



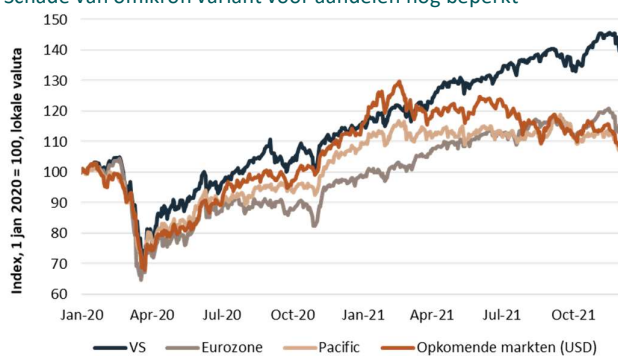
Visie op asset allocatie

DECEMBER 2021

- Omikron zorgt voor nieuwe onzekerheid, maar er is perspectief
- Sterke afname obligatie-opkopen centrale banken in 2022
- Beleggingsbeleid ongewijzigd; overweging aandelen gehandhaafd

Gedurende het grootste deel van november leken aandelenbeurzen weer op weg naar een positief maandresultaat. Hoge inflatie en centrale banken die daar wellicht met een minder ruim monetair beleid op zouden moeten reageren, haalden de vaart er wel wat uit, maar het was niet genoeg om de opwaartse trend te keren. Totdat de nieuwe omikron variant van het coronavirus roet in het eten gooide. Daarover is nog veel onbekend, maar de schade op aandelenmarkten is tot nu toe beperkt.

Schade van omikron variant voor aandelen nog beperkt



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempfen

De Amerikaanse S&P500 noteert nu geen 5% onder het *all time high* van 18 november. De STOXX 600 stond al wat meer onder druk en verloor bijna 6% ten opzichte van het niveau van half november. De AEX verloor ook zo'n 6% ten opzichte van het record van 17 november. Uiteindelijk gingen Amerikaanse aandelen nog met een plusje de maand november

uit, terwijl aandelen uit opkomende markten, de eurozone, het VK en Japan 3 tot 4% moesten inleveren. Risico-opslagen op bedrijfsobligaties liepen op, vooral die bij de risicovollere High Yield obligaties. Bij bedrijfsobligaties bleef de schade dan weer beperkt doordat de onderliggende rente op staatsobligaties in de VS en Duistland daalde. Ondanks de lage rente deden staatsobligaties dus wel hun werk als kapitaalbeschermer in een gediversifieerde beleggingsportefeuille. In de categorie obligaties van opkomende markten trok vooral Turkije de aandacht. Daar steeg de kapitaalmarktrente zelfs boven de 20%. De onzekerheden rond de omikron variant zijn groot. We weten echter onvoldoende om ons beleggingsbeleid nu fundamenteel te wijzigen. We voeren dan ook geen wijzigingen door.

Omikron: Grieks voor onzekerheid?

Ja, omikron staat in dit geval wel voor veel onzekerheid, maar het is toch gewoon een letter in het Griekse alfabet. Komt niet na delta overigens. Maar sommige varianten zijn geen reden tot zorg en krijgen daardoor weinig aandacht. De letter 'nu' viel af omdat de nieuwe variant nog wel even zal blijven en de letter 'xi' om politieke redenen. Maar goed, we weten nog niet zo veel van omikron. Wel dat het veel meer mutaties heeft dan delta, waardoor er kans is dat bestaande vaccins minder goed werken. Omikron lijkt ook besmettelijker dan delta, maar wellicht minder schadelijk. Nou is het zo dat hogere

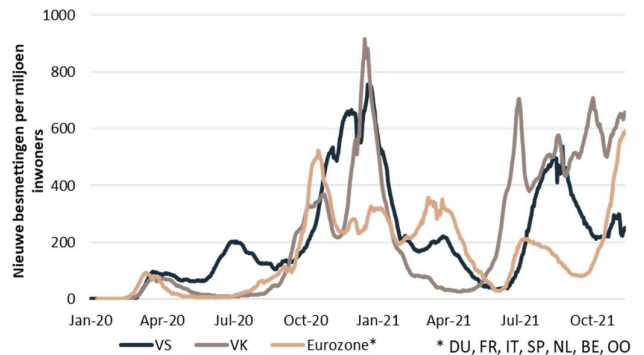
besmettelijkheid en minder schadelijkheid (het percentage besmette mensen dat in het ziekenhuis beland) toch al gauw leidt tot meer ziekenhuisopnames, vanwege het exponentiële karakter van de besmettingen. Maar dat is dus afwachten.

