



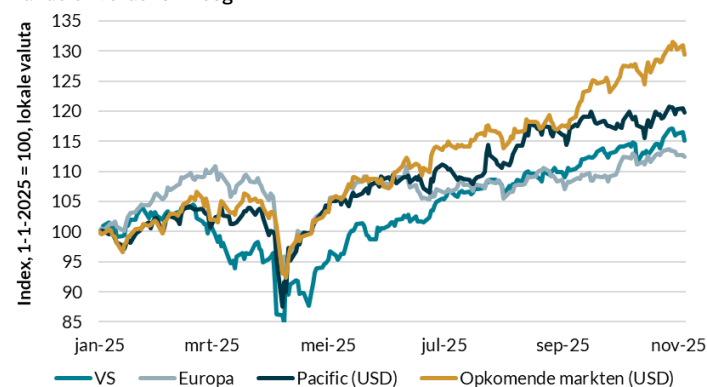
Visie op Asset Allocatie

November 2025

- Fed verlaagt rente, maar verdere verlaging in december niet zeker
- Sterke winstcijfers in de VS
- Overweging aandelen, lichte onderweging bedrijfsobligaties

Ontspanning in de handelsoorlog, degelijke bedrijfscijfers en, ondanks beperkte data uit de VS vanwege de voortdurende sluiting van de federale overheid, redelijke economische cijfers hielpen aandelenmarkten in oktober verder omhoog. Voor de S&P 500 was het al de zesde maandwinst op rij. De stijging in de VS was minder dan in andere regio's. In Japan gingen de koersen na het aantreden van een nieuwe premier met maar liefst 6,2% omhoog, gerekend in yen. Ook opkomende markten kenden weer een sterke maand. De stijging in Europa was nipt hoger dan in de VS.

Aandelen verder omhoog



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Rentes daalde in de VS aan het begin van de maand, maar stegen aan het einde, toen duidelijk werd dat de Fed het wellicht voorzichtig aan zal doen met het verlagen van de rente. Per saldo waren rentes in de VS nagenoeg onveranderd. In Duitsland was een gelijkaardig patroon te zien. Kredietopslagen op bedrijfsobligaties liepen in de VS iets op, maar bleven historisch laag. In Europa was weinig beweging.

Vanwege aanhoudende groei in de VS en verbetering in voorlopende indicatoren in Europa, tezamen met renteverlagingen in de VS en degelijke bedrijfscijfers, hebben we besloten onze positie in aandelen iets te vergoten naar een overweging. Hier staat een onderweging in investment grade bedrijfsobligaties tegenover. We blijven onderwogen in investment grade bedrijfsobligaties vanwege de lage risico-opslagen. Binnen deze categorie hebben we een voorkeur voor Europa ten opzichte van de VS.

Shutdown beperkt data VS

Vanwege de sluiting van de Federale overheid door de politieke onenigheid, de *shutdown*, ligt een aantal overheidsdiensten stil. Waaronder de bureaus die gegevens over de economie bijhouden en publiceren. Zo zijn de arbeidsmarktcijfers en de detailhandelsverkoop over september niet gepubliceerd en kwamen de inflatiecijfers voor die maand met een flinke vertraging. We varen dus in de mist wat betreft de Amerikaanse economie, maar er is wel wat zicht. Gegevens uit private bronnen worden immers gewoon gepubliceerd. Daaruit komt een beeld dat de economie zich nog steeds redelijk houdt. Zo stegen de inkoopmanagersindices in de industrie en in de dienstverlening in oktober. Volgens het samengestelde cijfer voor de gehele economie was het vertrouwen onder ondernemers het hoogst sinds december vorig jaar. De sterke daling in het voorjaar, toen de handelsoorlog volop woedde, is daarmee ongedaan gemaakt. Het vertrouwen onder kleine ondernemers daalde wel iets in september, maar staat daarmee nog hoger dan in maart en april. Ook uit de winstcijfers over het derde kwartaal die beursgenoteerde bedrijven hebben gerapporteerd, blijkt niet al te veel last van de verhoogde invoerheffingen.

