



Visie op Asset Allocatie

Oktober 2025

- Amerikaanse groei nog sterk
- Fed maakt draai richting renteverlagingen
- Markten optimistisch gestemd
- Allocatie naar aandelen conform de strategische weg

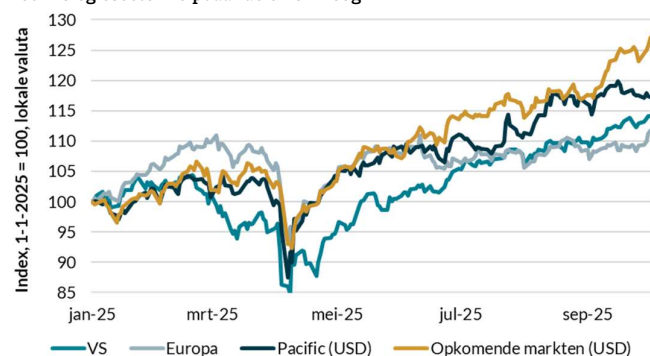
Financiële markten bleven in september in een positieve stemming. Aandelenmarkten boekten winst, met opkomende markten voorop. Ook in de VS was een degelijke stijging te zien. Het was de vijfde maand op rij dat Amerikaanse aandelen winst boekten. In de regio's Pacific en Europa was de stijging beperkter. Ook vastgoed en grondstoffen boekten winst, zij het in bescheidenere mate dan aandelen. De risico-opslagen op bedrijfsobligaties handhaafden zich op historisch lage niveaus. De opslag op staatsobligaties uit opkomende landen daalde. Dit optimisme wordt vooral gedreven door de aanhoudende groei in de VS. Wat weer positief is voor de winstverwachtingen. Ook tot nog toe beperkte effecten van de handelsoorlog op de economieën in de eurozone en opkomende markten helpen. En natuurlijk de renteverlaging van de Fed, met de verwachting op nog meer renteverlagingen.

Wij houden vast aan een neutrale positie in aandelen. De groei in de VS is in het derde kwartaal beter dan verwacht en de effecten van de handelsoorlog zijn nog maar beperkt zichtbaar, maar aandelen zijn hier sterk op vooruitgelopen en prijzen een positief groei- en inflatiescenario in. We behouden een onderweging in Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties en overwegingen in eurozone investment grade bedrijfsobligaties en eurozone staatsobligaties.

Amerikaanse economie lijkt niet stuk te krijgen

Politiek tumult in verschillende vormen, hoge en nog steeds aanvullende invoerheffingen en een centrale bank die nog steeds een restrictief rentebeleid voert. En toch groeit de Amerikaanse economie door. Op basis van de tot nu toe gepubliceerde economische cijfers over het derde kwartaal voorspelt de Atlanta Fed een groei van 3,9% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Volgens de Amerikaanse traditie is dit een geannualiseerd cijfer. Als de economie vier kwartalen aan dit tempo zou groeien, zou er in een jaar 3,9% groei zijn geweest. Dit groeitempo is ver boven het trendmatige tempo in de VS. De cijfers over het eerste halfjaar van 2025 zijn herzien. Er waren nog steeds sterke fluctuaties vanwege het anticiperen op de invoerheffingen, maar de groei van de finale binnenlandse vraag (de economische activiteit exclusief buitenlandse handel en voorraadvorming) bleek hoger dan eerder geraamd. Er is nog steeds een groeivertraging zichtbaar van gemiddeld 3,3% geannualiseerde kwartaalgroei in 2023 en 2024 naar 1,9% in de eerste helft van 2025, maar deze vertraging is minder geprononceerd dan in de eerdere cijfers. Vooral een

