



Visie op Asset Allocatie

Juni 2026

- Midden-Oosten en AI domineren financiële markten
- Investerings in AI groeien hard, maar geen overinvestering
- Overweging sector informatietechnologie opgehoogd

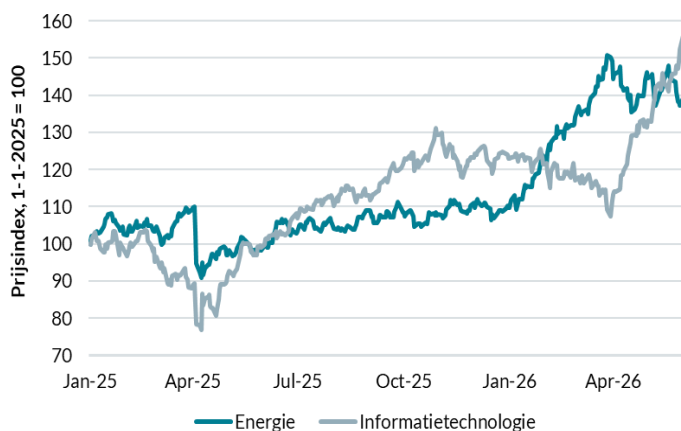
Aandelen stegen in mei, vooral in opkomende markten en in de VS. De olieprijs daalde stevig, waardoor rentes in de VS nauwelijks nog stegen en in Europa daalden. Risico-opslagen op bedrijfsobligaties daalden. Deze ontwikkelingen weerspiegelen perfect de twee dominante thema's op financiële markten: de ontwikkelingen in het Midden-Oosten en de opkomst van AI. Het vooruitzicht op een bestand tussen de VS en Iran zorgde voor opluchting op aandelen- en rentemarkten. Ondertussen denderde de AI-trein voluit door. De aandelenrendementen in de VS en in opkomende markten werden hier sterk door beïnvloed. De dominantie van deze thema's bleek ook uit de sectorperformance in geïndustrialiseerde landen. De sector energie liet een flinke daling zien, terwijl de sector informatietechnologie omhoog schoot.

zetten we wat sterker in op het thema AI. Binnen aandelen zetten we onze overweging in de sector informatietechnologie wat sterker aan. We denken dat de kans op hogere rentes op staatsobligaties is afgenomen en hogen onze weging op van onderwogen naar neutraal. We blijven onderwogen in bedrijfsobligaties.

Het Midden-Oosten...

De uitkomst van het conflict in het Midden-Oosten is nog onzeker. Ondanks het staakt-het-vuren hebben de VS en Iran militaire acties tegen elkaar uitgevoerd. Het staakt-het-vuren zou verlengd worden met 60 dagen, maar dat is noch door de VS, noch door Iran bevestigd. In die 60 dagen zou een voorlopig akkoord gesloten moeten worden, waarbij de Straat van Hormuz open zou gaan. Maar ook dit is door geen van beide partijen bevestigd. Over de belangrijkste punten, namelijk het atoomprogramma van Iran, de controle van Iran over de Straat van Hormuz en de oorlog tussen Israël en Hezbollah in Libanon, lijkt het moeilijk om tot overeenstemming te komen.

Opmars energiesector stokt, informatietechnologie denderd door



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In ons beleggingsbeleid houden we vast aan een neutrale weging in aandelen. We vinden de onzekerheid rond de Straat van Hormuz, die nog steeds is gesloten, groot. Wel

Olieprijs daalt door hoop op akkoord VS - Iran



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

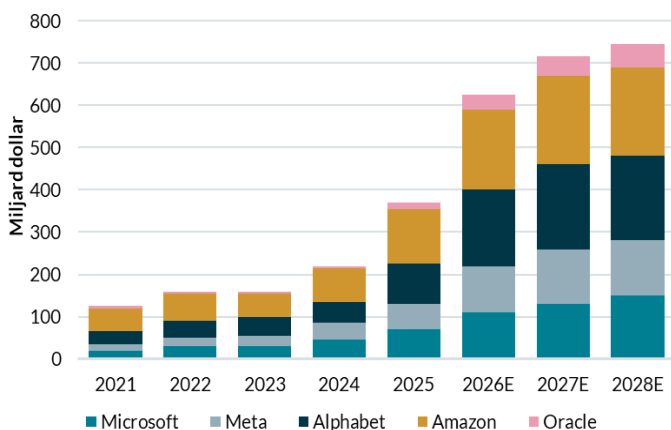
Ondertussen zijn er berichten dat er schepen door de Straat van Hormuz gaan, maar de aantallen die genoemd worden zijn zeer laag vergeleken met de situatie voor het conflict en onvoldoende om te voldoen aan de wereldwijde vraag naar olie en gas. Daardoor dalen oliereserves snel, waarbij naar schatting half of eind juni kritisch lage niveaus bereikt zullen worden.

