



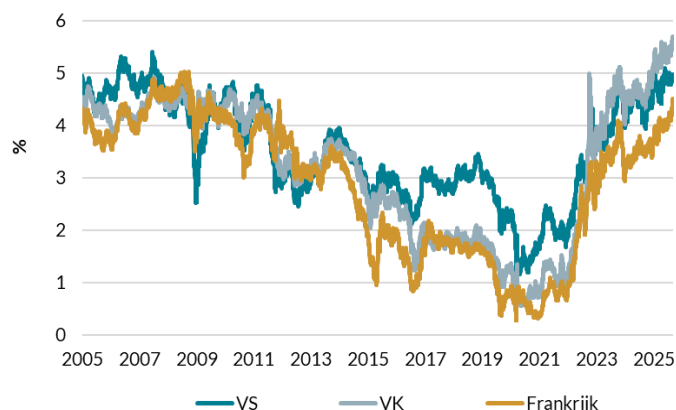
Visie op Asset Allocatie

September 2025

- Trump's aanvallen op de Fed hebben effect op rentes
- Franse begrotingsperikelen leiden tot rentevolatiliteit
- Beleggingsbeleid ongewijzigd

Aandelenmarkten boekten in augustus, zowel in lokale valuta als in euro's, over het algemeen positieve resultaten. Maar dat ging niet vanzelf. Aan het begin van de maand gingen aandelen onderuit na tegenvallende banencijfers uit de VS. Ook het politieke tumult hield aan, met nieuwe aanvallen van president Trump op de Fed. Een draai van Fed-voorzitter Powell richting renteverlagingen en degelijke winstcijfers van bedrijven leidden toch tot een stijging. Aan de rentekant viel vooral de versteiling van de Amerikaanse rentecurve op. De tweejaarsrente daalde nu de Fed de weg vrij lijkt te maken voor renteverlagingen, maar de tienjaarsrente daalde maar in beperkte mate mee. Dat duidt erop dat beleggers zich toch wat zorgen maken over een te ruim monetair beleid van de Fed. Ook het oplopen van dertigjaarsrentes wijst op wat onrust onder obligatiebeleggers.

Sterke stijging dertigjaarsrentes



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

ten opzichte van vorig jaar. Hardnekkige inflatie maakt het voor de Fed lastig de rente sterk te verlagen. We denken dat aandelen de verwachtingen voor economische groei en winstgroei aan de zonnige kant zien en houden daarom vast aan een neutrale positie.

Politiek tumult VS houdt aan

Een onvoorspelbaar handelsbeleid, het ontslaan van ervaren ambtenaren en aanvallen op de onafhankelijkheid van de Fed; ook in augustus hield het politieke tumult vanuit de VS aan.

Op handelsgebied is inmiddels grotendeels duidelijk geworden welke tarieven gaan gelden. Voor de EU, Japan en Korea geldt een algemeen tarief van 15%; voor veel Aziatische landen gelden hogere tarieven, rond 20%. Voor staal en aluminium uit de EU blijft een tarief van 50% gelden; voor staal en auto's uit Japan een tarief van 25%. Een meevaller voor de EU is dat ook auto's onder het tarief van 15% vallen. Voor China ligt het tarief nog op bijna 60%. India kreeg een tarief van 50% opgelegd omdat het, in de ogen van de VS, te veel Russische olie importeert. Voor Brazilië is het tarief van 50% gehandhaafd. Voor de VS betekent dit dat het gemiddelde invoertarief richting 20% zal gaan. In juni, de meest recente maand waarvoor handelscijfers voor de VS beschikbaar zijn, lag het daadwerkelijk betaalde tarief gemiddeld op 10%. Dat zal dus nog een stuk omhoog gaan, vooral als bedrijven door de voorraden heen zijn die ze in aanloop naar de handelsoorlog hadden opgebouwd. Daarmee zal ook het effect op de inflatie zichtbaarder worden en daarmee ook het negatieve effect op de koopkracht van consumenten.