Inkoopmanagers VS optimistisch gestemd



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Uit alternatieve databronnen, zoals de werkgelegenheidscijfers van loonstrookjesverwerker ADP of creditcardbetalingen, blijkt voortgaande economische groei. Een groei die ook zeker gedragen wordt door de sterk groeiende investeringen in infrastructuur voor kunstmatige intelligentie. Gezien de grote vraag naar kunstmatige intelligentie, en benodigde rekenkracht voor AI-inferentiemodellen, denken wij dat de stijgingen van de investeringen realistisch zijn en de groei voorlopig hoog kan blijven. Gerelateerd aan de omvang van de economie zijn de investeringen in kunstmatige intelligentie niet overmatig.

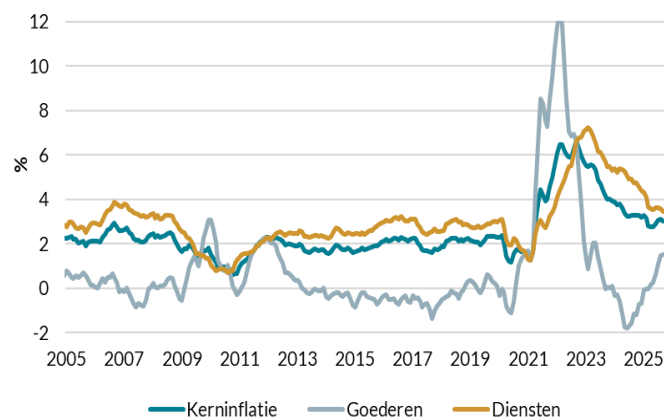
Het vertrouwen onder consumenten is wel laag. Afgelopen drie maanden daalde het consumentenvertrouwen, zowel volgens de Conference Board als volgens de Universiteit van Michigan, die de twee belangrijkste indices publiceren. Consumenten maken zich wat meer zorgen over inflatie dan over de arbeidsmarkt. De landelijke aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen worden door de shutdown niet gepubliceerd, maar uit cijfers van de staten blijkt, met wat slagen om de arm, geen stijging. En als de stijging van de inflatie door de invoerheffingen enigszins beperkt blijft en de shutdown tot een einde komt, kan het vertrouwen weer verbeteren.

De uitgestelde inflatiecijfers over september toonden hardnekkige inflatie rond 3%. Waarbij de totale inflatie recent iets is opgelopen en de kerninflatie min of meer stabiel is. Binnen de kerninflatie stijgen de prijzen van goederen door de hoge invoerheffingen, maar daalde de inflatie van diensten naar 3,5%, het laagste niveau sinds november 2021. Al met al zien we een beeld met beperkte effecten van de invoerheffingen.

Het einde van de shutdown, de langste ooit, is moeilijk te voorspellen. De Democratische Partij wil dat de regering kortingen op bestedingen aan medische zorg terugdraait, maar de Republikeinen willen daar geen belofte over doen. Ze willen eerste een einde van de shutdown en dan met de Democraten onderhandelen over de zorgkosten.

Ondertussen worden de negatieve effecten van de shutdown groter. Ambtenaren die geen salaris krijgen, zullen hun uitgaven steeds meer gaan beperken. Ook de voedselhulp aan gezinnen met lage inkomens staat onder druk. Kiezers geven vooral de Republikeinen de schuld van de shutdown. Wat uiteindelijk kan leiden tot een compromis.

Goedereninflatie VS loopt op, maar diensteninflatie daalt



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Vooruitkijkend verwachten we nog wel wat hogere inflatie en lagere groei in de VS, maar zien we ook een weerbare economie. Vooral de impact van kunstmatige intelligentie houdt de groei positief. Dat betekent ook dat winsten van bedrijven verder kunnen groeien.