Toch bekijken financiële markten dit van de positieve kant. Verschillende aandelenindices staan op recordhoge niveaus, de olieprijs is gedaald tot rond 95 dollar per vat en rentes zijn gedaald. In ons basisscenario gaan we ervan uit dat er een oplossing voor het conflict komt voordat er sprake is van grote tekorten aan olie en gas. Maar ondanks vaak optimistische geluiden uit de VS over de onderhandelingen met Iran, zijn wij er niet helemaal gerust op dat er een akkoord komt voordat energiemarkten sterk verstoord worden. Dit is een belangrijke reden voor onze neutrale positie in aandelen.

... versus AI

Tegenover de negatieve effecten van de onrust in het Midden-Oosten staan de positieve effecten van de investeringen in AI modellen, software en infrastructuur. Het is niet heel overdreven om te stellen dat alles wat goed gaat in de wereldeconomie en op financiële markten te maken heeft met AI. Zoals de economische groei in de VS, Korea en Taiwan, of de stijging van aandelen in de VS en opkomende markten (ook vooral Korea en Taiwan).

Enorme groei investeringen hyperscalers



Bron: Absolute Strategy Research, Van Lanschot Kempen

De investeringen in AI nemen inmiddels duizelingwekkende vormen aan en de grote bedrijven in de keten, vooral de Amerikaanse *hyperscalers* als Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft en Oracle buitelen over elkaar heen met aankondigingen van nieuwe en hogere investeringen. Dat roept de vraag op of er niet te veel wordt geïnvesteerd. Wij denken niet dat dat het geval is. Vooral niet bij hardware producenten als TSMC, SK Hynix, Samsung, Broadcom,

Nvidia of ASML. Bij deze bedrijven zien we sterk stijgende winsten en hoge vrije kasstromen. Deze bedrijven kunnen nauwelijks aan de vraag naar hun producten voldoen.

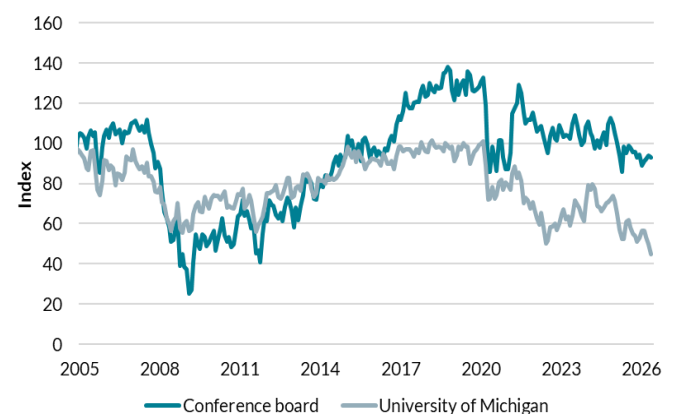
Bij de *hyperscalers* zijn de vrije kasstromen sterk gedaald als gevolg van de enorme investeringen van deze bedrijven. Toch zien we ook hier dat aan een vraag wordt voldaan, namelijk de sterk stijgende vraag naar AI door allerlei bedrijven in vele verschillende sectoren. De bezettingsgraad van datacenters is hoog en de huurprijzen van servers in die datacenters staan niet onder druk.

We denken dan ook dat het positieve effect van AI nog wel even zal aanhouden, al zal het groeitempo geleidelijk afnemen. We hebben onze overweging in de sector informatietechnologie dan ook wat sterker aangezet. Het prijsmomentum in de sector is sterk, net als de winstdynamiek. We vinden de sector bovendien aantrekkelijk gewaardeerd.

Zorgen

In de VS wordt vaak gesproken over de K-vorm van de economie. Daarbij bestaat de opgaande lijn van de K uit positieve ontwikkelingen, waaronder de investeringen in AI, de opgaande aandelenkoersen en de hoge inkomensgroepen die daar sterk van profiteren. De neergaande lijn bestaat uit bedrijven die niet profiteren van de investeringen in AI en Joe Sixpack, de gemiddelde Amerikaanse consument die te maken heeft met baanonzekerheid en hoge inflatie. De afgelopen tijd zijn onze zorgen over de consument niet verdwenen. In mei daalden beide toonaangevende indices van het consumentenvertrouwen.