Onze beleggingsvisie is ongewijzigd. We verwachten lage wereldwijde groei, waarbij de VS het meest zal vertragen

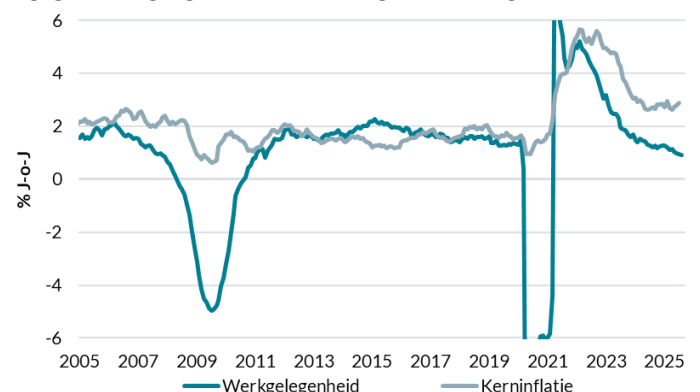
Eind augustus kwam er nog een verrassing in het handelsbeleid. Enkele Amerikaanse bedrijven hadden bij de rechter aangevoerd dat de huidige invoerheffingen illegaal zijn. Een panel van rechters op handelsgebied had daarmee ingestemd. In hoger beroep is deze afwijzing van Trump's handelsbeleid bevestigd. Zeer positief voor de wereldwijde economie en voor financiële markten, zou je zeggen. Aandelenmarkten reageerden echter lauwtjes. Vooral omdat de invoerheffingen niet zomaar van de baan zijn. Trump zal tot het hooggerechtshof door blijven vechten om de uitspraak van de lagere rechters ongedaan te maken. Met de Republikeinse meerderheid in het hooggerechtshof die in een aantal recente zaken in het voordeel van Trump heeft beslist, is het onzeker of de uitspraak stand zal houden. Bovendien heeft Trump nog andere wegen om invoerheffingen in te stellen, dus daar zijn we niet zomaar vanaf.

De aanval van Trump op de Fed bestond deze week uit het ontslag van Fed-bestuurder Cook. Zij wordt beschuldigd van onregelmatigheden bij het aanvragen van twee woninghypotheken. Volgens Cook is er sprake van een misverstand. Zij vecht haar ontslag dan ook aan en is vooralsnog in functie gebleven. Dit ontslag past in het beleid van Trump om ook binnen de Fed een meerderheid van loyalisten te krijgen. In eerste instantie zodat de rente verder verlaagd kan worden, maar ook om de regelgeving van het bancaire systeem meer naar de hand van Trump te zetten. Momenteel heeft Trump binnen de zevenkoppige Board of Governors al twee medestanders. Deze twee weken in juli al af van de meerderheid van het beleidscomité van de Fed door te pleiten voor een renteverlaging. Met het vrijwillige ontslag van Fed-bestuurder Kugler begin augustus, kan Trump het aantal loyalisten al naar drie brengen. Als het ontslag van Cook, wat aangevochten zal worden tot het hooggerechtshof en daarmee nog even zal duren, stand houdt, heeft Trump een meerderheid in de Board. Nu bestaat het beleidscomité van de Fed, het FOMC, uit meer leden dan alleen de Board of Governors, namelijk 11. De voorzitter van de New York Fed maakt permanent onderdeel uit van het FOMC. De overige vier leden bestaan op roulerende basis uit de voorzitters van de andere elf regionale banken. Deze regionale bestuurders zijn over het algemeen wat minder geneigd tot renteverlagingen. Ze worden benoemd door de regionale banken, maar hun benoeming moet bevestigd worden door de Board of Governors. Via de Board kan Trump dus ook invloed uitoefenen op de samenstelling van het FOMC. Het zou ongekend zijn als deze invloed wordt aangewend, maar gezien het beleid van Trump tot nu toe kunnen we het niet uitsluiten. Trump heeft er geen geheim van gemaakt dat hij ook de Fed naar zijn hand wil zetten.