We weten wel dat de vaccinatiegraden in de geïndustrialiseerde landen behoorlijk hoog zijn. Dus ook als de effectiviteit van de vaccins wat afneemt, is er toch nog redelijk wat bescherming. Verder weten we dat economieën beter leren omgaan met het coronavirus. Creatieve ondernemers vinden manieren om hun bedrijfsactiviteiten toch zoveel mogelijk voort te zetten. Overheden zijn ook terughoudender met strenge lockdown maatregelen, vooral vanwege de grote aantallen gevaccineerde mensen. Het kan zijn dat er te terughoudend wordt gereageerd op omikron. Dat weten we nu gewoon nog niet. Ten slotte weten we dat er perspectief is. De farmaceutische bedrijven Pfizer/BioNTech en Moderna hebben al laten weten hun vaccins snel te kunnen aanpassen als dat nodig is. En de productiecapaciteit is groot. Natuurlijk, het kan enkele maanden duren voordat eventuele aangepaste vaccins in armen worden geprikt, maar er is wel perspectief dat dit gaat komen. Bovendien zijn de ontwikkelingen rond virusremmers, die besmette patiënten moeten behoeden voor ernstige klachten, hoopgevend. Aandelenmarkten draaien zo'n beetje op perspectief, dus enorme dalingen als in maart 2020 liggen niet voor de hand.

Economisch momentum

Gelukkig had de wereldeconomie een zelfstandig momentum opgebouwd voordat de omikron variant opdook. Veel economieën zijn beland in een herstelfase waarbij toenemende consumptie leidt tot groeiende productie en investeringen en toenemende werkgelegenheid. Dat leidt weer tot inkomensgroei, waardoor consumenten op hun beurt weer meer kunnen besteden. Maar ook in dit plaatje weet het coronavirus weer voor verrassende wendingen te zorgen. Nog geen twee maanden geleden keken we met zorgen naar de VS, waar de delta variant tot een grote golf aan besmettingen leidde. Hoewel er nauwelijks lockdown maatregelen werden genomen, zorgde dat er toch voor dat de groei vertraagde.

Eurozone en VK hard getroffen door delta variant



Bron: Refinitiv, VanLanschot Kempen

In Europa leek het virus juist onder controle. Het verschil tussen de VS en Europa zou komen door de lagere vaccinatiegraad in de VS en wellicht ook door een minder gezonde Amerikaanse bevolking. Maar ondertussen zijn de rollen juist omgedraaid. In de VS zijn de besmettingen flink gedaald, terwijl ze in Europa zeer snel zijn opgelopen. Vorige maand meldden we nog dat de economie van de eurozone sneller was gegroeid dan die in de VS, maar dat gaat de eurozone in het laatste kwartaal van dit jaar en wellicht ook in het eerste kwartaal van 2022 niet volhouden. Waarbij wel de aantekening dat ook in de VS met kouder weer de besmettingen weer wat op lijken te lopen.

Maar nu zien we dus dat het momentum in de VS sterker is dan in Europa. Dat is misschien wel het duidelijkst te zien op de arbeidsmarkt. In de afgelopen maanden kwamen er in de VS gemiddeld bijna 670.000 nieuwe banen bij per maand. In normale tijden is elke werkgelegenheidstoename van meer dan 200.000 veel. Daardoor is de werkloosheid alweer gedaald naar 4,6%. Ondanks dat de werkloosheid nog iets hoger is dan voor de pandemie, is er krapte ontstaan op de arbeidsmarkt. Elke werkloze kan theoretisch kiezen uit bijna 1,4 vacatures. Het aantal aanvragen voor nieuwe werkloosheidsuitkeringen daalde midden november tot het laagste niveau sinds 1969. De uurlozen stijgen dan ook snel, in oktober met 5,8% J-o-J. Dan lijkt een stijging van de nominale gezinsinkomens met 5,9% J-o-J niet zo veel, zeker als de inflatie net zo hoog is. Maar dat komt doordat allerlei tijdelijke inkomenssteun (die overigens vooral is gespaard) afloopt. Het inkomen uit arbeid stijgt met bijna 10% J-o-J, wat positief is voor de consumptie. Hoge inflatie is wel een minpuntje wat het toch al matige

vertrouwen onder consumenten verder onder druk zet.