Consumentenvertrouwen VS onder druk



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Volgens de enquête van de Universiteit van Michigan zelfs tot het laagste niveau ooit gemeten. Deze enquête wordt sinds de jaren vijftig afgenomen. Wat betekent dat de consument volgens deze enquête somberder is dan tijdens de diepe recessie in de jaren zeventig, de financiële crisis in

2008 en de coronapandemie. Nou moeten we dit niet al te letterlijk nemen. Dan zouden de consumptieve bestedingen al flink moeten zijn gedaald. De andere enquête naar het vertrouwen onder consumenten, die van de Conference Board, past meer bij het huidige bestedingsniveau. Maar toch, de richting is niet de goede kant op. Belangrijker voor de bestedingen is echter de inkomensontwikkeling. Door de afgekoelde arbeidsmarkt is de groei van de uurlonen afgenomen. Zodat nu lager ligt dan de inflatie. Het reële beschikbare inkomen daalde in april voor de vierde maand op rij en lag daarmee 1,1% lager dan in april vorig jaar. In die tijd groeide de consumptie met 2,1%. Dat kan alleen doordat consumenten minder zijn gaan sparen. De spaarquote daalde in april tot 2,6%, een historisch gezien extreem laag niveau. Stijgende beurskoersen leiden tot toenemende vermogens, maar tegelijkertijd lopen wanbetalingen op creditcards op. Bij uitstek een K-vorm. De BBP-groei in de VS werd iets neerwaarts bijgesteld, mede door zwakkere consumptiegroei. We denken dat dit de komende maanden zal aanhouden. Waarbij opgemerkt dat de iets aantrekkende banengroei zal voorkomen dat de Joe Sixpack de handdoek echt in de ring zal gooien.

Een andere zorg betreft de eurozone. Aan het begin van het jaar gingen we uit van degelijke groei, gesteund door een consument wiens koopkracht was verbeterd, die veel had gespaard en meer vertrouwen had in de toekomst. Met bovendien hogere overheidsinvesteringen in Duitsland en hogere defensie-uitgaven. Het consumentenvertrouwen heeft door de geopolitieke spanningen en oplopende olieprijsen een flinke klap gehad. Het krabbelde iets op in mei, maar staat op het laagste niveau sinds januari 2023, toen Europa herstellende was van de coronapandemie. En het consumentenvertrouwen is niet de enige voorlopende indicator die de afgelopen tijd is gedaald. De samengestelde inkoopmanagersindex voor de industrie en de dienstverlening daalde in mei naar het laagste niveau sinds oktober 2023. De index wijst op een krimpende economie.

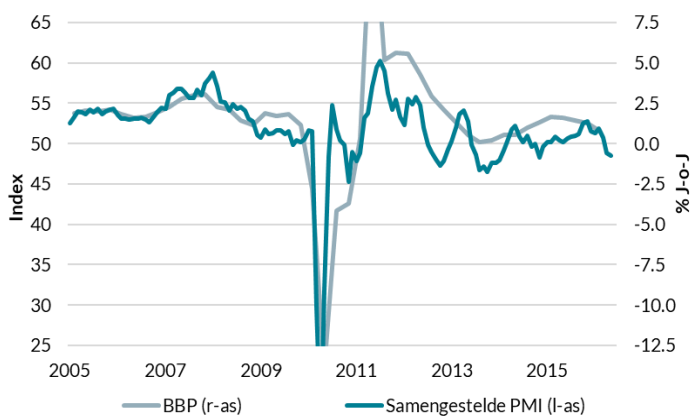
Aangezien ook voor het uitbreken van het conflict in het Midden-Oosten de groei in de eurozone al matig was, kunnen we krimp in het tweede kwartaal zeker niet uitsluiten.

Warsh aan het roer

In de VS heeft Kevin Warsh het voorzitterschap van de Fed overgenomen van Jerome Powell. Al met al was Powell een degelijke, gebalanceerde Fed-voorzitter die zijn oren niet naar de politiek liet hangen. Hem wordt wel verweten te laat te hebben ingegrepen met renteverhogingen toen de inflatie in 2021 snel omhoog schoot. Toen de Fed in maart 2022 begon met het verhogen van de rente, was de inflatie al tot boven 8% opgelopen. Powell bleef wat lang lid van *Team Transitory*, oftewel diegenen die ervan uitgingen dat de inflatiegolf tijdelijk zou zijn. En achteraf had hij niet eens geheel ongelijk, want de inflatie keerde snel terug naar redelijke niveaus, doordat het voor een groot deel ging om een tijdelijke aanbodschock. Maar uiteindelijk bleek wel een serie renteverhogingen van ruim 5%-punt nodig om de inflatie niet uit de hand te laten lopen.