In het licht van deze recente aanval is het opmerkelijk dat Fed-voorzitter Powell een draai richting renteverlagingen

heeft gemaakt. In juli vond hij een licht restrictief monetair beleid nog passend, met inflatie die iets boven het doel van de Fed lag en een solide, gebalanceerde arbeidsmarkt. Powell liet toen ook weten dat de opwaartse risico's voor inflatie en de werkloosheid waren toegenomen, wat een reactie van de Fed lastig maakt. Maar niets wees op een mogelijke renteverlaging in september. In Jackson Hole, waar bestuurders van de Fed in Washington en de regionale banken jaarlijks samenkomen, kondigde Powell een draai in het beleid aan. Hij noemde de economische groei, die in de eerste helft van het jaar is afgenomen. De arbeidsmarkt is in balans, maar die balans is precair. De cijfers van juli toonden aan dat, na sterke neerwaartse revisie in eerdere maanden, de banengroei veel sterker was afgenomen dan gedacht. Tegelijkertijd is ook de groei van het arbeidsaanbod afgenomen door het strenge immigratiebeleid van Trump. Per saldo steeg de werkloosheid naar 4,2%, wat precies de bovenkant van de range is sinds mei vorig jaar. Geen reden tot paniek dus, maar volgens Powell is het risico van verder afnemende banengroei wel toegenomen. De invoerheffingen zijn volgens Powell zichtbaar in de inflatie, en dit zal de komende maanden toenemen. In juli was de totale inflatie volgens de PCE-index onveranderd op 2,6%, maar steeg de kerninflatie naar 2,9%. Per saldo is de kerninflatie sinds begin 2024 niet gedaald. Dat komt niet zozeer door de invoerheffingen, maar vooral door hardnekkige inflatie in de dienstensector. Net zomin als anderen weet de Fed of de inflatieschok van de invoerheffingen tijdelijk zal zijn of zal leiden tot een langer durende inflatiegolf, als bijvoorbeeld inflatieverwachtingen stijgen. Op korte termijn ziet Powell in elk geval opwaartse risico's voor de inflatie. Al met al geen grote verandering van de visie in juli, waarmee de draai van Powell toch enigszins opmerkelijk is.

Lage groei werkgelegenheid en hardnekkige inflatie lastig voor de Fed



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

Financiële markten reageerden verheugd. Er wordt nu een renteverlaging ingeprijsd per september en bijna twee voor het einde van dit jaar. En dan volgend jaar ook nog een paar. Of al die verlagingen er ook komen is wat ons betreft niet zeker. Ten eerste is wat nu is ingeprijsd vrij agressief voor

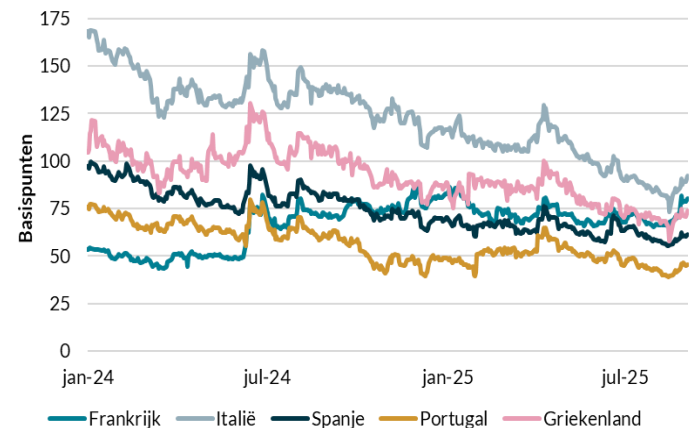
een economie die volgens de consensus niet in een recessie zal belanden. Vooralsnog is inkomensgroei van gezinnen met 5% degelijk. Na inflatie en belastingen blijft er voor het reële beschikbare inkomen een groei van 2% over. Dat zal nog iets afnemen als de inflatie oploopt. En dus zal de groei van de consumptie laag zijn. Maar dat wil nog niet zeggen dat de economie in een recessie zal belanden. Aan de bedrijvenkant worden enorme investeringen in technologie, waaronder datacenters, vaak genoemd. Dat is echter maar een deel van de bedrijfsinvesteringen. In het tweede kwartaal viel de groei van de bedrijfsinvesteringen terug ten opzichte van het eerste kwartaal. Het vertrouwen onder producenten wijst ook niet op sterke investeringsgroei. Toch stegen de orders voor kapitaalgoederen in juli sterk, wat een positief teken is. Al met al voorzien we lage groei en relatief hoge inflatie.

