



Visie op Asset Allocatie

December 2025

- Fed zorgt voor volatiliteit op aandelenmarkten
- Kunstmatige intelligentie drijvende kracht in de VS
- Overweging aandelen gehandhaafd

November was op financiële markten een maand met twee gezichten. Tot 20 november was de stemming overwegend negatief, gedreven door zorgen over een mogelijke zeepbel rond kunstmatige intelligentie (AI) en over de Amerikaanse arbeidsmarkt en twijfels over een renteverlaging door de Fed in december. In de laatste tien dagen van de maand leken de zorgen echter weer helemaal verdwenen. Volgens Bloomberg was de rally in de combinatie van aandelen, obligaties, grondstoffen en Bitcoin zelfs één van de sterkste dit jaar. Waarbij de S&P 500 het herstel wel wist vast te houden, terwijl de Bitcoin onder druk bleef staan. Per saldo wist de S&P 500 in US dollars een minieme winst te boeken, waarmee de index al zeven maanden op rij is gestegen en niet ver van zijn *all time high* noteert. Doordat de US dollar wat in waarde daalde ten opzichte van de euro, leden Amerikaans aandelen in euro's wel een klein verlies. Daarmee bleven ze achter bij Europese aandelen, die een winst lieten zien. Het grootste verlies was voor aandelen uit opkomende markten.

Ondanks de twijfels over het rentebeleid van de Fed, bewogen Amerikaanse rentes in het eerste deel van november zijwaarts. De beperkte daling in het laatste deel van de maand hielp de rally in aandelen. In Duitsland was zowel aan de korte als aan de lange kant een lichte rentestijging te zien. Risico-opslagen op bedrijfsobligaties waren uiteindelijk over de maand vrijwel onveranderd.

Wij hebben ons beleggingsbeleid niet gewijzigd. We houden vast aan onze lichte overweging in aandelen, die is geconcentreerd in de VS. We hebben een voorkeur voor aandelen ten opzichte van (Amerikaanse) bedrijfsobligaties, waar we door de lage risico-opslagen minder opwaarts potentieel zien.

Fed houdt markten flink bezig

De opmerking van Fed-voorzitter Powell na de renteverandering in oktober dat een renteverlaging in december verre van zeker is, viel niet goed bij beleggers. Vooral toen ook andere beleidsmakers van de Fed lieten weten niet zonder meer voor een renteverlaging te zullen stemmen. Op 20 november zag de markt voor *futures* op de beleidsrente van de Fed slechts 20% kans op een renteverlaging. Dit veranderde richting het einde van de maand. Na de heropening van de federale overheid schetsten de vertraagde arbeidsmarkt cijfers van september een gemengd beeld. De groei van de werkgelegenheid en van het aantal gewerkte uren waren positief, maar door een sterke toename van het arbeidsaanbod liep de werkloosheid toch op naar 4,4%, het hoogste peil sinds oktober 2021. Oplopende werkloosheid kan leiden tot lagere inkomensgroei voor gezinnen, die ook al te maken hebben met hardnekkige inflatie. Het consumentenvertrouwen, wat al lager dan gemiddeld was,

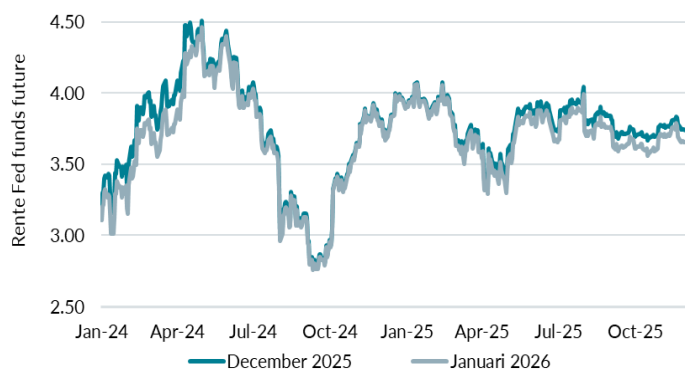
Ontkoppeling Amerikaanse aandelen en Bitcoin



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

daalde in november voor de vierde maand op rij. Na deze cijfers uitten enkele beleidsmakers hun zorgen en een voorkeur om de rente in december wel te verlagen. Daarmee is een renteverlaging in december toch waarschijnlijk geworden. De *futures* markt schat de kans daarop nu in op 80%. Wat aandelen weer wat zuurstof gaf.