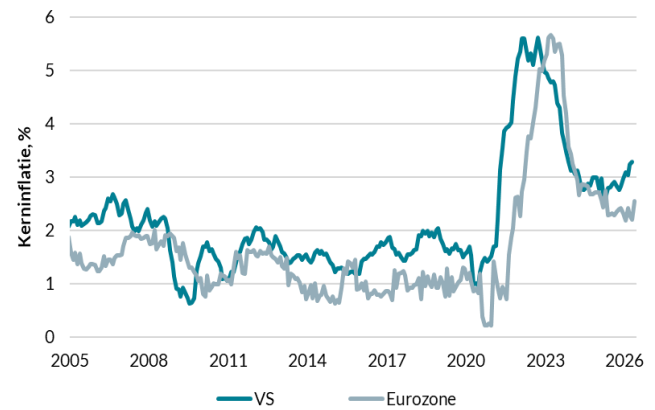
Kevin Warsh is traditioneel meer een havik dan een duif, oftewel een voorstander van een streng monetair beleid. Maar recent heeft hij een draai gemaakt met de stelling dat AI zal leiden tot een sterke groei van de arbeidsproductiviteit, wat de inflatie zou drukken. En een minder restrictief monetair beleid mogelijk zou maken. Warsh is door president Trump aangesteld om de rente te verlagen. Bij de nominatie van Warsh zei Trump al dat Warsh het aanbod niet zou hebben gekregen als hij voor renteverhogingen had gepleit. En recent zei Trump nog dat rentes nu snel zullen gaan dalen. Maar Trump heeft ook gezegd dat Warsh geheel onafhankelijk zal moeten zijn. Dit laatste waarschijnlijk vooral om markten gerust te stellen. Of omdat renteverlagingen op dit moment vrijwel uitgesloten zijn. Daarvoor is allereerst de inflatie te hoog.

Inkoopmanagersindex eurozone wijst op krimp



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Kerninflatie hardnekkiger in de VS



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In april steeg de inflatie volgens de PCE-index, de favoriete maatstaf van de Fed, tot 3,8%. De kerninflatie liep op naar 3,3%. Beide ver boven de 2% die de Fed zich ten doel stelt. Waar enkele maanden geleden zwakke arbeidsmarkt cijfers nog een reden konden zijn om de rente te verlagen, de Fed heeft immers een duaal mandaat, is dat nu niet meer het geval. De werkloosheid was in april stabiel op 4,3% en volgens de maandelijkse cijfers van bedrijven was de banengroei in maart en april degelijk. Werknemers zijn iets minder optimistisch over die banengroei, maar lage aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen duiden op stabiliteit. De meeste beleidsmakers van de Fed zijn ook niet voor renteverlagingen, zo blijkt uit recente speeches. Dus zou Warsh hen moeten overtuigen, iets waar hij zijn beleid nu waarschijnlijk niet op zal richten. Warsh is voorstander voor een terughoudend communicatiebeleid van centrale banken, dus de komende maanden zullen zich daar sterk op richten. Wat gepaard kan gaan met meer onzekerheid over het beleid van de Fed en daarmee wat meer volatiliteit op rentemarkten.

In de eurozone steeg de totale inflatie in mei naar 3,2%. De kerninflatie steeg naar 2,5%. Dat de totale inflatie oploopt is met de ontwikkeling van de olieprijs niet verwonderlijk, maar voor de kerninflatie was dit toch het hoogste peil in ruim twee jaar. Vooral oplopende inflatie in de dienstensector is opvallend. Wellicht sijpelen hogere energieprijzen toch door in de prijzen van diensten. Vooral de opmerking van de invloedrijke beleidsmaker Schnabel over de omvang en de aanhoudende aard van inflatie wijst op een renteverhoging. Volgens Schnabel leiden hogere energieprijzen tot algemene prijsverhogingen en hogere inflatieverwachtingen. Door de inflatiegolf heen kijken is volgens haar geen optie meer. Een renteverhoging in juni is volgens Schnabel nodig, zelfs bij geopolitieke ontspanning. Een renteverhoging in juni is, ook gezien uitlatingen van andere beleidsmakers van de ECB, inmiddels vrijwel zeker. Officieel heeft de ECB maar één naald in haar kompas en dat is inflatie. Op basis van die inflatie zou de ECB na juni de rente best nog een keer kunnen verhogen, maar als de economie vertraagt zoals de voorlopende indicatoren aangeven, dan is zo'n tweede renteverhoging verre van zeker.

Gaan mega IPO's het beurs sentiment beïnvloeden?

Het zat er al een tijd aan te komen, maar het gaat nu echt gebeuren, een aantal grote spelers in AI en in de ruimtevaart gaat naar de beurs. SpaceX, het bedrijf opgezet door Elon Musk, verdient zijn geld vooral met het satelietennetwerk Starlink. Met dit geld financiert SpaceX een groot deel van de activiteiten in de ruimtevaart en AI en sociale media. De totale marktwaarde van SpaceX wordt geschat rond 1.800 miljard dollar. Naast SpaceX hebben Anthropic,

ontwikkelaar van de Claude AI-modellen en OpenAI, bekend van ChatGPT, vergaande plannen om naar de beurs te gaan. Beide bedrijven worden ingeschat op een waarde rond 1.000 miljard dollar. Bij dit soort bedragen rijst de vraag of de markt dit allemaal zomaar kan opnemen. De S&P 500, in marktkapitalisatie de grootste index in de VS, heeft een totale marktkapitalisatie van ongeveer 65 biljoen dollar. Als deze drie bedrijven voor hun gehele marktwaarde naar de beurs zouden gaan, zou het om bijna 6% van de totale markt gaan. Daarbovenop geven sommige bedrijven nieuwe aandelen uit. Zo heeft Alphabet aangekondigd 80 miljard aan nieuwe aandelen te gaan uitgeven om de investeringen in AI te financieren. AI met al enorme bedragen om in korte tijd te verwerken.