Zorgen Franse overheidsfinanciën

In Europa kwam het politieke tumult uit Frankrijk. In 2024 liep het begrotingstekort op tot 6,1% van het BBP, ruim boven de EU-limiet van 3%. Frankrijk kampt met hoge uitgaven aan sociale zekerheid, waaronder pensioenen, en gezondheidszorg. Eerder viel al de regering-Barnier over de overheidsbegroting. Maar ook de regering van premie Bayrou lijkt niet bij machte een begroting door het parlement te krijgen. Het ontbreekt het centrumrechtse blok van Bayrou aan een meerderheid in het parlement, wat ook geldt voor het linkse en het rechtse blok. Daarnaast is de bereidheid tot samenwerking minimaal. De regering-Bayrou heeft voorstellen gedaan om het begrotingstekort in 2026 terug te dringen naar 4,6% door een mix van bezuinigingen en belastingverhogingen. Maar zonder meerderheid stevent Frankrijk wederom af op een impasse en mogelijk wederom een val van de regering. De opties zijn dan het vormen van een nieuwe centrumrechtse regering, wat weinig zin lijkt te hebben, nieuwe parlementsverkiezingen of zelfs nieuwe presidentsverkiezingen. Al lijkt president Macron in dat laatste weinig zin te hebben. Een compromis waarbij het begrotingstekort geleidelijker wordt teruggedrongen is mogelijk en zal waarschijnlijk door de Europese Commissie worden geaccepteerd, maar voorlopig zal de politieke impasse in Frankrijk voortduren. Dat zet opwaartse druk op rentes. Al in 2023 steeg de Franse rente boven 3,5%, tot dan het hoogste niveau sinds de crisis in de eurozone in 2012. Eerder dit jaar werd deze grens ook al bereikt en ook nu is de 3,5% overschreden. De risico-opslag met Duitsland is weer opgelopen naar 80 basispunten. Er is geen paniek: Frankrijk zal aan haar betalingsverplichtingen kunnen voldoen. De rente heeft het niveau van Italië bijna bereikt, maar met een hogere staatsschuld kan ook Italië rente en aflossing betalen. Wel is er werk aan de winkel voor Frankrijk. Exclusief rentebetalingen is het begrotingstekort in Frankrijk nog zo'n 4%, terwijl de Italiaanse begroting exclusief rentebetalingen

vrijwel in evenwicht is. Niet alleen in Italië, maar ook in Spanje, Portugal en Griekenland is de fiscale situatie de afgelopen jaren juist verbeterd. Het uitlopen van de risico-opslag op Franse staatsobligaties had dan ook beperkt effect op de risico-opslagen van deze landen. Een fiscale crisis in de eurozone is daarmee onwaarschijnlijk.

Franse risico-opslagen sterker opgelopen



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

De begrotingsperikelen in Frankrijk roepen de vraag op of fiscale stimulering de economie van de eurozone gaat helpen. In Duitsland wel. De Duitse regering heeft laten blijken vaart te willen zetten in de investeringen in infrastructuur en hogere uitgaven aan defensie. De plannen zijn zodanig groot, dat niet alleen de Duitse economie, maar de hele eurozone daar volgend jaar van kan profiteren. Dan gaat het om enkele tienden van procenten. Wat betreft de ambities op defensiegebied in andere lidstaten, zien wij minder stimulerende effecten. Met hoge begrotingstekorten en hoge staatsschulden in Frankrijk en Italië is in deze landen geen fiscale ruimte om de uitgaven aan defensie op te schroeven, zonder andere uitgaven te beperken. In Spanje is de bereidheid om meer uit te geven aan defensie laag. Kortom, landen in de eurozone zullen hun defensie-uitgaven mogelijk verhogen, maar dan tegelijkertijd elders bezuinigen. Waarmee een fiscale impuls uitblijft.