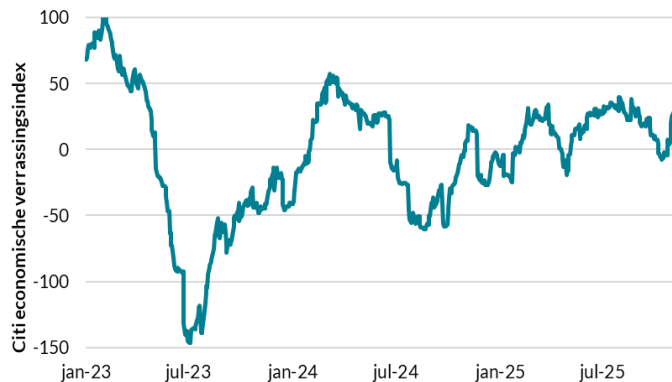
Eurozone verrast positief

Over de eurozone stelden we vorige maand de vraag of er sprake was van een groeiversnelling. Dat is een beetje een groot woord, maar in het derde kwartaal van dit jaar kwam de economische groei uit op 0,2% ten opzichte van het tweede kwartaal. Feitelijk een versnelling ten opzichte van de 0,1% groei in het eerste kwartaal, al is het minimaal. In Duitsland en Italië stagneerde de economie, wat wel een verbetering is ten opzichte van de krimp een kwartaal eerder. In Frankrijk, Spanje en Nederland was de groei voor Europese begrippen degelijk. Over het algemeen verrasten de economische cijfers van de eurozone de afgelopen weken in positieve zin.

Ook onze voorlopende indicator voor de eurozone is verbeterd. De verbetering werd breed gedragen door de indicatoren waaruit onze voorlopende indicator is samengesteld. Zo verbeterden in oktober de inkoopmanagersindices in de industrie en in de dienstensector, de Economic Sentiment Index, de Duitse Ifo-index, de Franse INSEE-index, en het consumentenvertrouwen. Alleen het ondernemersvertrouwen in België daalde. Met de verbetering in oktober zet onze indicator het herstel van de

afgelopen maanden voort. De indicator staat nog altijd onder het langjarig gemiddelde, maar wel op het hoogste niveau sinds de zomer van 2022.

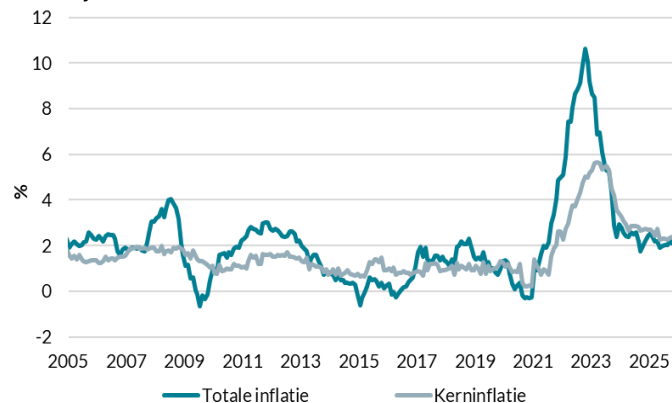
Economische cijfers eurozone verrassen positief



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

We zien de consument als de belangrijkste pijler onder de groei in 2026. Verbeterde koopkracht, gemiddeld genomen een gezonde financiële positie en hoge spaarbuffers zouden de consumptie moeten ondersteunen. En uiteraard de fiscale stimulerende in Duitsland, al is die van grotere betekenis voor Duitsland zelf dan voor de gehele eurozone.

Inflatiecijfers eurozone onder controle



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

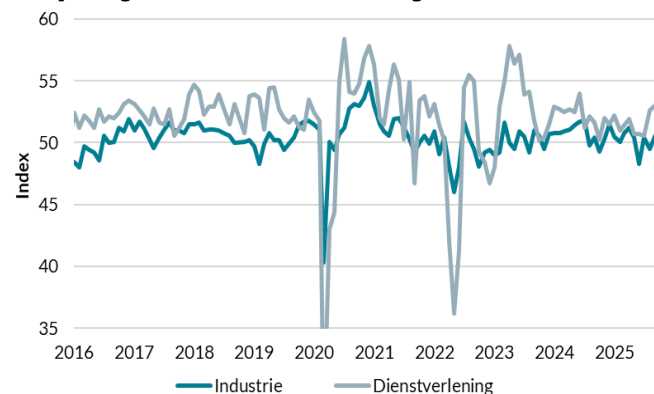
Ten opzichte van de VS profiteert de eurozone minder van de ontwikkelingen rond kunstmatige intelligentie, maar er is geen opwaartse druk op de inflatie door de handelsoorlog. In oktober daalde de totale inflatie tot 2,1%. De kerninflatie was stabiel op 2,4%. Vooral de inflatie in de dienstensector is nog hoog, maar afnemende loongroei kan die inflatie ook temperen.

Geeft China prioriteit aan de consumptie?