Echter, de afgelopen jaren is het aantal beursnoteringen relatief laag geweest, wat ruimte zou scheppen voor nieuwe kandidaten. Bovendien zijn beursgenoteerde bedrijven jarenlang netto opkopers geweest van hun eigen aandelen. Voor 2026 hebben bedrijven in de VS aandeleninkoop ter waarde van 860 miljard dollar aangekondigd. Maar het belangrijkste is dat de bedrijven die nu op de rol staan voor een notering, niet hun gehele aandelenkapitaal naar de beurs willen brengen. SpaceX wil een notering aanvragen ter waarde van 75 miljard dollar. Voor Anthropic en OpenAI zijn deze bedragen nog niet bekend, maar voor Anthropic zou het om 60 miljard dollar gaan. Dit zijn bedragen die de markt waarschijnlijk wel zal kunnen absorberen. In 2021 was de waarde van het totale aantal beursnoteringen in de VS 261 miljard dollar. Dat weerhield de S&P 500 niet van een stijging met 25% in datzelfde jaar. Kortom, we denken dat het beurs sentiment niet sterk zal lijden onder deze grote nieuwe beursnoteringen.

Wijzigingen beleggingsbeleid

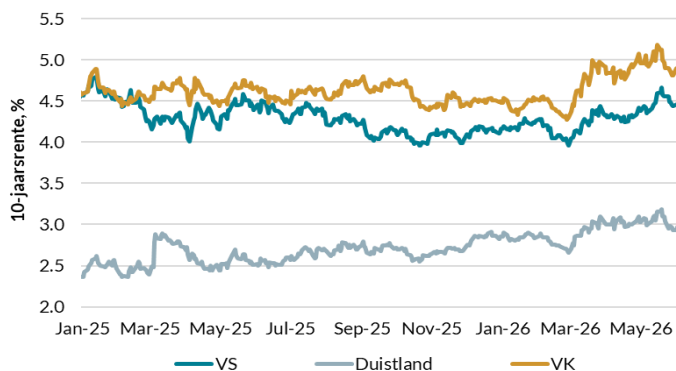
In ons beleggingsbeleid voeren we een paar wijzigingen door. We houden de aandelenweging neutraal, maar daar is actie voor nodig. Door de sterke performance van aandelen was de actuele allocatie binnen onze gespreide portefeuilles hoger dan gewenst. We verkopen wat aandelen, waarmee we winst nemen en weer op een neutrale weging uitkomen. Het is vooral de onzekerheid rondom het Midden-Oosten die ons leidt naar een neutrale positie, maar ook enigszins de zorgen die we hierboven hebben beschreven. Voor de VS is de winstdynamiek zeer sterk. De overgrote meerderheid van de analisten stelt winsten naar boven bij en de mate waarin dat gebeurt is hoog. De winstdynamiek is verreweg het sterkst in de sectoren energie en informatietechnologie, maar ook stevig in de sectoren basisindustrie, communicatiediensten en financiële dienstverlening. Of de verwachte winstgroei van 23,5% voor geheel 2026 gaat worden gehaald moeten we afwachten. Dalende besparingen van huishoudens zijn een sterke *boost* voor bedrijfswinsten. Dit voordeel zal afnemen. Maar ook als de

verwachte winstgroei niet helemaal wordt waargemaakt, zien we dat niet als negatief. Analisten zijn wel vaker wat te positief. Ook in Europa worden winsten naar boven bijgesteld, wat ons enigszins verbaast gezien de tegenvallende economische cijfers. Een winstgroei van 13,8%, zoals verwacht voor 2026, zou voor Europa uitzonderlijk zijn gezien de stagnatie van de winsten de afgelopen jaren. Als de economische groei ook nog tegenvalt, lijken die verwachtingen op zijn minst ambitieus.

Binnen aandelen zetten we onze overweging in de sector informatietechnologie wat sterker aan. We denken dat de sterk positieve ontwikkelingen rondom AI hun piek nog niet hebben bereikt. Een sterk prijsmomentum, sterke winstdynamiek en een aantrekkelijke waardering zijn positief voor de sector. We houden onze overweging in de sector financiële dienstverlening onveranderd.