In de eurozone is de situatie op dit moment minder positief. Het consumentenvertrouwen staat onder druk door de golf van coronabesmettingen en oplopende inflatie. In de industrie zijn ondernemers nog behoorlijk optimistisch, al zijn snelle prijsstijgingen wel reden tot zorg. De lockdown maatregelen die nu in verschillende landen zijn ingevoerd, kunnen ertoe leiden dat de groei in het laatste kwartaal van dit jaar stilvalt. Maar als ook deze virusgolf weer afneemt, geeft dat ruimte om later juist weer wat sneller te groeien.

Oeps, inflatie toch niet zo tijdelijk

Het woord rondom inflatie was de afgelopen maanden *transitory*. Vooral Fed-voorzitter Powell liet geen gelegenheid voorbijgaan om te zeggen dat inflatie *transitory* was, oftewel tijdelijk. Toch kondigde hij begin november aan dat de Amerikaanse centrale bank haar steunaankopen behoorlijk snel zou gaan afbouwen. De Fed is daar in november mee begonnen. Per maand wordt 15 miljard dollar afgebouwd, waarmee de Fed acht maanden nodig heeft om het huidige programma van 120 miljard aan obligatie-opkopen per maand geheel te beëindigen. Maar de persconferentie waarop dit werd aangekondigd was nog maar net afgelopen, of beleidsmakers van de Fed, waaronder de vicevoorzitter, buitelden over elkaar heen om te pleiten voor een snellere afbouw. Daarmee zou sneller optionaliteit in het beleid gebracht worden. Lees: de rente zou eerder kunnen worden verhoogd als dat nodig is. Wellicht was inflatie toch niet zo *transitory*? Toen Powell op 30 november voor het Congres moest verschijnen (de Fed-voorzitter legt twee keer per jaar verantwoording af voor het gevoerde beleid), vond hij het ook tijd om afscheid van het woordje *transitory* te nemen. Dit alles nadat de inflatie bleek te zijn opgelopen tot 6,2% in oktober. Inflatie maatstaven die beter de onderliggende trend weergeven zijn ook verder toegenomen. De marktverwachtingen voor het Fed-beleid zijn de afgelopen weken dan ook flink verschoven. Eerst verschoof de eerste verwachte renteverhoging naar juni/juli 2022 en uiteindelijk werden zelfs drie renteverhogingen voor 2022 verdisconteerd. Maar ook hier heeft de omikron variant de markt snel beïnvloed. Gezien het risico dat

een omikron-golf leidt tot lagere groei, worden ook minder renteverhogingen verwacht. Wat betreft de afbouw van het opkoopprogramma hebben beleidsmakers van de Fed duidelijk gemaakt dat ze het tempo gaan versnellen, ondanks omikron. Beleidsmakers vinden de situatie in elk geval niet ernstig genoeg om de afbouw uit te stellen. Voor ons laat dit maar weer eens zien hoe moeilijk voorspellingen zijn in de huidige unieke situatie. Als een centrale bank overweegt beleid al te herzien voor het goed en wel is begonnen, dan is er wel iets bijzonders aan de hand. Het ziet er naar uit dat de inflatie aan het dalen is als de Fed haar obligatie-opkoopprogramma heeft afgerond. Dus wellicht neemt de centrale bank dan even de tijd om te kijken hoe de economie en financiële markten het doen zonder steunaankopen alvorens de rente te verhogen.