Veranderende verwachtingen rentebeleid Fed



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

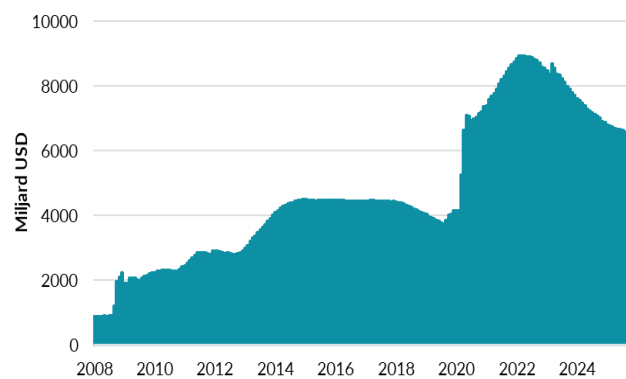
Wij vinden dat aandelenmarkten soms wat overdreven reageren op het verwachte rentebeleid van de Fed. Duidelijk is dat de Fed de rente nog wat zal verlagen. Of dat dan in december of in januari gebeurt, maakt niet zoveel uit. Duidelijk is ook dat de beleidsruimte van de Fed beperkt is. In september was de inflatie nog 3,0%, ruim boven de doelstelling van de Fed. Als vooral de inflatie in de dienstensector, in september nog 3,6%, nog wat daalt door de afgekoelde arbeidsmarkt, biedt dat ruimte voor de Fed om de rente wat meer richting het neutrale niveau te brengen. Maar als de economie blijft groeien, is er geen reden om onder dat neutrale niveau te gaan en de economie te stimuleren. Temeer daar er volgend jaar wat fiscale stimulans komt uit de begroting van de regering Trump. Wij vinden de vier ingeprijsde renteverlagingen tot het einde van volgend jaar dan ook wat veel. Of omgekeerd, voor een dergelijk aantal is een zwakkere economische visie nodig, wat niet per se positief is voor aandelen. Als de markt wat minder renteverlagingen in gaat prijzen, kunnen markrentes wat stijgen. Daar kunnen aandelen best mee omgaan, mits de economie en de bedrijfswinsten blijven groeien. Wat wij verwachten.

Er spelen nog twee andere zaken bij de Fed. Ten eerste de opvolging van Fed-voorzitter Powell, wiens termijn als voorzitter in mei 2026 afloopt. Een hele lijst aan kandidaten is de revue gepasseerd, maar Kevin Hassett lijkt hiervoor de beste papieren te hebben. Hassett is de huidige voorzitter van de Nationale Economische Raad, een adviesorgaan voor de president. Hassett deelt de visie van Trump dat de beleidsrente lager moet. Toch wil dit niet zeggen dat hij een controversiële, 'roekeloze' monetaire

visie heeft. Hij is een gerespecteerd academicus, met een lange staat van dienst binnen zowel de centrale bank als binnen een reeks Republikeinse administraties. Mocht hij inderdaad Trump's kandidaat worden, dan verwachten we een soepele goedkeuring door de Senaat. We verwachten ook geen onrust op financiële markten. Niet alleen vanwege Hassett's voorkeur voor ruimere financiële condities, maar ook omdat hij niet gezien zal worden als een marionet van de president. Wat belangrijk is in het kader van de af en toe opduikende vraagtekens rond de toekomstige onafhankelijkheid van de Federal Reserve.

Ten tweede speelt de afbouw van de balans van de Fed. Sinds de financiële crisis in 2008 heeft de Fed door het aankopen van obligaties, oftewel kwantitatieve verruiming, haar balans sterk vergroot. Dat heeft geleid tot ruime liquiditeit in het bankwezen. Al in 2017 werd een eerste poging gedaan om de balans af te bouwen, wat in 2018 bijdroeg aan onrust op financiële markten. Maar uiteindelijk gooide de coronapandemie roet in het eten en moest de balans toch weer worden vergroot. Vanaf 2022 volgde een tweede periode van kwantitatieve verkrapping. Sindsdien is de balans van de Fed met bijna 2.400 miljard dollar afgebouwd. Hiermee is de overmatige liquiditeit in het financiële systeem sterk verkleind en zijn er tekenen van krapte. Zo zijn er regelmatig pieken te zien in het verschil tussen de beleidsrente van de Fed en de markrenten. Ook hebben enkele banken voor liquiditeit bij de Fed aangeklopt. Dit kan hebben bijgedragen aan de recente onrust op financiële markten. Gelukkig heeft de Fed hier oog voor. Het proces van kwantitatieve verkrapping is per 1 december beëindigd. Vanaf nu kan de balans van de Fed geleidelijk groeien, in lijn met de omvang van de economie.

Fed beëindigt afbouw balans



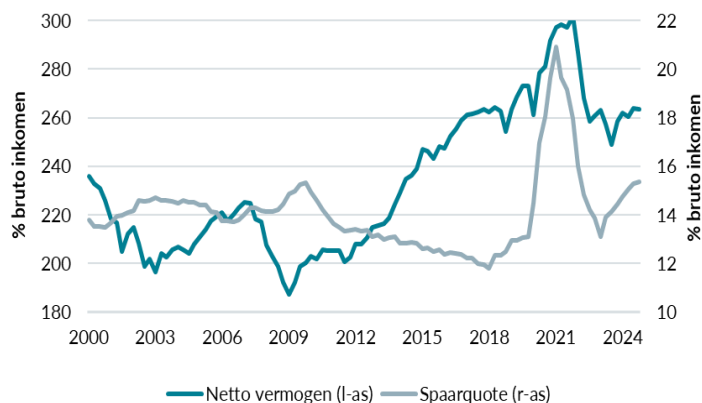
Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Gematigd positief groeibeeld eurozone en VS