We hogen onze allocatie naar staatsobligaties op van onderwogen naar neutraal. We denken dat de kans op hogere rentes is afgenomen. Dat de inflatie oploopt is geen verrassing meer. Bovendien is het grootste deel van de stijging van de energieprijzen al te zien in de inflatiecijfers. Onrust in het Midden-Oosten kan olieprijsen verder opdrijven, maar het is niet waarschijnlijk dat dat in de mate gebeurt die we in maart zagen. Net als de markt voor futures op de Amerikaanse beleidsrente, verwachten wij geen veranderingen van die beleidsrente dit jaar. In de eurozone worden twee tot drie renteverhogingen door de ECB ingeprijsd, wat we aan de agressieve kant vinden. Als de economische groei wat vertraagt en de ECB de rente minder optrekt dan verwacht, achten wij oplopende markrentes onwaarschijnlijk.

Rentestijging komt tot stilstand



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Om actief in te spelen op dalende rentes met een overweging in staatsobligaties vinden we een te groot risico. Als de onrust in het Midden-Oosten oplaait en olieprijsen oplopen, zou dat leiden tot negatieve rendementen voor staatsobligaties.

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie

Aandelen

Neutraal

De aandelenrally zette in mei per saldo door, waarbij het aantal dagen met een negatieve performance in de VS en in Europa net als in april beperkt bleef tot zeven. Het uitblijven van significante militaire handelingen in de Golfregio en de dalende olieprijs hielpen het positieve sentiment. Ook de ontwikkelingen rondom AI drukten een sterke stempel op aandelenmarkten. In de geïndustrialiseerde landen was de sector informatietechnologie veruit de sterkste stijger. Het uitblijven van een bestand tussen Iran en de VS en daarmee de voortdurende sluiting van de Straat van Hormuz houdt ons neutraal ten opzichte van aandelen. We hebben winst genomen op een overweging die was ontstaan door de performance van aandelen ten opzichte van andere beleggingscategorieën. De ontwikkelingen rondom AI zijn positief, maar de oorlog in het Midden-Oosten zal ook als deze snel wordt beëindigd leiden tot lagere economische groei, hogere inflatie en problemen in de energietoevoer. Maar aangezien deze effecten binnen afzienbare tijd zouden wegebben, zouden aandelenmarkten daar doorheen kijken en uiteindelijk opgelucht ademhalen. Anders wordt het als het conflict langer voortduurt en de energietoevoer uit de Golfregio langer stilligt. Dan zouden de negatieve gevolgen voor groei, inflatie en bedrijfswinsten snel zichtbaar worden. Centrale banken zouden rentes verhogen, wat ook negatief zou zijn voor aandelen. Dit is niet ons basisscenario, maar gezien de grote onzekerheden houden we vast aan onze neutrale aandelenweging. We hanteren ook een neutrale regioverdeling.

Aandelensectoren

Overwogen informatietechnologie Overwogen financiële dienstverlening

In mei stak de sector informatietechnologie wederom met kop en schouders uit boven de andere sectoren en boven de aandelenindex voor geïndustrialiseerde landen. De sector heeft het sterkste prijsmomentum en een zeer sterke winstdynamiek. Winsten worden sterk naar boven bijgesteld en dat gebeurt over een breed front. De waardering van de sector ligt onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar en steekt daarmee gunstig af tegen de gehele markt. De investeringen in AI stijgen sterk, maar we denken niet dat er te veel wordt geïnvesteerd. Daardoor zal dit voorlopig gunstig blijven voor de sector informatietechnologie. De sector financiële dienstverlening was per saldo vrijwel onveranderd en bleef daarbij achter bij de markt. We zien bij deze sector een degelijk winstmomentum en per saldo sterk positieve winstherzieningen van analisten. Dit bij een waardering die vrijwel gelijk is aan de gehele markt. In de VS kunnen toenemende activiteit in nieuwe beursnoteringen en fusies en overnames positief zijn, in Europa is een degelijke groei van de kredietverlening positief. Recent scoort de sector energie goed op de factoren prijs- en winstmomentum. Winstherzieningen zijn echter niet breed gedragen en de waardering van de sector is aan de hoge kant. We nemen geen positie in de sector, vooral omdat olieprijsen op termijn kunnen dalen.

Staatsobligaties

Neutraal

In mei stegen de tweejaars- en de tienjaarsrente in de VS, al was de stijging in lange rentes beperkt. In Duitsland en in het VK daalden rentes. In alle drie regio's liggen kapitaalmarktrentes nog boven het niveau van voor het conflict in het Midden-Oosten. Recente ontwikkelingen op obligatiemarkten weerspiegelen de militaire ontspanning die in het conflict heeft plaatsgevonden. Dat verkleint de kans op sterk stijgende olieprijsen en een inflatiegolf. Het verschil tussen de VS enerzijds en het VK en Duitsland anderzijds komt door inflatie- en groeiverschillen. In de VS is de inflatie hardnekkiger dan in Duitsland. Bovendien is de groei in de VS hoger dan in Duitsland en in het VK. Dus is er in de VS minder ruimte voor rentedaling. We vinden het monetaire beleid in de VS, waar geen renteveranderingen worden verwacht redelijk geprijsd. Voor de eurozone vinden we de marktverwachtingen van twee tot drie renteverhogingen wat agressief. Als er minder renteverhogingen nodig blijken, zou dat kunnen leiden tot dalende rentes. Maar het conflict in het Midden-Oosten met de mogelijkheid van hogere olieprijsen is een risico voor staatsobligaties. Per saldo hebben we onze allocatie teruggebracht van onderwogen naar neutraal.