De Chinese economie draait al jaren vooral op de uitvoer en investeringen. De consumptie maakt in vergelijking met andere landen een klein deel uit van de economie. Met dit

onevenwichtige beeld zijn excessen ontstaan. Overinvesteringen in het bedrijfsleven met als gevolg dalende prijzen en dalende winsten. Ook in de woningbouw en overheidsinvesteringen is sprake van overinvesteringen. Huizenprijzen dalen al jaren. Schulden van bedrijven en van de overheid lopen snel op. China leunt nog steeds sterk op de uitvoer om de problemen op te lossen. De handelsoorlog met de VS maakt dit moeilijker, ondanks wat ontspanning na een ontmoeting tussen de presidenten Trump en Xi eind oktober. China weet de dalende uitvoer naar de VS vrij goed te compenseren met stijgende uitvoer naar andere landen. Maar ook bij die andere landen begint weerstand te ontstaan tegen de overvloed aan goedkope Chinese invoer. Temeer daar alle landen te kampen hebben met hoge Amerikaanse invoerheffingen. Dus moet China op zoek naar een meer consumptiegedreven groeimodel. In aanloop naar een nieuw vijfjarenplan is daar wel wat aandacht voor, maar de maatregelen lijken toch nog vrij beperkt. We verwachten dan ook dat China moeite zal hebben om het doel van 5% groei per jaar de komende jaren vast te houden.

Inkoopmanagersindices China vallen iets terug



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Problemen in China kunnen hun weerslag hebben op andere opkomende markten, maar ook hier speelt kunstmatige intelligentie een rol van betekenis met steun voor de economieën van Taiwan en Zuid-Korea. Over het algemeen schetsen inkoopmanagersindices in de industrie in Aziatische economieën dan ook een positiever beeld dan in Oost-Europa of Latijns-Amerika. Inflatie geeft bijna een omgekeerd beeld. Die is juist in Azië laag. Wat centrale banken de mogelijkheid geeft rentes te verlagen.

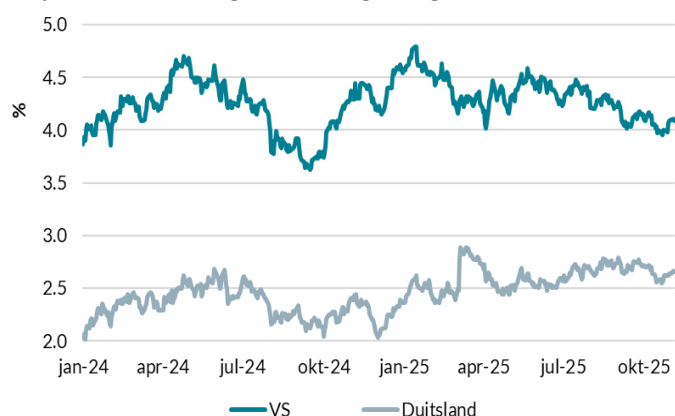
Minder zekerheid Fed

Vooruitzichten voor monetair beleid zijn nooit zeker. Economische schokken en veranderingen in de verwachte inflatie leiden vaak tot veranderingen in verwachte beleidsrentewijzigingen. Op dit moment denken wij dat er meer zekerheid bestaat over het beleid van de ECB dan over dat van de Fed.

In de eurozone ligt de inflatie dicht bij het doel van de ECB. Met een beleidsrente van 2% is het monetaire beleid neutraal. De economie groeit nu iets onder het trendmatige niveau, wat in principe zou moeten leiden tot een wat verzwakkende arbeidsmarkt en dalende inflatie. Toch is de werkloosheid al anderhalf jaar stabiel en de drie maanden tot en met september onveranderd op 6,3%. We gaven al aan dat we wat versnelling van de groei in de eurozone verwachten. Daarmee zou de groei rond het trendmatige niveau komen, wat een neutrale rente rechtvaardigt.