Voor de ECB zijn alle verwachtingen voor renteverhogingen in 2022 verdwenen. Een renteverhoging in 2022 leek al niet zo waarschijnlijk en de ECB had al flink tegengas gegeven in verschillende toespraken. Omikron deed de rest. Toch kwam de inflatie in de eurozone in november duidelijk hoger uit dan verwacht. De totale inflatie liep op tot 4,9% en de kerninflatie tot 2,6%. Dat is boven het doel van de ECB, ook al heeft de ECB dat doel onlangs wat opgerekt. Hogere inflatie kan ertoe leiden dat het nood-opkoopprogramma PEPP, dat in maart afloopt, niet wordt vervangen. Daarmee zouden de obligatie-opkopen door de ECB in maart fors afnemen. Maar ook als het wegvallen van PEPP deels wordt gecompenseerd door aankopen in het reguliere programma, zal de ECB in 2022 minder obligaties kopen. Voor de Bank of England is de eerste renteverhoging verschoven van december naar februari.

Hoewel centrale bankiers hun visies snel moeten aanpassen in uitzonderlijke omstandigheden en de communicatie niet altijd vlekkeloos verloopt, maken ze het over het algemeen nog niet zo bont als de Turkse centrale bank. Onder druk van president Erdogan, die van mening is dat hoge rentes juist leiden tot hoge inflatie, verlaagde de centrale bank de rente in september van 19% naar 18%, in oktober naar 16% en in november naar 15%. Dit terwijl de inflatie is opgelopen van gemiddeld 12,3% in 2020 tot 20% in oktober dit jaar. Turkije geldt al jaren als kwetsbare economie, met een sterk krediet gedreven groei, een tekort in de handel met het buitenland, een



relatief hoog aandeel schulden genoteerd in buitenlandse valuta en lage deviezenreserves. De recente capriolen van de centrale bank hebben hun uitwerking op de Turkse lira en de obligatiemarkt niet gemist. De waarde van de lira is geduikeld. Begin september moesten Turken nog 8 lira voor een Amerikaanse dollar neertellen, inmiddels is dat al ruim 13. Terwijl de centrale bank de rente verlaagde, liep de lokale kapitaalmarktrente op tot boven 20%, het hoogste niveau sinds 2018.

Turkse centrale bank verliest vertrouwen markten



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

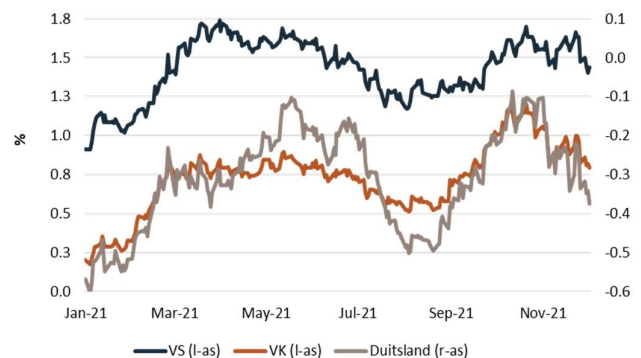
Verzekeringspremies op Turkse staatsobligaties stegen met 25 tot 30%, afhankelijk van de looptijd. Het broze vertrouwen dat de Turkse centrale bank de afgelopen jaren had opgebouwd, is als sneeuw onder de zon verdwenen. Gelukkig is de Turkse situatie uniek. In veel andere opkomende markten verhogen centrale banken juist de rente nu de inflatie toeneemt. Risico-opslagen op obligaties uit opkomende markten zijn wel opgelopen in november, maar dat heeft meer te maken met corona dan met Turkije. Er is zeker geen sprake van paniek op deze markt.

Rentestijging, maar wanneer?

Wij gaan er nog steeds vanuit dat de kapitaalmarktrente in 2022 in de VS, de eurozone en het VK zal gaan stijgen. Vergeleken met de huidige groei- en inflatiecijfers zijn kapitaalmarktrentes op dit moment extreem laag. Maar financiële markten kijken vooruit en groei en inflatie zullen in de loop van 2022 afnemen. In de VS zal de groei in het vierde kwartaal van 2022 zo'n 3,5% zijn ten opzichte van het laatste kwartaal van dit jaar; in de eurozone rond 3%. Als

problemen in productieketens afnemen, dan kan de inflatie in een gunstig scenario in de VS dalen tot 2,5% en in de eurozone tot 2% aan het einde van 2022. Ook bij zulke groei- en inflatiecijfers zijn kapitaalmarktrentes nog laag. En dan is er, zeker in de VS, vooral een risico op hogere inflatie. Nu liggen kapitaalmarktrentes al lange tijd lager dan de nominale groei. Bij hoge schuldratio's is het drukken van de rente een beproefd middel om schulden betaalbaar te houden en schuldratio's te doen dalen. Het kunstmatig laag houden van kapitaalmarktrentes, door lage rentes van centrale banken en obligatie-opkoopprogramma's, staat te boek als financiële repressie. Dat is mooi voor schuldenaars en aandeelhouders, maar minder mooi voor spaarders en obligatiehouders. En het gaat allemaal goed zolang de inflatie niet oploopt. En tsja, dat is dus precies wat er nu in de VS gebeurt.