Dit terwijl de economie van de eurozone een fiscale impuls best zou kunnen gebruiken. Voorlopende indicatoren zijn per saldo wat verbeterd na een dip eerder dit jaar, maar staan op niveaus die vergelijkbaar zijn met 2023 en 2024, jaren waarin de economische groei nog geen 1% was. De Duitse economie kromp in het tweede kwartaal met 0,3% ten opzichte van het eerste kwartaal. In Frankrijk versnelde de groei iets, maar de Italiaanse economie kromp met 0,1%. We hadden onze hoop gevestigd op de consument in de eurozone. Die heeft geprofiteerd van sterke inkomensgroei en forse besparingen opgebouwd. Vanaf de zomer van 2024 is de groei van de consumptieve bestedingen toegenomen en een belangrijke pijler geweest onder de groei van de eurozone. We geloven nog steeds in de Europese

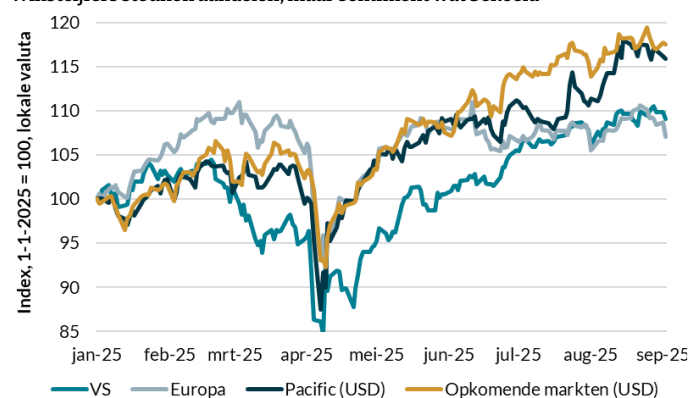
consument, maar het is wel enigszins zorgwekkend dat het herstel het consumentenvertrouwen na een herstel tot eind vorig jaar, weer behoorlijk is verslechterd.

Al met al voorzien we vooralsnog matige groei in de eurozone. De inflatie ligt rond 2% en is daarmee onder controle. Toch verwachten we dat de ECB het einde van de renteverlagingscyclus wel zo'n beetje heeft bereikt. De ECB heeft haar beleidsrente al met 2%-punt verlaagd naar een neutraal niveau van 2%. Dat begint wat positief effect te hebben op de bancaire kredietverlening. Waarmee verder renteverlagingen op dit moment niet nodig lijken.

Winstcijfers steunen aandelen

Nu het cijferseizoen over het tweede kwartaal min of meer compleet is, kunnen we de balans opmaken. De winstgroei was met 12,4% ten opzichte van het tweede kwartaal van vorig jaar het sterkst in de VS. In Europa kwam de winstgroei uiteindelijk niet verder dan 4,0%, na een sterker begin van het cijferseizoen. In Japan daalden de winsten met 5,1%. Amerikaanse bedrijven wisten het meest positief te verrassen: ruim 80% van de bedrijven rapporteerden hogere winsten dan verwacht. Over het geheel kwam de winstgroei 7,7%-punt hoger uit dan verwacht. Waar gerekend was op een vertraging in de winstgroei, wisten bedrijven die groei op peil te houden ten opzichte van het eerste kwartaal. Waarbij de winstgroei in de VS uiteraard sterk wordt gesteund door tech-giganten als Alphabet, Amazon, Meta en Nvidia. Opvallend was dat bedrijven weinig meldden over de impact van de invoerheffingen, wellicht om een negatieve reactie vanuit de politiek te vermijden. Mede naar aanleiding van deze meevallers, zijn analisten optimistischer geworden. De verwachte winst per aandeel in de komende twaalf maanden is flink verhoogd en de analisten die hun winstverwachtingen verhogen zijn ook sterk in de meerderheid. Dat steunt de aandelenmarkt, maar een verwachte winstgroei van 11% dit jaar en 13% volgend jaar achten wij rooskleurig. De economie is aan het afkoelen en winsten en winstmarges zijn al historisch hoog.