Rondom het beleid van de Fed heerst meer onzekerheid. Vooral omdat de doelstellingen van de Fed uiteen lopen. Een afkoelende arbeidsmarkt rechtvaardigt een lagere rente, maar hardnekkige inflatie juist op een rente boven het neutrale niveau. Een neutraal niveau dat overigens hoger ligt dan in de eurozone. De Fed verlaagde de rente in oktober wederom met 0,25%-punt tot 3% - 4%. Niet iedere beleidsmaker stemde hiermee in. Eén beleidsmaker stemde voor een renteverlaging met 0,5%-punt, maar deze voormalig economisch adviseur van Trump wordt over het algemeen niet al te serieus genomen. Maar er was ook één beleidsmaker die de rente niet wilde verlagen, wat wellicht signifikanter is. Vooral omdat Fed-voorzitter Powell er op wees dat een renteverlaging in december verre van een uitgemaakte zaak is. En als het gebrek aan cijfers over de economie vanwege de shutdown leidt tot grotere onzekerheid, is dat voor Powell een reden om terughoudend te zijn met renteverlagingen. We hebben eerder aangegeven de ingeprijsde renteverlagingen voor de Fed aan de agressieve kant te vinden. De afgelopen weken is het aantal ingeprijsde renteverlagingen inderdaad wat afgenomen. Markten verwachten nu nog twee à drie renteverlagingen tot de zomer van volgend jaar.

Tienjaarsrente VS omhoog na beleidsvergadering Fed



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Als gevolg van de afkoelende arbeidsmarkt in de VS en wat kortdurende zorgen in kredietmarkten zette de trend van dalende rentes aan de korte en aan de lange kant tot medio oktober door. Daarna zijn rentes weer gaan stijgen. Wij

denken nog steeds dat er een grotere kans is dat lange rentes in de VS verder stijgen dan dat deze rentes dalen. In Duitsland is de tweejaarsrente van een dieptepunt van 1,7% in april, opgelopen tot 2%. Met de verwachting van een onveranderde beleidsrente van de ECB, verwachten we ook geen grote bewegingen in de Duitse tweejaarsrente. In tegenstelling tot de dalende Amerikaanse tienjaarsrente, was de Duitse tienjaarsrente dit jaar tot begin oktober wat opgelopen. De daling in oktober vinden wij lastig te verklaren, gezien de verbeterende groeivoorzichten in de eurozone. We gaan er daarom vanuit dat de tienjaarsrente in Duitsland wat kan gaan stijgen.

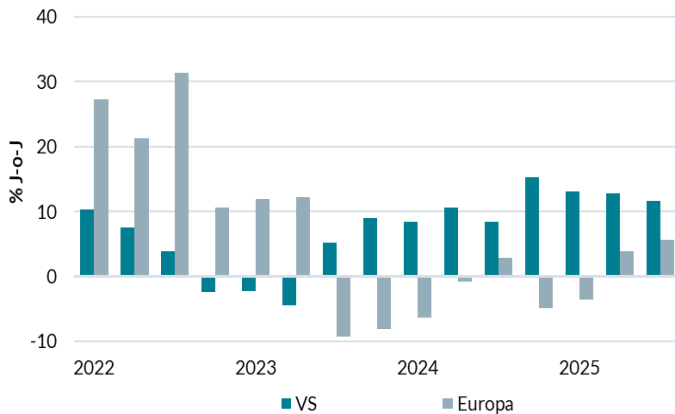
Amerikaanse winstcijfers steun voor aandelen

De voortgaande stijgingen van aandelenmarkten werden gedreven door een aantal factoren. In de eerste plaats zijn de bedrijfscijfers die Amerikaanse bedrijven rapporteren positief. De helft van de bedrijven in de S&P 500 heeft tot nu toe cijfers gepubliceerd. De winstgroei bedraagt tot nu toe 11% ten opzichte van het derde kwartaal van vorig jaar. De omzetgroei is met 6% ook degelijk. Een hogere winstgroei dan omzetgroei betekent dat bedrijven hun winstmarges weten te verhogen. Uiteraard helpen de winsten van de grote technologiebedrijven. De winstgroei in de sector informatietechnologie is tot nu toe 24%. Ook in de sector financiële dienstverlening werd met 23% sterke winstgroei gemeld. De grote Amerikaanse banken profiteerden van sterke inkomsten uit de uitgifte en handel in aandelen en obligaties en toenemende fusies en overnames. Ook in de sectoren basisindustrie, industrie en nuts was de winststijging hoger dan gemiddeld. Het zijn dus niet alleen de grote technologiebedrijven die zorgen voor de sterke winstcijfers. Deze sterke winstgroei is aandelenanalisten niet ontgaan. Het aantal analisten dat de winstverwachtingen naar boven bijstelt is per saldo positief. Het winstmomentum, de mate waarin de verwachte winsten in de afgelopen drie maanden zijn bijgesteld, is sterk.