10-jaars rentes weer terug bij af



Bron: Refinitiv, VanLanschot Kempen

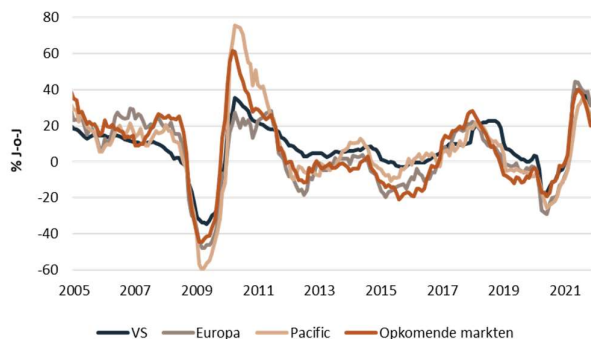
Dus toen centrale banken, vooral in de VS en in het VK, eerst aarzelend maar later steeds duidelijker moesten toegeven dat inflatie minder tijdelijk was dan eerder werd aangenomen, stegen 10-jaars rentes. In de VS van 1,2% begin augustus tot 1,7% in november. Daarmee leek de rente op weg om de piek van dit jaar van 1,74% in maart te doorbreken. In Duitsland werd wel een nieuw hoogtepunt voor het jaar neergezet en bewoog de rente richting 0%. In het VK verdubbelde de rente van 0,6% naar 1,2%. Maar ook hier zorgde corona weer voor een wending. Eerst in de eurozone en het VK, waar de groeivoorzichten verslechterden door de golf met de delta variant. In het VK is de rente terug op 0,8% en in Duitsland op -0,35%. In de VS is de daling recenter, maar zijn we toch ook al gedaald tot 1,4%.

Natuurlijk zijn de vooruitzichten onzekerder geworden met de nieuwe omikron variant. Maar zoals we hierboven aangaven denken we dat de gevolgen minder groot zullen zijn en is er perspectief wat betreft vaccins en medicijnen. In de loop van 2022 zal de vraag naar obligaties door centrale banken flink afnemen. Minder financiële repressie dus. We houden daarom vast aan onze visie dat rentes in 2022 zullen gaan stijgen.

Beleggingsbeleid ongewijzigd

We hebben ons beleggingsbeleid niet gewijzigd. We houden dus vast aan onze overweging 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. In november stegen de gerealiseerde winsten van alle bedrijven in de wereldwijde aandelenindex van MSCI met maar liefst 44% op jaarbasis. In Europa en het VK lagen deze groeicijfers wat hoger dan in de VS, Pacific en opkomende markten. Nou profiteren die gerealiseerde winsten natuurlijk van het feit dat winsten een jaar geleden nog heel laag waren. Maar ook voor de verwachte winsten is het beeld positief.

Snelle groei verwachte winsten



Bron: Factset, Van Lanschot Kempen

De verwachte winst per aandeel stond wereldwijd in november 30% hoger dan een jaar eerder. Regionaal is hier minder verschil te zien. Hierbij past wel de kanttekening dat de vaart wel wat uit die verwachte winstenstijgingen loopt. Maar ook dan blijft het beeld positief en geen reden om een sterke correctie op

aandelenmarkten te verwachten. Het risico blijft toch vooral komen van corona en in de VS ook inflatie.

Inflatie is niet per definitie negatief voor aandelen. Lonen vormen niet alleen een kostencomponent, maar zorgen ook voor vraag naar producten. En in periodes met hogere inflatie is het voor bedrijven gemakkelijker om de prijzen te verhogen. Natuurlijk, als kosten te snel oplopen kan dat winstmarges onder druk zetten, maar een belangrijker effect voor aandelen is via waarderingen. Waarderingen zijn over het algemeen wat minder goed bestand tegen hogere inflatie en hogere rentes. Dat geldt sterker voor groeiaandelen dan voor waarde-aandelen. In de VS achten we het risico op hogere inflatie, en de noodzaak voor de centrale bank om sneller in te grijpen dan nu wordt verwacht, het grootst. En daar zijn groeiaandelen oververtegenwoordigd ten opzichte van Europa.