Bedrijfsobligaties investment grade

Onderwogen

In april daalden risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties in de VS en in de eurozone. Al met al heeft het conflict in het Midden-Oosten tot nu toe weinig impact gehad op deze beleggingscategorie. De piek in de risico-opslagen is ruim onder de piek gebleven die werd bereikt na de aankondiging van de Amerikaanse handelstarieven vorig jaar. En die piek was vanuit historisch perspectief al beperkt. Het tekent de weerbaarheid van deze beleggingscategorie. In ons basisscenario waarin de oorlog in het Midden-Oosten binnen enkele weken tot een einde komt, voorzien we weinig schade aan bedrijfsbalansen en daarmee geen oplopende risico-opslagen. Maar de lage risico-opslagen bieden maar weinig buffer bij tegenvallers.

Bedrijfsobligaties high yield

Neutraal

Risico-opslagen op high yield bedrijfsobligaties daalden in april in de VS en in de eurozone. De dalingen waren iets sterker dan bij de veiligere investment grade bedrijfsobligaties. In de eurozone was de daling groter, maar werd de stijging van maart niet geheel ongedaan gemaakt. In de VS liggen risico-opslagen nu duidelijk lager dan aan de vooravond van het conflict, in de eurozone zijn ze tot dat niveau gedaald. Wij houden vast aan onze neutrale visie voor high yield. Bij redelijke economische groei in de VS en in Europa verwachten we dat risico-opslagen niet zullen uitlopen. Daarmee geeft de risico-opslag een redelijk extra rendement ten opzichte van staatsobligaties. Met de lage risico-opslagen vinden we het opwaartse potentieel van high yield beperkt. Terwijl de neerwaartse risico's bij tegenvallende economische groei toenemen.