Een belangrijke pijler onder ons voorzichtig optimistische beleggingsbeleid is aanhoudende economische groei, vooral in de VS en de eurozone. In de eurozone hebben de economische cijfers de afgelopen tijd wat minder positief

verrast. Voorlopende indicatoren zijn per saldo verder verbeterd, maar het tempo van die verbetering ligt laag. De breed samengestelde Economic Sentiment Index steeg in oktober naar het hoogste niveau sinds april 2023, maar wijst nog altijd op een groei die maar net boven nul ligt. Waarbij aangetekend dat deze indicator de afgelopen jaren een te pessimistisch beeld van de economie heeft geschetst. Dalende detailhandelsverkopen in augustus en september en een beperkte opleving van de industriële productie in september na een stevige daling in augustus, dragen niet bij aan een positief groeibeeld. Toch verwachten wij wat groeiversnelling in 2026, als de schok van de handelsoorlog wegebt, de Duitse overheid de economie sterk gaat stimuleren en de renteverlagingen van de ECB effect gaan hebben. Als consumenten daarbij (een deel van) hun overmatige spaartegoeden aanwenden voor consumptie, ziet 2026 er redelijk uit voor de eurozone.

Hoge vermogens en spaarbuffers eurozone



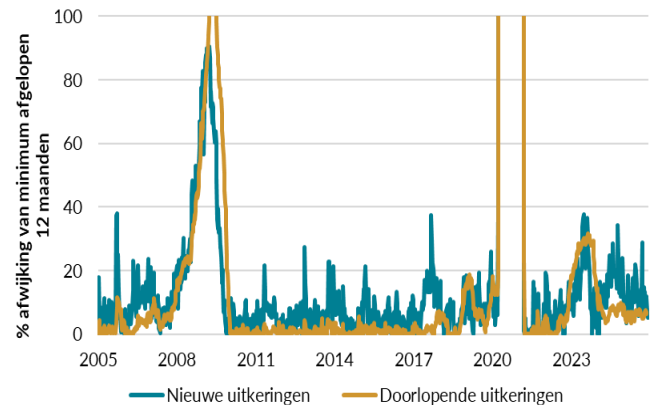
Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Voor de VS beschreven we al de zorgen rondom de consument en de arbeidsmarkt. Toch zien we hier geen grote cyclische verzwakking. Een hogere werkloosheid door een toenemend arbeidsaanbod is minder zorgelijk dan een wegvallende vraag naar arbeid. Bovendien is de maandelijkse volatiliteit in het arbeidsaanbod groot. In augustus en september was de toename van het arbeidsaanbod veel groter dan gemiddeld. We verwachten dan ook geen structurele opwaartse druk op de werkloosheid vanuit het arbeidsaanbod. Dat arbeidsaanbod zal waarschijnlijk eerder laag zijn ten opzichte van de vraag door de draconische maatregelen om immigratie in te dammen door de regering Trump. Wekelijkse aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen zijn stabiel op een laag niveau.

De magere groei in de Amerikaanse detailhandelsverkopen in september kan een aanwijzing zijn dat de consument het laat afweten. Maar deze terughoudendheid komt na drie maanden met stevige groei. Zolang de inkomensgroei op peil blijft, zien we de Amerikaanse consument niet zomaar

de handdoek in de ring gooien. Waarbij er in het vierde kwartaal wel sprake kan zijn van een tijdelijke dip. De *shutdown* liep immers van begin oktober tot half november. In deze periode werden salarissen van veel ambtenaren niet betaald, waardoor zij hun consumptiegedrag mogelijk hebben aangepast. Als salarissen achteraf worden betaald, kan echter een inhaalslag in de bestedingen volgen.

Amerikaanse werkloosheidsuitkeringen laag



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

De industrie in de VS heeft het moeilijk. De afgelopen zes maanden is de productie gestagneerd. Er zijn dus nog geen tekenen dat bedrijven hun productie naar de VS verplaatsen vanwege de handelsoorlog. Wellicht is het nog te vroeg om effecten te zien, maar het ingewikkelde web van invoerheffingen maakt het voor bedrijven lastig om de voor- en nadelen van het verplaatsen van productie in te schatten. Volgens regionale enquêtes onder producenten is de investeringsbereidheid positief, maar lager dan gemiddeld. De stijging van de orders voor kapitaalgoederen wijst op aanhoudende investeringsgroei.

