



# Visie op Asset Allocatie

April 2026\*

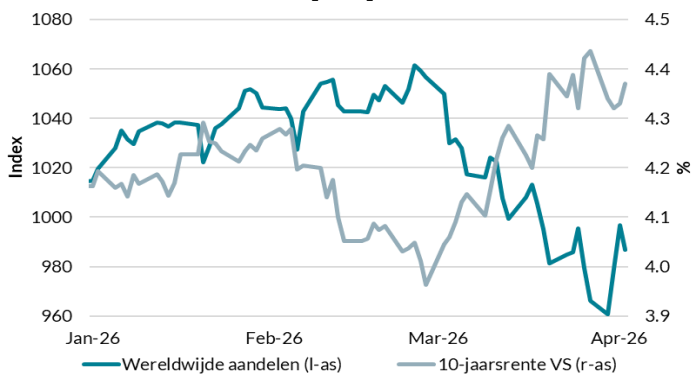
- Oorlog in het Midden-Oosten tussen hoop en vrees
- Rentes stijgen door inflatievrees
- Aandelenallocatie voorzichtigheidshalve naar neutraal

De afgelopen maand werd het nieuws gedomineerd door de ontwikkelingen in het Midden-Oosten. Iran sloot de Straat van Hormuz af, met grote gevolgen voor olie- en gasprijzen. Een vat Brent olie kostte voor de aanval van de VS en Israël op Iran nog 73 dollar per vat, maar bereikte op 9 maart vooralsnog een piek van 116 dollar per vat. De Europese gasprijs noteerde eind-februari rond 30 euro per MWh en was op 19 maart verdubbeld. Ontwikkelingen in het conflict volgen elkaar in hoog tempo op, maar vooralsnog is er geen sprake van de-escalatie. Aandelenmarkten noteerden in maart dan ook flinke verliezen. In eerste instantie waren de verliezen in Europa en in opkomende markten in lokale valuta groter dan in de VS, maar dat is tegen het einde van de maand enigszins bijgetrokken. Aandelen in opkomende markten gingen 13% onderuit, in Europa was de daling 8% en in de VS 5%. Een belegger in de eurozone profiteerde wel van de appreciatie van de Amerikaanse dollar met 2%. In euro's was het verlies van Amerikaanse aandelen iets minder dan 3%.

Obligaties boden beleggers weinig bescherming. Stijgende rentes vanwege inflatievrees door hogere olieprijs leidden tot dalende prijzen van obligaties. Zowel aan de korte als aan de lange kant gingen rentes omhoog. Ook goud fungeerde niet als veilige haven. De goudprijs daalde met 12%. Dat lijkt opmerkelijk gezien de sterk toegenomen geopolitieke onzekerheid, maar de goudprijs was voor het uitbreken van het conflict al zeer sterk opgelopen en vertoonde tekenen van speculatief gedrag. Daarnaast is het niet ongebruikelijk dat de goudprijs daalt bij het uitbreken van een conflict, als rentes sterk stijgen. Dat maakt goud immers relatief minder aantrekkelijk.

Aangezien we nog geen de-escalatie zien in de oorlog in het Midden-Oosten en de onzekerheid groot is, hebben we onze allocatie naar aandelen afgebouwd van overwogen naar neutraal. Ook in onze regionale allocatie hebben we een neutrale visie. We herbeleggen de opbrengst in geldmarkt. Daarmee blijven we flexibel en kunnen we snel inspelen op veranderende omstandigheden.