Staatsobligaties opkomende markten	Neutraal
<p>Een lichte stijging van de onderliggende rente op Amerikaanse staatsobligaties en een iets grotere daling van de risico-opslag op staatsobligaties van opkomende markten genoteerd in dollars resulteerde in een lichte daling van de rente van deze beleggingscategorie. Ook bij staatsobligaties in lokale valuta daalden rentes iets. Per saldo is deze beleggingscategorie de beste presterende obligatiecategorie dit jaar. Al valt het resultaat wel in het niet bij het spectaculaire resultaat van aandelen uit opkomende markten. Obligaties uit opkomende markten bieden een aantrekkelijke rentevergoeding, hoewel de risico-opslag op obligaties in US-dollars laag is. We zien stijgende rentes in de VS als een risico voor deze categorie. De wens voor een zwakkere dollar is niet ongunstig. Obligaties genoteerd in lokale valuta hebben geprofiteerd van renteverlagingen van centrale banken, maar hier verwachten we een ommekeer. Per saldo houden wij vast aan onze neutrale visie.</p>	
Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
<p>Beursgenoteerd vastgoed bleef redelijk stabiel in mei wereldwijd en in alle regio's. Na het herstel in april bleef mei redelijk gelijk. Dit terwijl het Midden-Oosten conflict nog doorloopt, waardoor de druk op oplopende rentes blijft bestaan. De VS liet iets betere rendementen zien t.o.v. andere regio's zoals Europa en Azië. Deze regio's hebben ook meer last van het Midden-Oosten conflict als energie-importeurs. Wij houden een neutrale visie. Leegstand is wat hoger in de VS dan in Europa. Op termijn wordt huurgroei binnen vastgoed gesteund door verminderd nieuw aanbod. In zowel de VS als Europa zien we vanaf de huidige renteniveaus weinig potentieel voor een daling. Zolang het conflict voortduurt, is er risico op oplopende inflatieverwachtingen en stijgende lange rentes. De veranderde marktverwachtingen rondom de beleidsrentes lijken door te zetten: in de VS neemt de Fed een afwachtende houding aan; in Europa verwacht de markt meerdere renteverhogingen. Ten opzichte van de renteniveaus is de waardering van wereldwijd ontwikkeld beursgenoteerd vastgoed duur en vinden we Europa neutraal gewaardeerd.</p>	
Grondstoffen	Neutraal
<p>De brede grondstoffenindex van Bloomberg daalde licht in mei. De geruchten over een mogelijke deal tussen de VS en Iran zorgde voor een daling van de olieprijs tot onder USD 100 per vat. De Straat van Hormuz bleef gesloten en de onderhandelingen lopen nog. De ontwikkeling van de prijzen zal vooral afhangen van de lengte van het conflict en de reikwijdte ervan. De onzekerheid hieromtrent is nog steeds aanzienlijk. Vooral de blijvende sluiting van de Straat van Hormuz kan gevolgen hebben voor olie- en gasprijzen. In ons basisscenario gaan we ervan uit dat het conflict eerder weken dan maanden zal duren, met de verwachting dat de prijzen weer zullen dalen - hoewel voorlopig op een hoger niveau dan voor het conflict begon. Hoe langer het conflict duurt, hoe langer de negatieve gevolgen zichtbaar zullen worden, met verwachte hogere energieprijzen. De goudprijs is tot nu toe geen 'veilige haven' gebleken tijdens het Midden-Oosten conflict en bleef redelijk stabiel rond 4.600 dollar per troy ounce per eind mei. Goud kan een toevluchtsoord zijn voor beleggers in tijden van (geopolitieke) onzekerheid. Echter, factoren zoals stijgende rentes en winstnemingen door beleggers (de goudprijs was historisch hoog met een toegenomen speculatief karakter) wogen tot nu toe zwaarder dan de geopolitieke onrust. Hoewel op kortere termijn vertraging van de (Chinese) economische groei een drukkend effect heeft op de vraag naar metalen en prijzen, lijkt met name koper op de langere termijn goed gepositioneerd te zijn voor structurele ontwikkelingen zoals de energietransitie en kunstmatige intelligentie.</p>	
US dollar - euro	Neutraal
<p>Waar de dollar tijdens de escalatie van het conflict in het Midden-Oosten fungeerde als veilige haven, leidde het staakt-het-vuren en zicht op een oplossing van het conflict tot verzwakking van de dollar ten opzichte van de euro. Op 13 maart bereikte de dollar zijn sterkste niveau van 1,14 dollar per euro, aan het einde van de maand was de dollar verzwakt tot 1,16 dollar per euro. Daarmee is de dollar terug op het niveau dat we in de tweede helft van 2025 hebben gezien. In mei was de dollar vrijwel onveranderd ten opzichte van de euro. Met een daling van de tweejaarsrente in Duitsland en een stijging in de VS, is dit renteverskil in mei opgelopen ten gunste van de VS. Dat leidt potentieel tot een sterkere dollar. Bovendien is de dollar fundamenteel gezien niet speciaal goedkoop. Wij zien nog steeds voldoende kapitaalstromen richting de VS in de vorm van kortetermijnbeleggingen en langetermijninvesteringen om de dollar op peil te houden. Toch zien we met het hoge Amerikaanse begrotingstekort en het grote tekort op de handelsbalans geen opwaartse trend voor de dollar. Per saldo voorzien we een zijwaartse beweging.</p>	

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2025
Wereldwijd (MSCI AC)	1131	5.5%	8.3%	12.2%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	4865	4.9%	8.0%	10.5%
Opkomende markten (MSCI EM)	1752	10.1%	10.1%	25.6%
Verenigde Staten (S&P 500)	7580	5.7%	11.5%	11.4%
Eurozone (EURO STOXX 50)	626	2.4%	-1.2%	5.7%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	10409	0.0%	-3.2%	5.7%
Japan (Topix)	3957	5.0%	-0.3%	15.0%
Nederland (AEX)	1035	2.1%	0.8%	8.8%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2025 (bp)
Verenigde Staten	4.44	4	47	27
Japan	2.66	13	54	58
Duitsland	2.93	-10	28	8
Frankrijk	3.54	-15	32	-2
Italië	3.66	-21	38	15
Nederland	3.05	-4	32	8
Verenigd Koninkrijk	4.82	-20	52	34

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2025 (bp)
Verenigde Staten	73	-8	-12	-6
Eurozone	77	-3	-4	-1

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2025 (bp)
Verenigde Staten	272	-11	-38	-9
Eurozone	268	-12	-1	-2
Opkomende markten (USD)	237	-11	-22	-16
Opkomende markten (Lokale valuta)	205	-18	-25	-9

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2025
Wereld	-0.5%	-2.2%	7.8%
Noord-Amerika	0.2%	2.8%	13.2%
Europa	-0.2%	-10.4%	-0.7%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2025
Bloomberg index	-3.1%	13.4%	25.8%
Basismetalen	5.7%	10.6%	16.1%
Brent olie (USD per vat)	93.77	-17.4%	30.8%
Goud (USD per troy ounce)	4591	-0.1%	-11.6%

Valuta

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2025
USD per EUR	1.17	-0.5%	-1.2%

Rendementen in EUR

bp = basispunt (0,01%)

Data per 31 mei 2026

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 & Research

Pieter Heijboer – Hoofd Investment Strategy
Luc Aben – Hoofdeconoom
Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg
Danny Dekker – Beleggingsstrateeg
Erik-Jan van Harn – 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