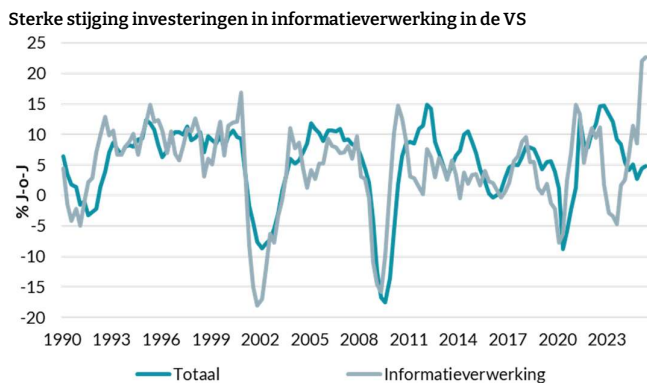
Technologiesector helpt aandelen omhoog



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

opleving van de consumptie in het tweede kwartaal hielp mee. Maar ook de sterke stijging van de investeringen in infrastructuur voor kunstmatige intelligentie.

Wij denken dat de VS zo'n hoog groeitempo niet kan volhouden. De investeringen in datacenters zullen hoog blijven. De grote bouwers hiervan, de zogenoemde *hyperscalers* waaronder Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft en Oracle hebben laten blijken deze race absoluut niet te willen verliezen. Maar toch zal de groei van de investeringen afnemen. Dit jaar voorzien de *hyperscalers* een groei van bijna 30% van hun investeringen, in 2026 nog maar 10%.



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

Wat de consument betreft zijn de tekenen gemengd. De nominale inkomensgroei is afgenomen ten opzichte van de hoge niveaus in 2023 en 2024, maar met 4,7% in augustus toch nog respectabel. Hardnekkige inflatie neemt hier wel een flinke hap uit. De groei van het reële beschikbare inkomen bedroeg 1,9% in augustus. Vooral vanaf mei is de inkomensontwikkeling gematigd geweest. Dat heeft te maken met de afgekoelde arbeidsmarkt. Daar maken consumenten zich ook zorgen over. En over de inflatie. Het consumentenvertrouwen daalde in september volgens twee belangrijke enquêtes en blijft daarmee zwak. Alsnog heeft dit zwakke vertrouwen de groei van de bestedingen niet in de weg gestaan. Die groei is recent juist versneld, ten koste van een dalende spaarquote. Die is laag (4,6%), zeker naar Europese normen.

De afkoeling van de arbeidsmarkt heeft doorgezet. In de zes maanden tot en met augustus nam de werkgelegenheid per maand gemiddeld met 64.000 nieuwe banen toe. Dat is de laagste groei sinds december 2010, toen de economie nog herstellende was van de financiële crisis. Exclusief banen bij de overheid en in de gezondheidszorg, is de banengroei vrijwel stilgevallen. De afnemende dynamiek op de arbeidsmarkt is ook te zien in minder openstaande vacatures en minder werknemers die vrijwillig hun baan

opzeggen. De werkloosheid nam in augustus voor de tweede maand op rij toe, tot 4,3%, maar blijft laag.

De afnemende dynamiek op de arbeidsmarkt komt niet alleen vanuit de vraagkant. Hoewel de cijfers grillig zijn, zien we een trendmatige daling van de groei van de beroepsbevolking. Dat komt door afnemende bevolkingsgroei, maar recent vooral ook door het anti-immigratiebeleid van de regering-Trump. De immigratie is sterk afgenomen en het aantal deportaties toegenomen. Ook de beperkte werkgelegenheid gelieerd aan de bedrijfsvoering van datacenters voor kunstmatige intelligentie kan hebben bijgedragen aan de ontkoppeling tussen de economische groei en de groei van de werkgelegenheid. De schaarste aan de aanbodkant van de arbeidsmarkt houdt bedrijven in ieder geval terughoudend met het ontslaan van werknemers. Ook het lage aantal wekelijkse aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen duidt op een arbeidsmarkt die redelijk in balans is. Weliswaar op een lager niveau dan voorheen.