Positief in de Amerikaanse economie zijn de ontwikkelingen in de dienstensector en rondom AI. Het vertrouwen onder producenten in de dienstensector staat op een degelijk niveau. De vraag naar AI blijft groot en de grote techbedrijven doen er alles aan om aan deze vraag te voldoen en hun modellen te verbeteren. Dat vergt enorme investeringen in infrastructuur zoals datacenters en energievoorziening. Hierbij helpt dat financiële condities ruim zijn. De tweejaarsrente staat net boven het laagste niveau van de afgelopen drie jaar en de tienjaarsrente is dit jaar gedaald. Risico-opslagen op bedrijfsobligaties zijn laag. Banken houden hun leningsvoorwaarden min of meer ongewijzigd en de US dollar is dit jaar 12% gedeprimeerd vis-à-vis de euro en 8% ten opzichte van een mandje met de belangrijkste handelspartners. Aandelenmarkten hebben dit jaar een sterke stijging laten zien.

Kortom, de Amerikaanse economie kent sterke en zwakke kanten. Het groeitempo zal op korte termijn wat afnemen,

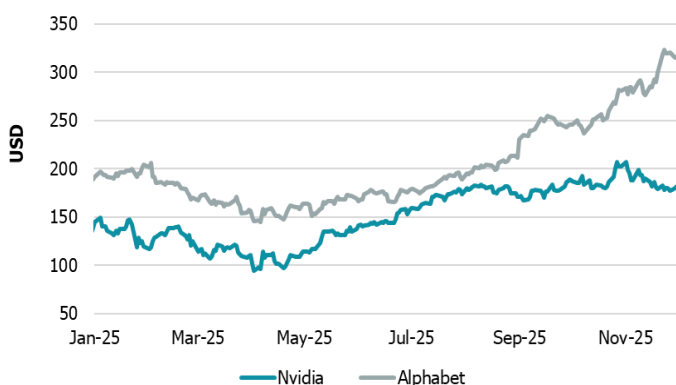
maar voor 2026 verwachten we een groei die rond het langjarige gemiddelde zal liggen.

Aandelenmarkten onrustig

De VIX, de paniekgraadmeter voor de S&P 500 aandelenindex, beweegt op een rustige aandelenmarkt ruim onder de 20. Bij grote paniek, zoals tijdens de financiële crisis in 2008 of bij het uitbreken van de coronapandemie, kan de VIX oplopen tot 80. Toen president Trump in april zijn invoerheffingen aankondigde, schoot de VIX omhoog tot net boven de 40. In dat licht bezien valt de onrust op aandelenmarkten met een VIX die opliep tot 26 nog mee. Dat geldt ook voor de S&P 500 zelf. De index noteerde een *all time high* op 28 oktober, alweer het 37^{ste} record van dit jaar. De maximale daling vanaf dit record bedroeg 5%, een milde correctie. Aan het eind van november had de S&P 500 de schade bijna ongedaan gemaakt. Voor de Europese STOXX 600 index zijn de cijfers minder uitgesproken. Dit jaar noteerde de index 23 keer een record, voor het laatste op 12 november. De daling van deze piek was maximaal 3,9%. Ook hier een milde correctie dus, waar aan het eind van de maand nog iets meer moet worden goedgeemaakt dan in de VS.

Dat de uitslag in de VS iets groter was, is niet zo verwonderlijk. De zorgen kwamen immers vooral uit de VS. Ten eerste de zorgen rondom AI. De ontwikkelingen zijn zonder meer stormachtig. De nieuwe AI-modellen worden alsmaar beter, maar hebben ook meer hardware nodig. Vooral de grote techbedrijven in de VS zijn verwickeld in een race om modellen te ontwikkelen en infrastructuur uit te bouwen, waarvan geen van deze bedrijven de boot wil missen.

Technologieaandelen VS: Alphabet trekt de kar



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Of de investeringen allemaal worden terugverdiend weten we niet, maar voorlopig is de vraag naar AI sterk genoeg om de investeringen te dragen. Bedrijven weten AI steeds beter in te zetten om de productiviteit te verhogen. In de aangekondigde ontslagen in de VS neemt de inzet van AI

als gemelde reden toe. De *Financial Times* kopte onlangs dat de grote consultancy firma's de startsalariissen bevrozen, doordat AI de sector hervormt. Ook binnen de technologiesector zelf kunnen veranderingen snel gaan. De afgelopen maand is het vooral Alphabet, het moederbedrijf van Google, dat de kar van de grote techaandelen trekt. De lancering van het nieuwste AI-model en vooral het feit dat dit model was getraind op door Alphabet zelf ontwikkelde chips, gaf het aandeel een enorme boost. Nvidia, veruit de belangrijkste leverancier van chips voor AI, verloor juist beurswaarde vanwege dit nieuws. En Oracle, dat in september nog omhoog schoot op sterke bedrijfscijfers, is terug bij af nu het bedrijf flink geld leent om datacenters te bouwen. Over het algemeen financieren de techbedrijven deze investeringen vanuit hun cash flow. Wij zien AI vooralsnog als een positieve kracht voor de economie vanwege de investeringen en de verbetering in de productiviteit en voor aandelen als bijdrage aan winstgroei.

De tweede zorg voor aandelen, namelijk het rentebeleid van de Fed, noemden we hierboven al. Ook deze zorg kwam vanuit de VS.