Winstcijfers steunen aandelen, maar sentiment wat bekoeld



De Europese winstgroei van 4,0% was ook een meevaller, zij het in mindere mate dan in de VS. Er was op een lichte winstdaling gerekend. De winstgroei in Europa komt na twee kwartalen met dalende winsten en laat daarmee enig herstel zien. Toch zijn er geen duidelijke aanwijzingen dat Europa zich weet te ontworstelen aan al jaren stagnerende winsten. De verwachte winsten over twaalf maanden bewegen nauwelijks, terwijl een meerderheid van de analisten de verwachte winsten neerwaarts bijstelt. Een meerderheid die overigens wel iets kleiner wordt. Op korte termijn lijkt er, met een verwachte winstgroei van 1,0% voor 2025, niet veel ruimte voor teleurstelling. De 12,3% verwachte winstgroei voor 2026 zou een welkome uitbraak zijn uit een lange periode van stagnatie. Maar dat is voorlopig afwachten.

In Japan waren de winstcijfers teleurstellend. De krimp van 5,1% lag 3%-punt onder de verwachtingen. We zien wel meer analisten hun winstverwachtingen naar boven bijstellen dan naar beneden, maar per saldo dalen de verwachte winsten toch. Een matige winstdynamiek dus.

Beleggingsbeleid ongewijzigd

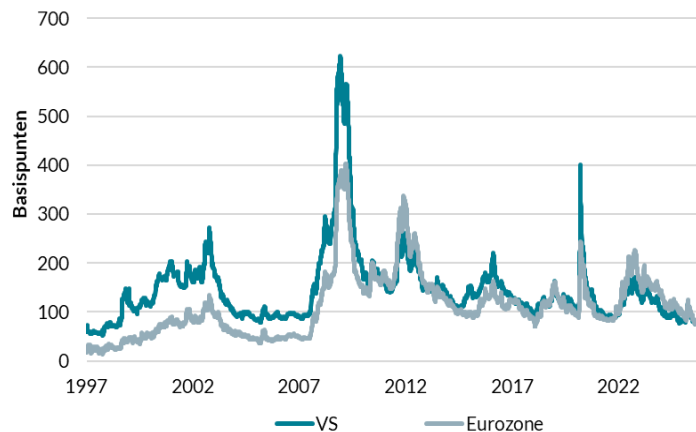
Per saldo is de opwaartse trend in Amerikaanse aandelen wat afgenomen en in Europa zelfs iets gekeerd. Ook aandelen uit opkomende markten hebben het recent wat moeilijker. Daarmee is het sentiment niet meer uitgesproken positief, maar ook zeker niet negatief. We verwachten een lastig klimaat voor aandelen, met in de VS afnemende lagere groei en toenemende inflatie. Ook in andere regio's zien we de groei onder druk komen van hogere invoerheffingen in de VS en daarmee afnemende groei van de wereldhandel. We vinden deze verwachting onvoldoende verdisconteerd in aandelenmarkten. In de VS is bovendien de risicopremie op aandelen, het verschil tussen het winstrendement op aandelen en de rente op tienjaars staatsobligaties, vrijwel geheel verdwenen.

Binnen obligaties hebben we een licht overwogen positie in eurozone staatsobligaties. We verwachten geen grote rentebewegingen, aangezien we denken dat het monetaire beleid van de ECB, waarbij het einde van de cyclus van renteverlaging is genaderd, is verdisconteerd in huidige staatsobligatierentes. In Frankrijk zijn risico-opslagen recent al behoorlijk opgelopen: we voorzien uiteindelijk een doorbraak in de politieke impasse rond de begroting, waardoor verder oplopen van de risico-opslag niet ons basisscenario is. De overwogen positie in staatsobligaties is vooral ingegeven door onze terughoudende economische visie.