Ondertussen gaat de politieke onrust maar door. De Republikeinse en Democratische partijen hebben geen overeenstemming weten te bereiken over de begroting vóór de deadline van 30 september. Hierdoor is de federale overheid gedeeltelijk gesloten. Hieronder vallen nationale parken, paspoortbureaus, onderzoeksinstituten en statistiekbureaus. Het leger, de luchtverkeersleiding, grensbewaking, gevangenissen en postbezorging blijven wel open, net als Medicare, Medicaid en Social Security. Deze laatste omdat ze onder wettelijk vastgestelde uitgaven vallen. Niet-essentiële ambtenaren worden met verlof gestuurd, essentiële ambtenaren blijven werken, maar krijgen pas betaald zodra de sluiting voorbij is. Zo'n sluiting heeft een negatief effect op de economie. Hoe groot is uiteraard afhankelijk van de duur, maar over het algemeen is het beperkt. Vooral omdat de ambtenaren achteraf worden betaald. Nu heeft president Trump gedreigd met massaontslagen van federale ambtenaren in het geval van een sluiting. Dat zou het negatieve effect vergroten, maar het is afwachten of dit dreigement ook zal worden uitgevoerd. Anders dan bij het bereiken van het schuldenplafond heeft de sluiting van de overheid geen directe gevolgen voor de obligatiemarkt. De Amerikaanse overheid kan obligaties blijven uitgeven om het tekort op de overheidsbegroting te dekken.

Groeiversnelling eurozone?

Voor de eurozone heeft de centrale bank van Italië een vergelijkbare indicator als de Atlanta Fed voor de VS. Deze €-coin indicator hangt nauw samen met de groei en wijst op een versnelling in het derde kwartaal naar een groei van 0,5% ten opzichte van het tweede kwartaal. In het eerste kwartaal van dit jaar groeide de economie van de eurozone

sneller, maar dat kwam vooral door een sterke stijging van de uitvoer in aanloop naar de Amerikaanse handelsoorlog. In het tweede kwartaal, toen het effect van de handelsoorlog deels keerde, viel de groei in de eurozone terug naar 0,1%. Een groei van 0,5% per kwartaal is stevig voor de eurozone. Waarmee het signaal van de €-coin indicator verrassend is.

Een acceleratie van de detailhandelsverkoop sinds augustus 2024 kan een verklaring zijn. Hoge loongroei volgend op de inflatiegolf na de coronapandemie en afnemende inflatie hebben de consument geholpen. Maar in juli was een forse daling te zien in de detailhandelsverkoop. De rugwind van sterke loonstijgingen en dalende inflatie neemt juist af. Huishoudens in de eurozone hebben een grote spaarbuffer opgebouwd tijdens de coronapandemie, maar met een consumentenvertrouwen dat wijst op stagnerende detailhandelsverkoop, is het onduidelijk of die spaarbuffers worden aangesproken.

De economie van de eurozone heeft zich wél weerbaar getoond na de hoge invoerheffingen vanuit de VS. En de meest recente invoerheffingen, bijvoorbeeld op farmaceutische producten, zouden niet voor de Europese Unie gelden, omdat de VS en de EU een akkoord hebben bereikt waarin een algemeen tarief van 15% geldt, met alleen een uitzondering voor staal en aluminium. De industrie heeft hier last van. De inkoopmanagersindex voor deze sector daalde in september naar 49,8, wat duidt op krimp en waarmee de stijging van augustus geheel ongedaan werd gemaakt. De orderboekpositie van industriële bedrijven in de eurozone staat nog altijd op een laag niveau. Ook de onverwachte daling van de Duitse Ifo-index in september past in het rijtje cijfers dat wijst op matige groei.

Inkoopmanagers eurozone dienstensector positiever



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

In de dienstensector, die ongeveer 70% van de Europese economie uitmaakt, lijkt het dan weer beter te gaan. Daar steeg de inkoopmanagersindex in september naar 51,4. In

Frankrijk is de index nog zwak, wat te maken kan hebben met de politieke situatie.

Al met al voorzien we groei in de eurozone. Waarbij de renteverlagingen die de ECB heeft doorgevoerd, zullen helpen. Of er een groeiversnelling komt, hangt onder meer af van de impact van de fiscale bestedingsplannen in Duitsland.