Ondanks de onrust hebben wij vastgehouden aan onze overweging in aandelen. Een overweging die geconcentreerd is in de VS. We voorzien dat de economische groei voldoende op peil blijft en daarmee de winstgroei blijft steunen. De winstdynamiek in de VS is positief. En we zien de ontwikkelingen rondom AI als positief. De Fed zal de rente wellicht wat minder verlagen dan de markten verwachten, maar de richting van het beleid zien we toch als positief voor aandelen. In de andere regio's is de winstdynamiek wel wat verbeterd, maar voor ons nog onvoldoende om ook daar een overwogen positie in te nemen. Tekenend is dat de stijging van de STOXX 600 dit jaar volledig is gedreven door een hogere waardering. De gerealiseerde winsten van de bedrijven in deze index liggen eind november 1,7% lager dan eind december vorig jaar.

Meer rust op obligatiemarkten

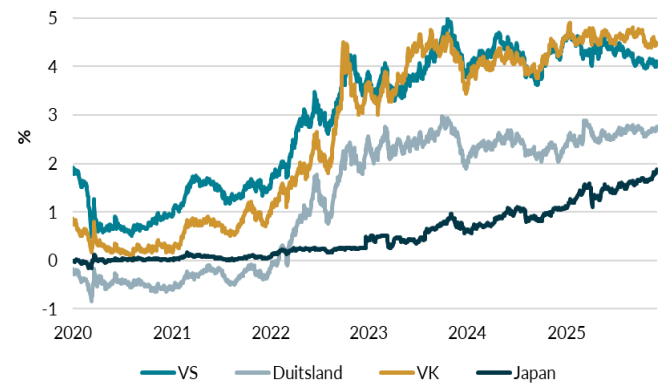
Ook de markt voor Amerikaanse staatsobligaties heeft een paniekgraadmeter. Deze luistert naar de naam MOVE. De volatiliteit in de Amerikaanse obligatiemarkt is van 2022 tot de zomer van dit jaar een stuk groter geweest dan in voorgaande jaren. Dat heeft alles te maken met de inflatiegolf die volgde op de coronapandemie en de snelle renteverhogingen van de Fed en andere centrale banken. Sinds de zomer van dit jaar is de MOVE-index sterk gedaald. Waar de MOVE-index van 2017 tot 2022 grofweg rond de 50 fluctueerde en van 2022 tot eerder dit jaar rond 130, is de index recent gedaald tot 70. In november was wel een opleving te zien, maar relatief minder groot dan in de VIX-index.

De wijzigende percepties ten aanzien van het beleid van Fed hadden een beperkte invloed op de Amerikaanse tienjaarsrente. Die liep in de eerste helft van november wel iets op, maar de stijging van 4,0% naar 4,2% was beperkt. Ook op dit laatste niveau is de tienjaarsrente nog lager dan de 4,6% aan het begin van dit jaar. Gezien ons beeld van de economie, die zal blijven groeien, de inflatie, die slechts voorzichtig zal dalen, de Fed, die de rente wat minder zal verlagen dan markten verwachten, en aanhoudend hoge begrotingstekorten, zien wij opwaarts potentieel voor de Amerikaanse tienjaarsrente. We hebben deze obligaties op dit moment niet in onze portefeuilles. Ook de onderweging in Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties is deels gedreven door het risico van een oplopende rente. Overigens denken we dat de opwaartse rentebeweging in de VS geleidelijk genoeg zal gaan om aandelenmarkten niet in de weg te zitten.

In Duitsland heeft de rente dit jaar bewogen tussen 2,4% en 2,9%. Wij hanteren een bandbreedte van 2,5% tot 3,0% als redelijk voor de Duits tienjaarsrente. In november is deze rente opgelopen tot 2,8%, vrijwel in het midden van onze range. We voorzien redelijke groei in de eurozone in 2026 en geleidelijk dalende inflatie. De inflatie kan wat onder het doel van de ECB zakken, waardoor er kans is op nog een renteverlaging door de ECB. Die renteverlaging is momenteel niet ingeprijsd. Er kan vanuit het monetaire beleid dus wat neerwaartse druk komen op de rente, maar de grote financieringsbehoefte van Europese overheden en de afnemende vraag naar obligaties door pensioenfondsen kan voor tegendruk zorgen.

Voor de obligatiemarkt in het VK was de presentatie van de overheidsbegroting cruciaal. Met de misser van minister van Financiën Truss in 2022 in het achterhoofd kon de huidige minister van Financiën Reeves zich geen misstap veroorloven. Sinds de blunder van Truss noteert de Britse tienjaarsrente gelijk aan of hoger dan die van de VS, terwijl de economische groei in het VK lager is geweest. Nood brak wet. Ondanks eerdere beloften om de belastingen niet te verhogen, gebeurde dit wel. Er werd een pakket gepresenteerd dat de belastingen per 2029 met 26 miljard Britse pond verhoogd. Mede door de belastingschijven vanaf 2028/29 niet aan te passen aan de inflatie. Dit creëert wat meer speelruimte voor het kabinet, waardoor de obligatiemarkt opgelucht adem haalde. De tienjaarsrente daalde naar 4,4%, dicht bij de laagste niveaus die we dit jaar hebben gezien. De begroting zal waarschijnlijk de groei wat drukken en een neerwaarts effect hebben op de inflatie. Dat geeft de Bank of England de ruimte om de beleidsrente verder te verlagen. Dat zou kunnen leiden tot lagere kapitaalmarktrentes, maar ook in het VK beperkt het grote aanbod van staatsobligaties om het begrotingstekort te financieren het dalingspotentieel van de rente.