In Europa begon het cijferseizoen redelijk, maar dat is inmiddels afgezwakt. Ook hier heeft de helft van de bedrijven uit de index, de STOXX 600, gerapporteerd. De winstgroei staat op 6% bij een daling van de omzetgroei van nog geen 1%. Ook in de Europa weten bedrijven hun marges dus te verhogen, maar kostenreductie bij de afwezigheid van omzetgroei is een risico voor de economie. In Europa is de winstgroei het sterkst in de sectoren informatietechnologie (+19%) financiële dienstverlening (+17%), en industrie (+11%). In de sectoren energie, niet-duurzame consumptiegoederen en nuts dalen de winsten. Deze cijfers geven aan dat het Europese bedrijfsleven moeite heeft om te ontkomen aan de trend van stagnerende winsten die in Europa al sinds 2022 zichtbaar is.

Winstherzieningen zijn per saldo negatief en het winstmomentum is zwak. Een duidelijk zwakker beeld dus dan in de VS. Desondanks zijn analisten positief gebleven over 2026. Na jaren van stagnatie wordt een winstgroei verwacht van 12%. Als de economie wat aantrekt kan de winstgroei ook verbeteren, maar 12% winstgroei zou wel een opmerkelijke verbetering zijn ten opzichte van de afgelopen jaren.

Winstgroei VS sterker dan Europa



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Een andere factor die de stemming op aandelenmarkten heeft gesteund is de handelsoorlog. Tijdens de ontmoeting tussen Trump en Xi besloot China om de beperkingen op de uitvoer van zeldzame aardmetalen en afgeleide producten op te schorten, in ruil voor een soepelere behandeling van de uitvoer van chips van de VS naar China. Ook wordt het strafftarief van de VS op Chinese invoer vanwege de Chinese productie van grondstoffen voor de drug fentanyl met 10% verlaagd. Ook voor een aantal andere Aziatische landen, waaronder Zuid-Korea en Maleisië versoepelde de VS de handelsvoorwaarden. De dreigementen van de VS en China in aanloop naar de ontmoeting tussen Trump en Xi werden door financiële markten wederom niet al te serieus genomen. En ook deze keer bleek dat terecht.

Ondanks de opwaartse trend in aandelenmarkten zijn sentimentsindicatoren niet uitgesproken optimistisch. De positionering van beleggers in aandelen is recent wat afgenomen. Uit enquêtes onder particuliere beleggers in de VS blijkt dat het aantal optimisten en het aantal pessimisten elkaar ongeveer in evenwicht houdt. Het aantal uitstaande callopties (optimistisch) ten opzichte van de het aantal putopties (pessimistisch) ligt iets onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar. Vanuit contrair oogpunt zien we deze terughoudendheid als positief voor aandelen.

Beleggingsbeleid: overwogen aandelen

Met de aanhoudende groei in de VS, de renteverlagingen door de Fed, de sterke winstcijfers in de VS en het

terughoudende sentiment onder beleggers hebben we besloten onze allocatie naar aandelen te verhogen van neutraal naar overwogen. We hoeven hiervoor maar een beperkte transactie te doen, aangezien het gewicht van aandelen in onze modelportefeuille al was opgelopen door de stijgingen van aandelen de afgelopen tijd.

We denken nog steeds dat de groei in de VS wat zal vertragen de komende kwartalen als de invoerheffingen geleidelijk worden doorberekend aan de consument. Maar de consument staat er gemiddeld genomen goed voor, met een redelijke inkomensstijging, lage schuld en een stijgend vermogen. Het lage consumentenvertrouwen en toenemende wanbetalingen op autoleningen en creditcards zijn zaken om in de gaten te houden, maar deze problemen zijn geconcentreerd bij de lagere inkomens die een relatief klein deel van de consumptie uitmaken. De vertraging van de consumptieve bestedingen wordt grotendeels gecompenseerd door de investeringen in kunstmatige intelligentie. Voorst zijn de winstcijfers in het Amerikaanse bedrijfsleven sterk en bij aanhoudende groei voorzien we hierin geen sterke afzwakking.