Fed verlaagt rente, meer op komst

Na de jaarlijkse bijeenkomst van Fed-bestuurders in Jackson Hole in augustus was het geen verrassing meer dat de Fed de rente in september met 0,25%-punt verlaagde. Dit na een pauze van negen maanden. In die maanden zag de Fed een economie die zich behoorlijk hield en wachtte de centrale bank af in hoeverre de Amerikaanse invoerheffingen de inflatie zouden beïnvloeden. In augustus was de totale inflatie 2,7% en de kerninflatie 2,9%. De inflatie is dit jaar per saldo niet gedaald. Vooral de goedereninflatie is wat opgelopen, maar nog steeds minder dan gevreesd gezien de invoerheffingen. Volgens Fed-voorzitter Powell is het redelijk om aan te nemen dat de hogere inflatie tijdelijk is. Er is immers sprake van een éénmalige verhoging van de invoerheffingen. Of althans, een beperkte periode waarbinnen de heffingen zijn verhoogd. Maar Powell noemde ook het risico dat dit de inflatie langer opstuwt. Nog steeds een opwaarts risico voor de inflatie dus. Dus waren het de zwakkere arbeidsmarktcijfers die de doorslag gaven bij de renteverlaging. Dat heeft het neerwaartse risico voor de economie vergroot en de Fed aangezet tot de renteverlaging in september. Tegen de achtergrond dat die rente nog als gematigd restrictief werd gezien.

Fed hervat renteverlagingen, ECB pauzeert



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

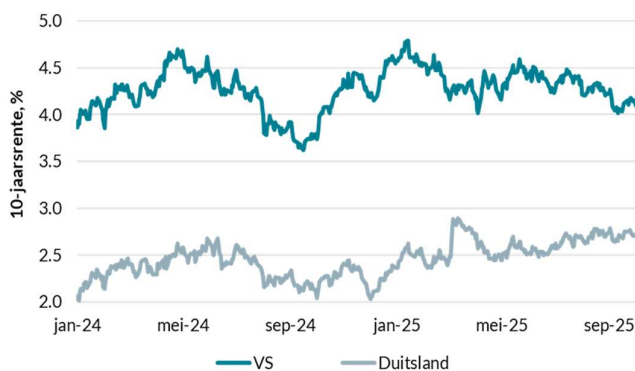
Het was interessant om te zien dat de twee door Trump benoemde beleidsmakers die in juli nog afweken van de meerderheid, door voor een renteverlaging te pleiten, nu wel met de meerderheid meestemden. En ook in de projecties voor de rest van dit jaar, waarbij negen van de negentien leden van het beleidscomité nog twee

rente verlagingen voorzien, vallen de twee eerdere dissidenten niet op. Dat geeft wat geruststelling over de onafhankelijkheid van de Fed. Er was nog wel één beleidsmaker met een sterk afwijkende mening. Stephen Miran, voormalig economisch adviseur van Trump en tijdelijk benoemd op een vrijgekomen post, stemde voor een renteverlaging van 0,5%-punt. En Miran is waarschijnlijk ook de beleidsmaker die pleit voor nog vijf renteverlagingen dit jaar (de ramingen voor groei, inflatie en rente zijn anoniem). Maar dat is moeilijk serieus te nemen.

Vooruitkijkend lijken de twee renteverlagingen die de grootste groep beleidsmakers nog voor dit jaar voorziet er wel te kunnen komen. Markten prijzen deze renteverlagingen ook in. Maar dan moet de inflatie beperkt blijven en de arbeidsmarkt ietwat verder afkoelen. Bij de Fed gaat het namelijk niet helemaal van harte. Powell sprak bij de renteverlaging van risicomanagement, wat niet meteen duidt op een serie renteverlagingen. Bovendien zijn er zeven beleidsmakers die de rente dit jaar niet verder willen verlagen en twee die maar één renteverlaging voorzien. De vijf renteverlagingen die markten tot eind volgend jaar inprijzen, ligt aan de bovenkant van de bandbreedte die beleidsmakers hebben gegeven. Dat vinden wij aan de agressieve kant.