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 3,1%; gelijk aan het langjarig gemiddelde. In Europa is de premie maar liefst 7,2%, 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 31-12-2020 |
| Wereldwijd (MSCI AC) | 1227 | -3.2% | -2.6% | 12.1% |
| Geïndustrialiseerde landen (MSCI World) | 3088 | -3.2% | -2.0% | 14.8% |
| Opkomende markten (MSCI EM) | 1227 | -3.0% | -6.5% | -5.0% |
| Verenigde Staten (S&P500) | 4513 | -2.2% | -0.2% | 20.2% |
| Eurozone (EURO STOXX 50) | 4179 | -2.4% | -1.1% | 17.6% |
| Verenigd Koninkrijk (FTSE 100) | 7169 | -1.6% | 0.3% | 11.0% |
| Japan (Topix) | 1937 | -5.3% | -2.2% | 7.3% |
| Nederland (AEX) | 791 | -2.6% | 0.1% | 26.6% |
| Staatsobligaties (10-jaar) | | | | |
| | Rente (%) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2020 (bp) |
| Verenigde Staten | 1.40 | -15 | 11 | 49 |
| Japan | 0.07 | -3 | 3 | 4 |
| Duitsland | -0.34 | -24 | 3 | 23 |
| Frankrijk | 0.02 | -25 | 5 | 36 |
| Italië | 0.85 | -4 | -74 | 42 |
| Nederland | -0.20 | -24 | 5 | 29 |
| Verenigd Koninkrijk | 0.82 | -24 | 13 | 62 |
| Bedrijfsobligaties | | | | |
| | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2020 (bp) |
| Verenigde Staten | 101 | 13 | 13 | 5 |
| Eurozone | 105 | 17 | 20 | 13 |
| Hoogrentende obligaties | | | | |
| | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2020 (bp) |
| Verenigde Staten | 333 | 47 | 46 | -27 |
| Eurozone | 346 | 34 | 52 | -12 |
| Opkomende markten (USD) | 387 | 29 | 44 | 35 |
| Opkomende markten (Lokale valuta) | 361 | -7 | -10 | -21 |
| Vastgoed | | | | |
| | | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2020 |
| Wereld | | 1.8% | 2.8% | 28.5% |
| Noord-Amerika | | -1.1% | 1.6% | 35.9% |
| Europa | | 1.1% | -3.0% | 13.6% |
| Grondstoffen | | | | |
| | | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2020 |
| Bloomberg index | | -8.1% | -0.9% | 22.0% |
| Basismetalen | | -2.3% | 1.3% | 25.2% |
| Brent olie (USD per vat) | 68.87 | -17.4% | -1.7% | 36.4% |
| Goud (USD per troy ounce) | 1784 | -0.6% | -1.6% | -5.8% |