Aandelen onder druk, rentes lopen op



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempenn

## Aangepaste scenario's Midden-Oosten

Bij het uitbreken van de oorlog in het Midden-Oosten voorzagen we drie mogelijke scenario's. Een mild scenario, waarbij de vijandelijkheden enkele dagen zouden duren en de schade aan energie-infrastructuur verwaarloosbaar was, gaven we een kleine kans. Terecht, want dit scenario is inmiddels ruimschoots achterhaald. Daarmee blijven de scenario's over waarin escalatie na enkele weken wordt gevolgd door de-escalatie of een scenario met een langer aanslepend conflict. Vooralsnog is er in de militaire acties geen sprake van de-escalatie. De luchtaanvallen van de VS

\* Dit document is gepubliceerd op 2 april 2026.

en Israël op Iran gaan volop door en Iran weet nog steeds terug te slaan met drones en ballistische raketten. Vooral de Israëlische aanval op het grootste Iraanse gasveld in de Perzische Golf en de reactie van Iran, waarbij de grootste LNG-faciliteit van Qatar werd beschadigd, is een escalatie richting een negatiever scenario. Ook de aankondiging van de Amerikaanse president Trump dat de VS cruciale infrastructuur in Iran zou gaan bombarderen als de Straat van Hormuz niet open zou gaan en de opbouw van Amerikaanse troepen in de regio wijzen op verdere escalatie. Tegelijkertijd zijn er tekenen die zouden kunnen duiden op de-escalatie. Trump stelde zijn ultimatum aan Iran over de opening van de Straat van Hormuz uit en rept regelmatig van productieve onderhandelingen. Ook de melding van Trump dat het doel van deze oorlog is om te voorkomen dat Iran een atoombom kan ontwikkelen, dat dit doel is bereikt en dat de oorlog nog hooguit enkele weken zal duren, wijst erop dat Trump zoekt naar een uitweg. Het is duidelijk dat we Trump hier niet op zijn woord kunnen geloven; Iran ontkent dat er onderhandeld wordt. Toch schijnen er via Pakistan wel berichten te worden uitgewisseld tussen de strijdende partijen. Daarnaast heeft de Pakistaanse minister van Buitenlandse Zaken met diverse landen gesproken, waaronder China, en hebben Pakistan en China een plan opgesteld om te komen tot een staakt het vuren en heropening van de Straat van Hormuz. heeft gesproken over de oorlog, Hier is echter noch door de VS noch door Iran op gereageerd. In een toespraak tot het Amerikaanse volk op 1 april herhaalde Trump weliswaar dat de militaire doelen van de VS nagenoeg zijn bereikt en de oorlog nog slechts enkele weken zal duren, maar ook dat de VS de komende tijd extra hard zullen toeslaan. Daarmee lijkt een akkoord tussen de VS en Iran nog ver weg. Dat Trump minder belang lijkt te hechten aan heropening van de Straat van Hormuz en dit wellicht over wil laten aan andere landen, helpt het sentiment ook niet. Terwijl we zijn opgeschoven richting een somberder scenario, is de schade aan energie-infrastructuur nog beperkt. Daarmee zou de situatie op de wereldwijde energiemarkt binnen afzienbare tijd kunnen normaliseren als er een einde komt aan het conflict.

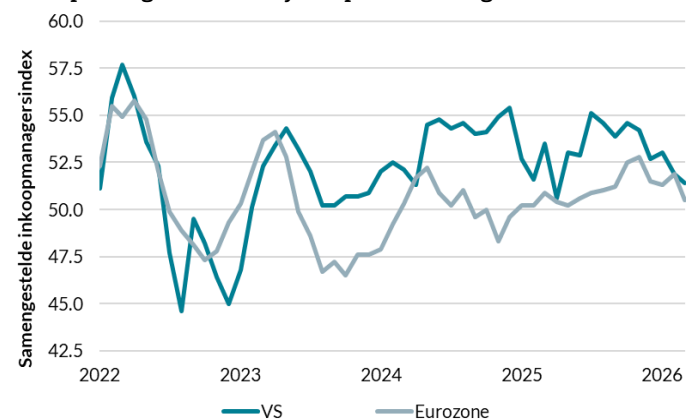
De opening van de Straat van Hormuz is cruciaal. Door de Straat van Hormuz worden normaal gesproken ruim 20 miljoen vaten olie per dag vervoerd, ongeveer 20% van de wereldwijde olieproductie. Daarvan kunnen 5 miljoen vaten via een pijpleiding door Saudi-Arabië naar de Rode Zee worden vervoerd. Tankers die vanuit de Rode Zee olie exporteren moeten overigens wel langs Jemen, waar de aan Iran gelieerde Houthi's een risico vormen. Door een pijpleiding van de Verenigde Arabische Emiraten naar Oman kunnen 0,5 miljoen vaten om de Straat van Hormuz heen worden geleid. De export van Iran en tankers van bevriende landen die Iran doorlaat, wordt samen wel geschat op 2,5 miljoen vaten. Dat betekent nog altijd het