We denken daarmee dan ook dat er weinig dalingspotentieel is voor lange rentes in de VS. De tienjaarsrente is de afgelopen maanden gedaald richting 4%, wat we wel zo'n beetje als de ondergrens zien voor de komende tijd. Als de Fed de rente verder verlaagt, zullen korte rentes mee dalen, wat zal resulteren in een steilere rentecurve.

Beperkt dalingspotentieel Amerikaanse en Duitse rentes



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

In de eurozone liep de totale inflatie in september op tot 2,2%. Dat is een lichte stijging van de trend van 2,0% van de afgelopen maanden. De kerninflatie was echter stabiel op 2,3%. Inflatie in de dienstensector liep iets op tot 3,2%. De afgelopen tijd was er discussie ontstaan over de rentepauze van de ECB. Mede omdat de ECB in haar projecties voorziet

dat de kerninflatie in 2026 en 2027 iets onder het doel van 2% zal dalen. Wij achten het prematuur om te concluderen dat de ECB de rente verder zal moeten verlagen om te voorkomen dat de inflatie te ver daalt. Ten eerste moet ten minste een deel van de renteverlagingen die de ECB al heeft doorgevoerd nog effect hebben op de economische groei en inflatie. Daarnaast is er de grootschalige fiscale stimulering in Duitsland die de groei wat zal steunen. Beleidsrente verhogingen achten we ook niet aan de orde, waarmee we weinig beweging voorzien in de Duitse tienjaarsrente.

Positieve stemming markten

In de inleiding wezen we al op het positieve sentiment onder beleggers. Vooral de recente prestaties van aandelen uit opkomende markten valt hierbij op. Sinds het begin van het jaar hebben van de grotere landen vooral de aandelenmarkten van Korea (+34%), Mexico (+29%) en Brazilië (+22%), gemeten in lokale valuta, grote stijgingen laten zien. China (+14%) en Taiwan (+12%) liggen in lijn met Europa (+12%), terwijl India met 3,5% achterblijft. Deze stijgingen zijn opvallend. Brazilië, India en China hebben immers te maken met hoge Amerikaanse invoerheffingen. In een meerderheid van de opkomende markten waarvoor een inkoopmanagersindex voor de industrie beschikbaar is, daalde deze in september. En in een meerderheid van deze landen wijst de index ook op krimp. Daar staat tegenover dat het BBP-gewogen gemiddelde nog wel op gematigde groei wijst. China kampt nog altijd met een matige binnenlandse groei. De consument doet het rustig aan en de investeringen staan onder druk. Het nieuwe overheidsbeleid dat de sterke concurrentie in de industrie wil aanpakken, belooft weinig beterschap. De crisis in de vastgoedsector duurt voort. Winsten groeien nauwelijks. Er heerst wel optimisme over de ontwikkelingen in kunstmatige intelligentie in China, wat de tech-bedrijven daar steunt. Korea profiteert van de aanwezigheid van Samsung. Maar voor de gehele aandelenmarkt is de groei van de verwachte winsten in Korea stilgevallen. In Brazilië zijn de verwachte winsten sinds het begin van het jaar met bijna 7% gedaald. In Mexico zijn ze onveranderd. We zien in de rally van aandelen uit opkomende markten geen aanleiding om onze allocatie naar deze beleggingscategorie op te hogen.

Een verbeterde winstdynamiek en het feit dat de Fed het beleid van renteverlagingen heeft hervat, hebben positief uitgewerkt op Amerikaanse aandelen. De beurs in de VS is echter wel vooruitgelopen op dit positieve scenario van degelijke groei en beperkte inflatiedruk met hogere waarderingen. Invoerheffingen kunnen prijzen nog opdrijven, wat het aantal Fed-renteverlagingen dan onder druk zet. In Europa is de winstdynamiek vooralsnog zwak. Wachtend op een versnelling van het economische

momentum. Per saldo houden we een neutrale weging in aandelen aan. In lijn met het strategische gewicht voor de langere termijn.