Hoge rente VK, Japanse rente stijgt



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Ten slotte springt de stijging van de kapitaalmarktrentes in Japan in het oog. Kapitaalmarktrentes in Japan stijgen sinds 2020 geleidelijk. De tienjaarsrente is met 1,9% aangeland op het hoogste niveau sinds juli 2007. Dertigjaarsrente is met 3,4% gelijk aan die in Duitsland en staat op recordhoogte. Het positieve hiervan is dat dit een teken is dat Japan de lange periode van deflatie eindelijk heeft weten af te sluiten. Extreem ruim monetair beleid, met een zeer lage beleidsrente en grootscheepse aankopen van obligaties door de Bank of Japan, hebben hieraan bijgedragen. Door de hogere rentes bieden Japanse staatsobligaties ook weer enigszins een alternatief voor aandelen. Aan de meest recente stijgingen liggen twee ontwikkelingen ten oorzaak. Ten eerste het aantreden van een nieuwe regering die forse fiscale verruiming voorstaat. Japan heeft met 1,3% van het BBP een laag begrotingstekort, maar met 230% van het BBP een enorme staatsschuld. Daarmee is de manoeuvreerruimte van de overheid beperkt. Als rentes oplopen heeft dat grote gevolgen voor de begroting. Ook de Japanse overheid moet oppassen het vertrouwen van de obligatiemarkt niet te verspelen. Ook het monetaire beleid speelt een rol. Na een negatieve beleidsrente van februari 2016 tot maart 2024, heeft de Bank of Japan de rente in drie stapjes opgehoogd tot 0,5%. Met een inflatie rond 3% en minder twijfels over de groei, lijkt de Bank of Japan de rente in december verder te gaan verhogen met 0,25%-punt. De stijging van de marktrentes in Japan heeft overigens ook internationale consequenties. Doordat Japanse beleggers een binnenlands alternatief hebben voor aandelen, zal de vraag vanuit Japan naar staatsobligaties van de VS of landen in de eurozone afnemen, wat een opwaarts effect op rentes kan hebben. Bovendien wordt de *carry trade*, waarbij goedkoop in Japanse yen wordt geleend en wordt belegd in valuta met een hogere rente of andere opbrengst, minder aantrekkelijk.

