er is niet veel verschil ten opzichte van Europa of Japan. In een afkoelende wereldeconomie en met negatieve risico's rond de Chinese economie houden we vast aan een neutrale positie.</p>	
Staatsobligaties	Negatief
<p>Centrale banken in de VS en het VK hebben de afgelopen maanden een flinke draai gemaakt richting afbouw van het zeer ruime monetaire beleid. In het VK is de rente al één keer verhoogd. In de VS worden de steunaankopen versneld afgebouwd en voorziet een meerderheid van de leden van het beleidscomité van de Fed drie renteverhogingen dit jaar. De ECB is nog voorzichtiger, maar zal in 2022 het tempo van de steunaankopen ook flink verlagen. Toch zijn kapitaalmarktrentes nog zeer laag. Zeker als ook de positieve groeivoorzichten en de inflatieontwikkeling in ogenschouw worden genomen. In de VS lijkt de rente op weg om de piek van 2021 van 1,74% te passeren en in Duitsland zal de rente wellicht binnen afzienbare tijd weer eens positief zijn. Als de tien-jaars rente in het VK (nu 1,07%) de piek van 1,2% van vorig jaar weet te passeren, zou dat het hoogste niveau zijn sinds maart 2019. Met minder ruim monetair beleid, positieve groeivoorzichten en geleidelijk dalende inflatie, voorzien we licht stijgende kapitaalmarktrentes. Met de huidige lage rentestanden, betekent dat lage of negatieve rendementen op staatsobligaties. We denken dat de opwaartse druk op de rente in de VS het grootst is.</p>	
Bedrijfsobligaties Investment Grade	Neutraal
<p>Na de flinke stijging in november daalden risico-opslagen op Investment Grade bedrijfsobligaties weer in december; met 7 basispunten in de VS en 13 basispunten in de eurozone. In de VS was de daling van de risico-opslag net iets groter dan de stijging van de onderliggende rente op staatsobligaties, waardoor de rente op Investment Grade per saldo iets daalde. In de eurozone steeg de rente op Investment Grade marginaal. Ondanks positieve rendementen in november en december is het jaarrendement over 2021 voor Investment Grade negatief, zowel in de VS als in de eurozone. Bedrijven in deze categorie zijn over het algemeen winstgevend en financieel gezond. Wanbetalingen zijn laag. Hoewel de kredietopslagen beperkt zijn, verwachten we geen significante toename. Vooral niet in de eurozone. De economische vooruitzichten blijven degelijk tot goed. Hoewel het tempo van steunaankopen door de ECB waarschijnlijk zal afnemen in 2022, blijft de ECB obligatiemarkten wel steunen. Ook de Amerikaanse Fed is behoedzaam met het terugschalen van haar stimulerend beleid. Toch kan de afbouw van het obligatie-opkoopprogramma kredietopslagen in de loop van 2022 wat hoger duwen. Onze neutrale visie reflecteert vooral dat we geen grote bewegingen in risico-opslagen voorzien. Het risico op hogere onderliggende kapitaalmarktrentes komt tot uiting in onze onderweging van staatsobligaties.</p>	
Bedrijfsobligaties High Yield	Positief
<p>Kredietopslagen in het High Yield segment kwamen sneller in dan die in het Investment Grade segment, wat logisch is gezien de grotere volatiliteit van deze obligaties. In december was dus sprake van een positief rendement. Ook voor geheel 2021 was het rendement positief, waarmee High Yield de enige positieve uitzondering is binnen de vastrentende waarden. Kredietbeoordelaars hebben hun verwachtingen omtrent wanbetalingen stelselmatig naar beneden bijgesteld. Wij denken dat het huidige economisch herstel voldoende zal zijn voor verdere neerwaartse aanpassingen in die verwachtingen. Vandaar dat we de huidige kredietopslagen van High Yield momenteel nog als licht aantrekkelijk beoordelen, met een voorkeur voor Europa vanwege lagere kredietrisico's. In de eurozone ligt de verhouding tussen de High Yield opslag en de kredietopslag van Investment Grade bedrijfsobligaties boven het vijfjarig gemiddelde.</p>	



Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
<p>Wereldwijd was de stijging van beursgenoteerd vastgoed met 6,0% in december groter dan bij aandelen (3,9%). Beursgenoteerd vastgoed profiteerde meer van het positievere klimaat in het algemeen, bij een beperkte rentestijging. Regionaal noteerden de VS de grootste stijging met ruim 8%. Het dichtst in de buurt daarbij kwam het VK met 3,6%, terwijl prijzen van beursgenoteerd vastgoed in opkomende markten per saldo vrijwel onveranderd waren. Dat was wel een verbetering na drie maanden op rij met dalingen. Sectoren zoals logistiek, datacenters en opslagruimtes leiden de weg voor het herstel in geïndustrialiseerde landen ondanks de hoge waarderingen van deze sectoren. Gesteund door ontwikkelingen van meer online winkelen en thuiswerken is de bezettingsgraad zeer hoog. De drang van bedrijven om te gaan opereren met hogere voorraadniveaus biedt hier verdere steun. De hogere rente in de VS, na het jaareinde, zette deze groeisectoren binnen vastgoed wel onder druk. Winkelvastgoed blijft achter gegeven de onzekerheden omtrent de omikron variant gecombineerd met de impact op lange termijn van online winkelen. Bij kantoren zijn er vraagtekens rondom de lange termijn gevolgen van meer thuiswerken. Echter is de verwachting dat de vraag naar A-locaties groot zal blijven en dat de benodigde ruimte per werknemer op kantoor zal toenemen. 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
<p>In deze beleggingscategorie stal Turkije wederom de show, zij het op negatieve wijze. Een centrale bank die de rente verlaagt terwijl de inflatie de pan uit rijst, valt niet goed op financiële markten. De Turkse lira is hard onderuit gegaan, verzekeringspremies op Turkse staatsobligaties zijn fors opgelopen, net als de kapitaalmarktrente. In december steeg de Turkse lange rente met maar liefst 305 basispunten tot ruim 23%. Gelukkig handelen centrale banken in andere opkomende landen verstandiger. In 2021 hebben centrale banken in onder meer Rusland, Polen, Tsjechoï, Zuid-Afrika, Zuid-Korea, Brazilië en Mexico de rente verhoogd. Rentestijgingen lijken nu grotendeels door de markt verdisconteerd. In december daalde de rente op obligaties in lokale valuta voor de tweede maand op rij, nu met 5 basispunten. Obligaties in harde valuta lieten een rentedaling zien van 13 basispunten, vanwege lagere risico-opslagen. Ondanks de snelle wijziging in de vooruitzichten ten aanzien van het monetaire beleid in de VS, vinden we de beperkte reactie van obligaties in dollars van opkomende markten op de recente rentestijging in de VS bemoedigend. Opkomende landen staan er beter voor dan tijdens de <i>taper tantrum</i> in 2013 en markten zijn beter voorbereid, wat de kans op onrust in deze markten verkleint. We vinden de rentevergoeding aantrekkelijk. Risico-opslagen op obligaties in dollars zijn relatief minder krap dan bij Investment Grade en High Yield obligaties. De afbouw van opkoopprogramma's door de Amerikaanse centrale bank is een risico, vanwege mogelijk hogere rentes en een sterkere dollar. Daarbij leidt de afkoelende Chinese economie tot minder bedrijvigheid in opkomende markten.</p>	
Grondstoffen	Positief
<p>De overweging in grondstoffen is geheel geïmplementeerd met goud. Goud heeft een diversifiërende rol in de portefeuille. Deze rol is traditioneel voorbehouden aan staatsobligaties, maar dat wordt met de hele lage rentes moeilijker. Hoewel obligaties hun waarde als kapitaalbeschermer in een gespreide portefeuille in november toch weer bewezen. Goud kent natuurlijk een veel hoger risico dan staatsobligaties, dus hebben we een beperkte overweging. In 2021 was de beschermende rol van goud niet nodig. Vastgoed, grondstoffen en aandelen boekten fraaie resultaten, waardoor beleggers goud links lieten liggen en de prijs met 3,5% daalde. Op korte termijn reageert de goudprijs sterk op de reële rente in de VS. Een lage reële rente is goud voor de goudprijs. Sinds de zomer heeft goud echter niet geprofiteerd van de lage reële rente. De huidige stand van die rente impliceert opwaarts potentieel voor goud. Dat was in december deels gerealiseerd met een stijging van de goudprijs van 3,0%. Grondstoffen veerden in december weer op, vooral gedreven door hogere olieprijs. De OPEC-landen en Rusland houden vast aan geplande productieverbodingen, maar beleggers twijfelden of dat genoeg is als de vraag naar olie blijft toenemen. Bovendien zijn er twijfels of alle OPEC-landen wel aan die hogere productieplannen kunnen voldoen. Gezien de onzekerheden omtrent economische vooruitzichten, weersomstandigheden en productie en het feit dat de olieprijs nog altijd hoog is, vergeleken met de niveaus van de afgelopen jaren, zien we dit niet als een instapmoment.</p>	

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

Luc Aben – Hoofdeconoom Van Lanschot

Nikesh Patel – Hoofd investment strategy UK

Alastair Greenlees – Senior beleggingsstrateeg

Arif Saad – Senior beleggingsstrateeg

Duco Smit – Senior beleggingsstrateeg

Jorn Veeneman – Beleggingsstrateeg



Mees Vlasveld – Beleggingsstrateeg



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.