Bij bedrijfsobligaties, zowel in de categorie investment grade als high yield vinden we risico-opslagen laag. We verwachten geen grote golf wanbetalingen of faillissementen, maar risico-opslagen hoeven maar weinig op te lopen om ervoor te zorgen dat bedrijfsobligaties achterblijven bij staatsobligaties. Binnen bedrijfsobligaties hebben we een voorkeur voor investment grade obligaties uit de eurozone. Bedrijfsbalansen zijn in Europa over het algemeen wat beter en banken staan er goed voor. Bovendien zijn Europese investment grade bedrijfsobligaties wat minder rentegevoelig dan Amerikaanse. Ten slotte maakt de risico-opslag in Europa een groter deel uit van de totale rentevergoeding.

We hebben een neutrale visie op vastgoed en grondstoffen. De olieprijs zit al jaren in een licht dalende trend. Er is voldoende aanbod en door de matige groei in China en in de wereldwijde industrie en de omschakeling naar alternatieve energiebronnen is de groei van de vraag beperkt. Voor een opleving van basismetalen zouden we vooral sterkere groei in China willen zien. De goudprijs stabiliseerde van april tot augustus, maar beweegt sindsdien weer omhoog.

Goud hervat rally, olieprijs laag



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

Centrale banken kopen nog steeds goud. Renteverlagingen door de Fed hebben een extra zetje gegeven. Ook het onrustige politieke klimaat in de VS, resulterend in een tijdelijke sluiting van veel overheidsinstanties, heeft steun geboden aan de goudprijs. Maar goud is ondertussen wel extreem duur ten opzichte van bijvoorbeeld rentes of olie.

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Neutraal
In september was de stemming op aandelenmarkten positief. De wereldwijde index van MSCI, genoteerd in Amerikaanse dollars, steeg met 3,5%. Opkomende markten liepen voorop met een stijging van 7,0%, gevolgd door de VS met 3,5%, beide in dollars. De eurozone bleef daar in euro's met 1,5% bij achter, terwijl de regio Pacific in dollars 0,9% omhoog ging. We behouden een neutrale visie. Economische groei houdt zich beter dan verwacht en de Fed verlaagt de beleidsrente, maar tegen deze achtergrond zijn markten snel gestegen en er is nog onzekerheid over de uitkomst van de handelsoorlog met mogelijk meer inflatiedruk in de VS. De winstdynamiek is in de VS verbeterd, maar in Europa nog zwak. In opkomende markten vinden we de verzwakte winstdynamiek niet passen bij sterke stijgingen van aandelen.	
Staatsobligaties	Overwogen
De renteverlaging van de Fed in september was geen verrassing. En dat een groot deel van de beleidsmakers nog twee renteverlagingen voorziet ook niet. De tweejaarsrente was in de VS in september dan ook nagenoeg onveranderd. De tienjaarsrente daalde iets, maar bleef net boven 4%. Wij denken dat de Fed de rente dit jaar verder zal verlagen. Zwakkere arbeidsmarktcijfers zullen daarbij doorslaggevend zijn. Voor volgend jaar vinden we het aantal renteverlagingen dat de markt verwacht wat agressief. Als deze verwachtingen worden bijgesteld, zal dat leiden tot een stijging van de tienjaarsrente. De rente in de VS lijkt aantrekkelijk, maar het afdekken van wisselkoersrisico is relatief duur. Daarom hebben we geen Amerikaanse staatsobligaties in de portefeuille. In de eurozone is de cyclus van renteverlagingen door de ECB voorlopig geëindigd. Met een matig groeiende economie en een inflatie rond het doel van de ECB worden geen renteverlagingen meer ingeprijsd. Dit achten we redelijk, aangezien de ECB al een hele serie renteverlagingen heeft doorgevoerd en de effecten daarvan zichtbaar beginnen te worden. We denken dat de ruimte voor een lagere tienjaarsrente in Duitsland beperkt is mede vanwege het ruimere begrotingsbeleid aldaar. Onze licht overwogen positie in staatsobligaties wordt vooral gedreven de krappe risico-opslagen op bedrijfsobligaties.	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
In september 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. Lage groei zonder recessie en dalende inflatie vormen traditioneel een klimaat waarin investment grade bedrijfsobligaties goed gedijen. Toch vinden we de risico-opslag voor bedrijfsobligaties in dollars te krap. Daar blijven we dus onderwogen. In de eurozone is de risico-opslag relatief minder laag en maakt de risico-opslag bovendien een groter deel uit van de totale rentevergoeding. Bovendien vinden we de balansen van bedrijven in de eurozone wat sterker. Ook in het Europese bankwezen zijn balansen versterkt. 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 de VS was de risico-opslag op high yield bedrijfsobligaties in september nagenoeg onveranderd, in de eurozone daalde de opslag met 11 basispunten. 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. 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 september met 14 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 september 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.	