De overweging in aandelen is geconcentreerd in de VS. Daar zijn de groei en de winstcijfers het sterkst. De waardering van Amerikaanse aandelen is hoog, maar waardering vinden we minder van belang voor tactisch beleggingsbeleid. Er wordt steeds meer gesproken over een zeepbel in Amerikaanse aandelen, vooral in aandelen van bedrijven gerelateerd aan kunstmatige intelligentie. Wij denken dat er op dit moment geen sprake is van een zeepbel. De vraag naar kunstmatige intelligentie is groot en neemt sterk toe. Daarvoor zijn enorme investeringen noodzakelijk. Dus stijgen de winsten en de koersen van de grote technologiebedrijven. De waardering van deze bedrijven ligt iets onder het gemiddelde van de afgelopen jaren. Het enthousiasme onder beleggers en de toenemende mate van verstrengeling tussen technologiebedrijven zijn kenmerken van de euforische fase van een zeepbel, maar niet in zorgelijke mate. Van belang is ook dat het grootste deel van de investeringen wordt gedaan door grote winstgevende ondernemingen en grotendeels gefinancierd uit de cash flow van deze bedrijven.

In Europa houden we onze aandelenweging conform onze strategische weging. Europese aandelen zijn minder duur dan in de VS en er is potentie voor winststijging, maar op dit moment vinden we de winstdynamiek niet sterk genoeg voor een overweging. Ook in de regio's Pacific en opkomende markten houden we onze allocatie naar aandelen volgens de strategische weging.

We hebben een neutrale positie in staatsobligaties. We zien een groter risico op rentestijgingen in de VS dan in Europa. We hebben geen positie in Amerikaanse staatsobligaties.

We zijn onderwogen in investment grade bedrijfsobligaties. Deze onderweging is geconcentreerd in de VS, waar we een hoger rendement verwachten in aandelen. In Europa zijn we licht overwogen.

Binnen grondstoffen, waarin we een neutrale positie hebben, vielen recent een stijging van de olieprijs en een daling van de goudprijs op. De olieprijs steeg nadat de VS het sanctieregime rondom Russische olie aanscherpte. Dat zou de export van Russische olie en daarmee het wereldwijde aanbod kunnen beperken. De stijging van de olieprijs was echter van korte duur. De oliemarkt is immers vrij ruim en er zijn ook geen tekenen van naderende krapte. Bovendien blijkt het in praktijk lastig om ontduikingen van sancties te voorkomen. Voor de daling van de goudprijs was geen directe aanleiding. Na een piek van ruim 4.300 US dollar per troy ounce op 20 oktober, daalde de goudprijs binnen een week tot onder de 4.000 dollar. Ook na deze daling is de goudprijs in de afgelopen twee jaar verdubbeld en is goud nog steeds duur vanuit historisch perspectief of ten opzichte van rentes en olie. We zien in deze daling geen reden om goud aan te kopen.