We zijn licht onderwogen investment grade en high yield bedrijfsobligaties. Voor beide categorieën vinden we de

risico-opslagen laag gezien de uitdagingen waar de wereldeconomie voor staat. Bij investment grade hoeven risico-opslagen maar heel weinig uit te lopen om een lager beleggingsresultaat te krijgen dan bij staatsobligaties.

Lag risico-opslagen investment grade bedrijfsobligaties



Bron: Van Lanschot Kempen, LSEG

Binnen investment grade hebben we een relatieve voorkeur voor de eurozone ten opzichte van de VS. Bij high yield zijn risico-opslagen uiteraard hoger, maar bedrijven zijn ook kwetsbaarder. Vooral in de VS moet een deel van de bedrijven in de categorie schulden nog herfinancieren tegen hogere rentetarieven dan toen die leningen werden afgesloten.

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Neutraal
In augustus wisten aandelenmarkten winst te boeken, maar het positieve sentiment verbleekte wel wat. De wereldwijde index van MSCI, genoteerd in Amerikaanse dollars, steeg met 1,7%. De regio Pacific steeg, gemeten in US dollars, met 2,7%. Europa ging in euro's 1,8% omhoog; de VS in US dollars 1,6%. Opkomende markten bleven in US dollars achter met een minimaal verlies van 0,1%. Slechte banencijfers in de VS brachten aandelenbeleggers aanvankelijk aan het twijfelen, maar goede door bedrijven gerapporteerde winstcijfers gaven steun. In Europa beperkten Franse begrotingsperikelen een sterkere stijging. Wij vinden dat markten snel zijn gestegen tegen de achtergrond van onzekerheid over de uitkomst van de handelsoorlog, met in de VS naar verwachting lagere groei en hogere inflatie. In Europa verwachten we een kwakkelende economie. De winstdynamiek is in de VS verbeterd, maar in Europa nog zwak. Onze visie dat in de VS een recessie kan worden voorkomen, weerhoudt ons van een onderweging.	
Staatsobligaties	Overwogen
Een draai van Fed-voorzitter Powell en een hernieuwde aanval van Trump op de Fed leidden tot een sterkere daling van de Amerikaanse tweejaarsrente dan van de tienjaarsrente. Er worden meer renteverlagingen ingeprijsd, maar er zijn ook wat zorgen over een mogelijk verlies van onafhankelijkheid van de Fed. Een renteverlaging door de Fed in september lijkt nu zeer waarschijnlijk; daarna moeten we afwachten. Een afkoelende economie maar hardnekkige inflatie vormen een moeilijk dilemma voor de Fed. We voorzien geen duidelijke neerwaartse trend in Amerikaanse rentes. De rente in de VS lijkt aantrekkelijk, maar het afdekken van wisselkoersrisico is relatief duur. Daarom hebben we geen Amerikaanse staatsobligaties in portefeuille. In de eurozone loopt de cyclus van renteverlagingen door de ECB op zijn einde. Met een kwakkelende 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 gedreven door onze terughoudende visie op de groei wereldwijd.	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
In augustus bleven risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties inde VS en in de eurozone nagenoeg onveranderd. 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. Maar dan moet de groei niet te ver terugvallen en de inflatie niet te ver oplopen. Dat vinden we in de VS nog steeds een risico, dus daar blijven we onderwogen. In de eurozone bestaan gelijkwaardige risico's, maar in de eurozone is de risico-opslag relatief minder laag en maakt de risico-opslag bovendien een groter deel uit van de totale rentevergoeding. 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 daalde de risico-opslag op high yield bedrijfsobligaties in augustus met 22 basispunten. In de eurozone liep de risico-opslag juist met 11 basispunten op. Zowel in de VS als in de eurozone is de risico-opslag historisch laag, ruim onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar. Dat vinden wij moeilijk te rijmen met de onzekere economische vooruitzichten. 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. 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 augustus nauwelijks, maar een lagere onderliggende rente op Amerikaanse staatsobligaties en couponbetalingen zorgden voor 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, daalde in augustus voor het eerste sinds begin 2025 onder 6%. 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 vergoeding van 6,0% 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 boekte vastgoed met 2,4% een iets hogere winst dan wereldwijde aandelen. In de VS ging deze categorie omhoog, in Europa licht omlaag. In Europa heeft het handelsbeleid van de VS een licht deflatoir effect. Maar we verwachten geen grote rentebewegingen en daarmee ook weinig effecten op Europees vastgoed. Dit mede vanwege het ruimere begrotingsbeleid in Duitsland en zorgen omtrent het begrotingstekorten. Het beeld in de VS is anders. De substantiële invoerheffingen zijn daar inflatoir. In augustus hielpen een draai van de Fed richting renteverlagingen en lagere markttrentes vastgoed. Maar we denken dat beleggers iets te enthousiast zijn over renteverlagingen, waarmee opwaartse rentedruk een risico vormt voor vastgoed. Wij handhaven een neutrale visie. We hebben een voorkeur voor Europa: een stagflatiescenario in de VS is een risico en ten opzichte van renteniveaus is de waardering van wereldwijd ontwikkeld beursgenoteerd vastgoed duur en vinden wij Europa neutraal gewaardeerd.	
Grondstoffen	Neutraal
De brede grondstoffenindex van Bloomberg was in augustus min of meer onveranderd. De olieprijs was licht gedaald, ondanks de mogelijkheid van hogere prijzen door de dreiging van de VS met extra invoerheffingen op India, omdat zij olie importeert vanuit Rusland. De oliemarkt reageerde echter nauwelijks. 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 op de olieprijs, met hogere productie van OPEC+-landen en een vertraging van de wereldeconomie en -handel. De goudprijs steeg licht in augustus, mede door zorgen over inflatie en mogelijke renteverlaging in de VS. De goudprijs staat op een historisch hoog niveau. Wedenken dat de goudprijs vooral ondersteund wordt door goudaankopen van centrale banken. Hoelang dit nog zal duren, kunnen we niet voorspellen. Goud is interessant in tijden van onzekerheid, maar gezien de hoge prijs is er al veel onzekerheid en/of rentedaling in de goudprijs verdisconteerd. Basismetalen bleven redelijk stabiel. In China zien we onvoldoende verbetering in de economie voor opwaartse druk op de prijzen van basismetalen.	