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Overwogen
Na zeven maanden winst op rij, leed de wereldwijde aandelenindex van MSCI, genoteerd in Amerikaanse dollars, in november een nipt verlies van 0,1%. De VS kon met een winstje van 0,1% de <i>winning streak</i> van zeven maanden net volhouden, terwijl Europa 0,8% omhoog ging. Verliezen waren te zien in de regio Pacific (-1,1%) en vooral opkomende markten (-2,5%). De dollar verloor 0,6% ten opzichte van de euro, dus voor Europese beleggers noteerden Amerikaanse aandelen een negatief resultaat. We behouden onze overweging in aandelen. Deze overweging is geconcentreerd in de VS. In de andere regio's houden we onze blootstelling naar aandelen gelijk aan de strategische weging. Amerikaanse aandelen zijn duur, maar waarderingen zijn minder van belang bij tactische asset allocatie en bovendien voor een deel te verklaren door de hoge winstgroei in de technologiesector. We vinden de grote technologiebedrijven niet te hoog gewaardeerd. We denken dat de groei in de VS de komende kwartalen wat kan afzwakken, maar voorzien geen krimp. In de loop van 2026 voorzien we aantrekkende groei, mede door ruime financiële condities. Renteverlagingen door de Fed helpen daarbij. De winstdynamiek is in de VS sterk en het sentiment onder beleggers terughoudend, wat vanuit contrair perspectief positief is. Aandelen in Europa, Pacific en opkomende markten zijn minder duur dan in de VS, maar in deze regio's is de technologiesector ook minder dominant. In Europa verwachten we een iets aantrekkende groei, maar wel een lagere groei dan in de VS. De winstdynamiek is vooral in Europa zwakker dan in de VS.	
Staatsobligaties	Neutraal
In de VS daalde de tweejaarsrente in november met 11 basispunten en de tienjaarsrente met 8 basispunten. Voor de tienjaarsrente was het al de vierde maandelijks daling op rij. In Duitsland stegen de twee- en de tienjaarsrente met 5 basispunten. In het VK haalde de obligatiemarkt opgelucht adem na de publicatie van de begrotingsplannen, terwijl de Japans tienjaarsrente zijn opmars van dit jaar voortzette. In de VS zien we opwaarts potentieel voor de tienjaarsrente gezien onze visie van aanhoudende groei, geleidelijke daling van de inflatie, een beperkt aantal renteverlagingen door de Fed en aanhoudend hoge begrotingstekorten. Voor Duitsland hebben we een neutrale visie. Redelijke groei, maar lage inflatie zouden de ECB tot een extra renteverlaging kunnen aanzetten. Maar het grote aanbod van obligaties en afnemende vraag vanuit pensioenfondsen beperken het neerwaarts potentieel van rentes in de eurozone.	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
Net als in de voorgaande drie maanden waren in november risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties in de VS en in de eurozone nagenoeg onveranderd. Daarmee veranderde het beeld van historisch lage risico-opslagen ook niet. Vanuit onze economische vooruitzichten verwachten we weinig verandering in de risico-opslagen op bedrijfsobligaties. Oplopende rentes op staatsobligaties vormen wel een risico voor het totale rendement. We vinden vooral de risico-opslag voor bedrijfsobligaties in dollars te krap. Daar blijven we dus onderwogen. In de VS geven we de voorkeur aan aandelen ten opzichte van investment grade bedrijfsobligaties. In de eurozone is de risico-opslag relatief minder laag en maakt de risico-opslag bovendien een groter deel uit van de totale rentevergoeding. Ook vinden we de balansen van bedrijven in de eurozone wat sterker en in het Europese bankwezen zijn deze verbeterd. Vandaar dat we voor de eurozone nog wel een voorkeur hebben voor investment grade bedrijfsobligaties ten opzichte van staatsobligaties. De onderweging in de VS is groter dan de overweging in de eurozone, wat per saldo resulteert in een onderwogen positie.	
Bedrijfsobligaties high yield	Onderwogen
In november veranderden risico-opslagen op high yield bedrijfsobligaties in de VS en in de eurozone per saldo nauwelijks. Zowel in de VS als in de eurozone is de risico-opslag historisch laag, ruim onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar. Zelfs als de economieën van de VS en van de eurozone de komende kwartalen blijven groeien, vinden wij de risico-opslagen te gering. Bedrijven hebben namelijk ook te maken met hogere rentelasten. In Europa zijn de wanbetalingen afgenomen, maar historisch gezien nog hoog. In de VS waren recent wat tekenen van verslechterende kredietkwaliteit. Bovendien weten we dat wanneer het solide sentiment op deze markt verslechtert, de liquiditeit van deze obligaties snel opdroogt en risico-opslagen stijgen. Met de lage risico-opslagen vinden we het opwaartse potentieel van high yield ook lager dan voor aandelen.	
Staatsobligaties opkomende markten	Neutraal
In november kwam er door een stijging met 8 basispunten een einde aan zes maanden met dalende risico-opslagen. De groei in opkomende landen is gemiddeld genomen voldoende op peil, maar staat onder druk door de handelsoorlog. De onzekerheden voor deze landen komen vooral vanuit de Amerikaanse overheid. De wens voor een zwakkere dollar is niet ongunstig. Maar Amerikaanse invoerheffingen kunnen zorgen voor een afzwakkende groeidynamiek. De rentevergoeding voor een mandje staatsobligaties van opkomende landen, uitgegeven in lokale valuta, was in november nagenoeg onveranderd. Markten keken naar de mogelijkheden voor centrale banken in opkomende economieën om bij lagere groei de rente te verlagen. Maar bij een sterke groeivertraging kunnen de rentes in deze landen juist ook oplopen als beleggers een hogere risicopremie verlangen. Wij vinden een gemiddelde rentevergoeding van 5,9% in het algemeen laag ten opzichte van rentes in ontwikkelde landen. Bovendien kunnen lokale valuta onder druk komen te staan door Amerikaanse invoerheffingen.	

Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
Wereldwijd beursgenoteerd vastgoed in ontwikkelde landen boekte met 1,5% (in euro's) in november een grotere winst dan wereldwijde aandelen. In zowel de VS als Europa steeg de categorie, met een wat sterkere stijging in de VS door licht dalende rentes. Na een renteverlaging in september en oktober, ontstond er afgelopen maand discussie of de Fed de rente zal verlagen in december. Deze renteverlaging werd eind november waarschijnlijker door uitspraken van enkele Fed-bestuursleden. De Fed lijkt voorlopig meer aandacht te hebben voor de afkoelende arbeidsmarkt dan voor inflatie die boven de Fed-doelstelling van 2% ligt. Dit was een rugwind voor Amerikaans beursgenoteerd vastgoed. In Europa was het rendement gematigder en in lijn met algemene aandelen. Rentes gingen in Duitsland licht hoger. Wij houden een neutrale visie. Leegstand is wat toegenomen, met name in de VS. Op termijn wordt huurgroei binnen vastgoed echter gesteund door verminderd nieuw aanbod. In zowel de VS als Europa zien we vanaf huidige renteniveaus weinig potentieel voor rentedaling. In de VS omdat er al veel renteverlagingen door de Fed in 2026 worden verwacht, in Europa vanwege het ruimere Duitse begrotingsbeleid met veel investeringen in 2026. Ten opzichte van renteniveaus is de waardering van wereldwijd ontwikkeld beursgenoteerd vastgoed duur en vinden we Europa neutraal gewaardeerd.	
Grondstoffen	Neutraal
Grondstoffen stegen licht verder in november. De goudprijs steeg door, tot boven USD 4.000 (per ounce), mede door aanhoudende geopolitieke instabiliteit en, al eerder, door de onzekerheid rond de positie van de dollar door het wispelturige beleid van Trump. We denken dat de goudprijs vooral ondersteund wordt door de vraag naar goud via goudaankopen van centrale banken, naast extra goudaankopen van beleggers (via ETF's). Hoelang dit nog zal duren, kunnen we moeilijk voorspellen. Goud is interessant in tijden van onzekerheid. Gezien de hoge prijs is er al veel onzekerheid en/of rentedaling in de goudprijs verdisconteerd. De olieprijs daalde in november. Hoewel geopolitieke risico's op de korte termijn tot een hogere olieprijs kunnen leiden, verwachten we dat de structurele ontwikkelingen op termijn een drukkend effect zullen hebben, met hogere productie van OPEC+ landen en een vertraging van de wereldeconomie en –handel. Basismetalen bleven redelijk stabiel. Hoewel op korte(re) termijn vertraging van de (Chinese) economische groei een drukkend effect heeft op de vraag naar metalen en prijzen, lijkt met name koper op de lange(re) termijn goed gepositioneerd te zijn voor structurele ontwikkelingen, zoals de energietransitie en kunstmatige intelligentie.	

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereldwijd (MSCI AC)	1367	-0.1%	5.6%	19.5%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	4398	0.2%	5.3%	18.6%
Opkomende markten (MSCI EM)	1367	-2.5%	8.6%	27.1%
Verenigde Staten (S&P 500)	6849	0.1%	6.0%	16.4%
Eurozone (EURO STOXX 50)	576	0.8%	4.8%	13.6%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	9721	0.0%	5.8%	18.9%
Japan (Topix)	3378	1.4%	9.9%	21.3%
Nederland (AEX)	943	-2.9%	5.2%	7.4%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	4.02	-8	-20	-55
Japan	1.80	14	19	72
Duitsland	2.69	5	-3	33
Frankrijk	3.41	-1	-10	23
Italië	3.41	2	-21	-12
Nederland	2.84	4	-8	24
Verenigd Koninkrijk	4.44	3	-28	-13

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	82	2	2	0
Eurozone	80	4	-3	-21

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	295	1	13	3
Eurozone	283	2	0	-28
Opkomende markten (USD)	270	8	-28	-55
Opkomende markten (Lokale valuta)	230	10	8	28

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereld	1.9%	0.8%	8.4%
Noord-Amerika	2.1%	0.8%	2.0%
Europa	0.7%	1.7%	2.6%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Bloomberg index	2.9%	7.4%	11.8%
Basismetalen	0.2%	8.1%	9.8%
Brent olie (USD per vat)	63.24	-2.9%	-7.2%
Goud (USD per troy ounce)	4200	5.6%	22.0%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 28 november 2025

Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Auteur

Joost van Leenders
Senior beleggingsstrateeg
j.vanleenders@vanlanschotkempen.com
M +31 6 82 83 11 89

Van Lanschot Kempen Investment Strategy & Tactische Asset Allocatie

Pieter Heijboer – Hoofd Investment Strategy
Luc Aben – Hoofdeconoom
Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg
Jorn Veeneman – Senior beleggingsstrateeg
Danny Dekker - Beleggingsstrateeg

Disclaimer

Van Lanschot Kempen Investment Management NV heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. Dit document dient slechts ter informatie. De inhoud is niet bedoeld als beleggingsadvies, biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen en dient ook niet te worden beschouwd als een aanbod of als een uitnodiging om enige van de hierin genoemde financiële instrumenten te kopen of te verkopen.

Overige informatie

Dit document van Van Lanschot Kempen Investment Management NV (VLK Investment Management) wordt u slechts ter informatie aangeboden en biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen. De informatie in dit document is niet compleet zonder de mondelinge toelichting gegeven door een medewerker van VLK Investment Management.

VLK Investment Management heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. VLK Investment Management wil uitdrukkelijk voorkomen dat de benchmarks die gebruikt worden in dit document gepubliceerd of beschikbaar worden gemaakt voor het publiek in de zin van de Benchmarkverordening. Daarom is de informatie in dit document uitsluitend voor intern zakelijk en niet commercieel gebruik aan u ter beschikbaar gesteld. Gebruik van (de informatie uit) dit document anders dan voor de doeleinden als hierboven beschreven, is alleen geoorloofd na voorafgaande toestemming van VLK Investment Management.



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00
vanlanschotkempen.com/investment-management