Vermogenscategorie

Beursgenoteerd vastgoed

Neutraal

Wereldwijd vastgoed in ontwikkelde landen boekte met 0,7% (in euro's) een beperktere winst dan wereldwijde aandelen. In de VS ging deze categorie omhoog, in Europa handelde deze vlak. Nu er meer duidelijkheid is rondom Trump zijn handelsbeleid, beweegt vastgoed weer meer in lijn met rentes. Nadat in augustus het beeld voor rentes in de VS draaide, met de toespraak van Fed-voorzitter Powell op de conferentie in Jackson Hole, zijn er inmiddels veel renteverlagingen in de VS ingeprijsd. Hierdoor kon vastgoed in de VS voor het eerst herstellen boven niveaus van begin april. In Europa waren rentes in september nagenoeg onveranderd. Het handelsbeleid van de VS heeft met name een deflatorisch effect op de eurozone, echter staat daar rentedruk van hogere Duitse fiscale uitgaven tegenover. 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. Meer inflatie- en daardoor rentedruk in de VS vanwege invoerheffingen is een risico. In Europa zien we vanaf huidige niveaus weinig potentieel voor rentedaling, na de eerdere aankondigingen van fiscale verruiming in Duitsland. Ten opzichte van renteniveaus is de waardering van wereldwijd vastgoed duur en vinden we Europa neutraal gewaardeerd.

Grondstoffen

Neutraal

De brede grondstoffenindex van Bloomberg was in september licht gestegen. Deze stijging werd vooral door de stijgende goudprijs veroorzaakt. Goud staat op een historisch hoog niveau. De stijging kwam mede door de renteverlaging in de VS, aanhoudende geopolitieke instabiliteit en 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 niet 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 bleef relatief stabiel in september. 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. Op korte(re) termijn is er vertraging van de (Chinese) economische groei, met een drukkend effect op de vraag naar metalen en prijzen. Op lange(re) termijn lijkt met name koper 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)	1346	3.5%	7.3%	17.1%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	4307	3.1%	7.0%	16.2%
Opkomende markten (MSCI EM)	1346	7.0%	10.1%	25.2%
Verenigde Staten (S&P 500)	6688	3.5%	7.8%	13.7%
Eurozone (EURO STOXX 50)	558	1.5%	3.1%	10.0%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	9350	1.8%	6.7%	14.4%
Japan (Topix)	3138	2.0%	10.0%	12.7%
Nederland (AEX)	943	5.1%	3.2%	7.3%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	4.15	-8	-8	-43
Japan	1.65	4	23	57
Duitsland	2.71	-1	12	35
Frankrijk	3.53	2	26	35
Italië	3.56	-5	7	4
Nederland	2.87	-4	7	27
Verenigd Koninkrijk	4.70	-2	21	13

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	76	-4	-4	-6
Eurozone	78	-5	-2	-12

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	280	-2	-15	-12
Eurozone	272	-11	-2	-30
Opkomende markten (USD)	284	-14	-38	-41
Opkomende markten (Lokale valuta)	219	-3	-3	17

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereld	0.6%	3.5%	8.2%
Noord-Amerika	0.5%	3.6%	1.7%
Europa	-0.1%	-5.2%	0.8%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Bloomberg index	1.8%	2.6%	5.9%
Basismetalen	3.3%	-0.9%	4.9%
Brent olie (USD per vat)	67.08	-1.6%	-10.2%
Goud (USD per troy ounce)	3834	11.4%	46.0%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 30 september 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