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 2 december 2021

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 7,5% boven het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar en ruim 20% boven het gemiddelde van de afgelopen twintig jaar. Amerikaanse aandelen zijn duurder dan Europese of aandelen uit opkomende markten. Japanse aandelen zijn redelijk goedkoop. De waardering van Amerikaanse aandelen is bovendien 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 stijltratie 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>Hoewel de 10-jaars rente in het VK ruim 1% hoger ligt dan in Duitsland, hebben ze sinds medio augustus vrijwel gelijk bewogen. Tot half oktober leek de rente in het VK op weg naar 1,5% en in Duitsland naar positieve waarden. Maar inmiddels is de rente in het VK alweer gedaald naar 0,8% en in Duitsland naar -0,35%, vooral vanwege het opduiken van de omikron variant van het coronavirus en de daarmee gepaard gaande onzekerheden. Deze gelijke tred is opmerkelijk, aangezien de Bank of England duidelijk hintte op een snelle renteverhoging, terwijl de ECB er juist op hamerde dat de rente in 2022 niet zal worden verhoogd. Tegen het einde van november daalde de Duitse rente wel wat sneller dan die in het VK. Gezien de vooruitzichten voor economie, inflatie en monetair beleid voorzien we in beide landen stijgende kapitaalmarktrentes. In de eurozone zal de ECB de rente niet verhogen, maar zal de bank wel minder obligaties kopen. Toch kan het renteverskil tussen het VK en Duitsland wel wat oplopen. De Amerikaanse 10-jaars rente hield de stijging wat langer vast en leek op weg de piek van maart (1,74%) te passeren. Ook hier bleek omikron sterker dan de Fed, die op weg lijkt het opkoopprogramma sneller af te bouwen dan in november werd aangekondigd. De 10-jaars rente sloot november af met een daling van ruim 10 basispunten tot 1,4%. We denken dat de opwaartse druk op de rente in de VS het grootst is.</p> | |
| Bedrijfsobligaties Investment Grade | Neutraal |
| <p>Risico-opslagen op Investment Grade bedrijfsobligaties noteerden in november de grootste maandelijkse stijging van 2021; 12 basispunten in de VS en 21 basispunten in de eurozone. Maar door de couponbetalingen en de daling van onderliggende rentes op staatsobligaties werden nog wel minimale positieve rendementen geboekt van 0,4% in de VS en 0,2% 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 liepen verder op dan die in het Investment Grade segment, wat logisch is gezien het meer risicovolle karakter van High Yield. Ondanks hogere couponrentes bij High Yield hield de beleggingscategorie het net niet droog in november. Het oplopen van de kredietopslagen met 50 basispunten in de VS en 46 basispunten in de eurozone, zorgde voor een negatief rendement van 0,8% respectievelijk 0,3%. 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

Wereldwijd was de daling van beursgenoteerd vastgoed met 2,2% in november net iets kleiner dan van aandelen (-2,5%). Beursgenoteerd vastgoed profiteerde meer van de dalende rentes. Regionaal waren de verschillen opvallend. In Japan werd een verlies genoteerd van ruim 6%, terwijl Europa nagenoeg onveranderd was. Dat was te danken aan het VK, waar de vastgoed index bijna 3% steeg. In de eurozone was juist sprake van een daling van 2,4%. Opkomende markten noteerden wederom een verlies, in november van 2,5%. 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. Winkelvastgoed blijft achter gegeven de onzekerheden omtrent de delta, en nu 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.

Staatsobligaties opkomende markten

Neutraal

In deze beleggingscategorie trok vooral de Turkse centrale bank de aandacht. Een centrale bank die de rente verlaagt terwijl de inflatie de pan uit rijst, viel niet goed op financiële markten. De Turkse lira ging hard onderuit, verzekeringspremies op Turkse staatsobligaties liepen fors op, net als de kapitaalmarktrente. Gelukkig handelen centrale banken in andere opkomende landen verstandiger. In 2021 hebben centrale banken in de grotere opkomende markten al 22 keer de rente verhoogd. In 2020 was nog sprake van 54 renteverlagingen. In oktober verhoogde de Braziliaanse centrale bank de rente met een stevige 150 basispunten, in november volgden Polen met 75 basispunten en Mexico, Zuid-Afrika en Zuid-Korea met 25 basispunten. Rentestijgingen lijken nu grotendeels door de markt verdisconteerd. Na drie maanden met stijgende rente, daalde in November de rente op obligaties in lokale valuta met 11 basispunten. Obligaties in harde valuta lieten wel een rentestijging zien van 28 basispunten, vanwege hogere 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 *taper tantrum* 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.

Grondstoffen

Positief

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. 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 dalende reële rente. De huidige stand van die rente impliceert opwaarts potentieel voor goud. Dat was in november nog niet het geval, de goudprijs daalde met 0,5%. Grondstoffen in het algemeen werden in november hard geraakt door de onzekerheden rond de omikron variant van het coronavirus. De grondstoffenindex van Bloomberg daalde ruim 7% en de prijs voor een vat Brent olie duikelde met 17%. 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.

JOOST VAN LEENDERS

Senior beleggingsstrateeg

joost.vanleenders@kempen.nl

06 8283 1189

VAN LANSCHOT KEMPEN ASSET RESEARCH & COMMUNICATION:

Yaëla 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.