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereldwijd (MSCI AC)	1267	3.8%	8.3%	13.2%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	4177	3.8%	8.1%	12.7%
Opkomende markten (MSCI EM)	1267	3.3%	9.4%	17.8%
Verenigde Staten (S&P 500)	6460	3.6%	9.3%	9.8%
Eurozone (EURO STOXX 50)	569	3.1%	0.6%	12.7%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	9196	1.4%	4.8%	12.5%
Japan (Topix)	3063	3.9%	9.3%	10.0%
Nederland (AEX)	896	1.3%	-2.9%	2.0%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	4.22	1	-16	-35
Japan	1.63	7	13	54
Duitsland	2.75	7	24	39
Frankrijk	3.54	19	37	35
Italië	3.64	10	14	11
Nederland	2.93	9	21	33
Verenigd Koninkrijk	4.76	23	11	19

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	80	-2	-11	-2
Eurozone	83	2	-14	-18

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	290	-16	-83	24
Eurozone	283	2	-43	-28
Opkomende markten (USD)	298	-17	-37	-27
Opkomende markten (Lokale valuta)	222	3	10	20

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereld	4.4%	3.7%	7.7%
Noord-Amerika	4.6%	1.9%	1.3%
Europa	0.1%	-4.8%	1.1%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Bloomberg index	2.2%	2.8%	4.1%
Basismetalen	2.2%	1.1%	1.6%
Brent olie (USD per vat)	68.19	-2.2%	-8.8%
Goud (USD per troy ounce)	3479	3.9%	32.5%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 2 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