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Overwogen
In oktober gingen aandelenmarkten verder omhoog. De wereldwijde index van MSCI, genoteerd in Amerikaanse dollars, steeg met 2,2%. Opkomende markten liepen in dollars voorop met een stijging van 4,1%, gevolgd door de eurozone met een stijging van 2,5% in euro's. Amerikaanse aandelen stegen met 2,3%, aandelen uit de regio Pacific met 2,1%, beide in dollars. De dollar apprieeerde bijna 2% ten opzichte van de euro. Wij hebben onze allocatie naar aandelen opgehoogd van neutraal naar overwogen. Deze overweging is geconcentreerd in de VS. In de andere regio's houden we onze blootstelling naar aandelen gelijk aan de strategische weging. We verhogen de VS ondanks hoge waarderingen. 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 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
De renteverlaging van de Fed in oktober was geen verrassing. Maar de toon rondom de renteverlaging was havikachtig. Een renteverlaging in december is volgens de Fed verre van zeker. Als gevolg hiervan stegen de verwachtingen voor de beleidsrente van de Fed en daarmee ook marktrenten na de rentevergadering. Eerder in de maand oktober waren rentes echter gedaald, waardoor per saldo voor de gehele maand rentes vrijwel onveranderd waren. In het VK hielpen meevallende inflatiecijfers de tweejaarsrente met ruim 20 basispunten omlaag en de tienjaarsrente met bijna 30 basispunten. In Duitsland waren rentebewegingen net als in de VS per saldo beperkt. De rente in de VS lijkt aantrekkelijk, maar het afdekken van wisselkoersrisico is relatief duur. Bovendien zien we vanaf de huidige niveaus ruimte voor rentestijgingen in de VS. Wellicht minder renteverlagingen door de Fed, hardnekkige inflatie, aanhoudende groei en hoge begrotingstekorten kunnen leiden tot hogere rentes. In Europa worden tot eind volgend jaar geen renteaanpassingen door de ECB verwacht, wat wij redelijk vinden. Daarmee zien we het monetaire beleid als neutraal voor staatsobligaties. Door wat hogere groei en fiscale stimulering in Duitsland kunnen rentes wel iets gaan stijgen.	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
In oktober waren risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties in de VS en in de eurozone nagenoeg onveranderd, net als in de voorgaande maanden. 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 oktober steeg de risico-opslag op high yield bedrijfsobligaties in de VS met 14 basispunten en in de eurozone met 9 basispunten. Daarmee werd in de eurozone de daling van de voorgaande maand vrijwel ongedaan gemaakt. 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
De risico-opslag op staatsobligaties van opkomende landen uitgegeven in US dollars daalde in oktober voor de vijfde maand op rij, deze maand met 19 basispunten. Met een lichte daling van de onderliggende rente op Amerikaanse staatsobligaties en couponbetalingen resulteerde dat in een positief resultaat. 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 oktober 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 0,3% (in euro's) een beperktere winst dan wereldwijde aandelen. In de VS daalde deze categorie, terwijl er in Europa een licht positief rendement gerealiseerd werd. Fed-voorzitter Powell zette in augustus op de conferentie in Jackson Hole de deur (verder) open voor renteverlagingen, waardoor beursgenoteerd vastgoed in de VS voor het eerst kon herstellen boven niveaus van begin april. Nadat financiële markten veel renteverlagingen hadden ingeprijsd in de VS voor het jaar 2026, werd deze verwachting in oktober wat getemperd door degelijke macro-economische data en uitspraken van Fed-bestuurders. Dit leidde tot wat tegenwind voor VS beursgenoteerd vastgoed. In Europa was er een rugwind, rentes in Duitsland gingen in oktober licht omlaag. 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 daling. In de VS omdat er al veel renteverlagingen door de Fed 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 in oktober. De goudprijs steeg door, wel met een correctie in de tweede helft van de maand. De stijging kwam mede door de renteverlaging in de VS, 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, en hoe de correctie zal verlopen, 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 licht in oktober. 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 stegen licht, mede door de stijgende koperprijs i.v.m. productieverstoringen. Hoewel op korte(re) termijn vertraging van de (Chinese) economische groei een drukkend effect heeft op de vraag naar metalen en prijzen, lijkt m.n. koper op lange(re) termijn goed gepositioneerd voor structurele ontwikkelingen zoals de energietransitie en AI.	

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereldwijd (MSCI AC)	1402	2.2%	8.2%	19.6%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	4390	1.9%	7.7%	18.4%
Opkomende markten (MSCI EM)	1402	4.1%	12.7%	30.3%
Verenigde Staten (S&P 500)	6840	2.3%	7.9%	16.3%
Eurozone (EURO STOXX 50)	572	2.5%	4.7%	12.7%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	9717	3.9%	6.4%	18.9%
Japan (Topix)	3332	6.2%	13.2%	19.6%
Nederland (AEX)	971	3.0%	7.7%	10.6%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	4.10	-5	-27	-48
Japan	1.66	1	10	58
Duitsland	2.64	-7	-5	28
Frankrijk	3.42	-11	7	23
Italië	3.39	-18	-15	-14
Nederland	2.79	-8	-8	19
Verenigd Koninkrijk	4.41	-29	-16	-16

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	80	4	1	-2
Eurozone	76	-2	-2	-25

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	294	14	8	2
Eurozone	281	9	9	-30
Opkomende markten (USD)	262	-22	-37	-63
Opkomende markten (Lokale valuta)	220	1	20	18

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereld	-1.6%	2.9%	6.4%
Noord-Amerika	-1.8%	2.8%	0.0%
Europa	1.1%	-0.2%	1.9%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Bloomberg index	2.6%	6.0%	8.6%
Basismetalen	4.4%	10.9%	9.6%
Brent olie (USD per vat)	65.10	-3.0%	-10.3%
Goud (USD per troy ounce)	3979	3.8%	20.7%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 31 oktober 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