wegvallen van zo'n 12,5 miljoen vaten per dag. Dit is vooral door geïndustrialiseerde landen en China nog wel even op te vangen door het aanspreken van reserves, maar bij een aantal opkomende economieën, vooral in Azië, begint al schaarste te ontstaan. Bij gas is de situatie nijpender, aangezien de voorraden daarvan kleiner zijn dan bij olie. Daarnaast dreigt een tekort aan kunstmest, wat kan leiden tot hogere voedselprijzen, en heeft de sluiting van de Straat van Hormuz gevolgen voor bijvoorbeeld de export van aluminium uit de Golfstaten.

## Economische gevolgen dienen zich aan

Zelfs als het conflict snel tot een einde komt, zullen er economische gevolgen zijn. Wat betreft de reële economie zal het nog even duren voordat we de gevolgen kunnen zien en beoordelen. Data over productie, investeringen en consumptie worden immers met enige vertraging gepubliceerd. In vertrouwensindicatoren zien we de effecten sneller. In maart daalde de samengestelde inkoopmanagersindex voor de industrie en de dienstverlening in de VS naar 51,4 en in de eurozone naar 50,5. In beide gevallen wijst de index nog op groei, maar wel afnemende groei.

Inkoopmanagersindices wijzen op afnemende groei

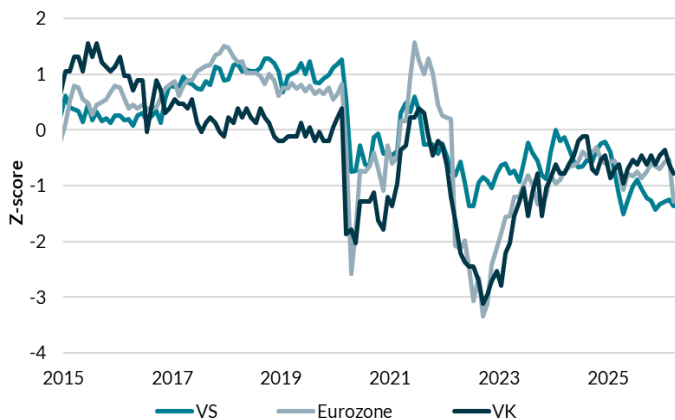


Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Voor beide regio's was dit de laagste stand sinds het vorige voorjaar, toen Trump net de Amerikaanse invoerheffingen sterk had verhoogd. Vooral in de eurozone geldt dat het herstel dat we sindsdien hebben gezien in één keer ongedaan is gemaakt. Opvallend genoeg stegen de inkoopmanagersindices voor de industrie in de VS, de eurozone en China. Juist de industrie heeft last van hogere energieprijzen. In februari waren de sectoren industrie en basisindustrie de grootste dalers op aandelenmarkten. We zien in de meevallende inkoopmanagersindices dan ook geen voorbode van verder herstel van de wereldwijde industrie. Hoewel China kan profiteren van een lagere afhankelijkheid van olie en gas en van lagere Amerikaanse invoerheffingen na de uitspraak van het Hoogerechtshof

dat die tarieven deels illegaal waren. Voor de breed samengestelde Economic Sentiment Index voor de eurozone en voor de Duitse ifo-index geldt grosso modo hetzelfde beeld als hetgeen naar voren kwam uit de inkoopmanagersindices: het herstel van de afgelopen maanden is ongedaan gemaakt. Het consumentenvertrouwen kreeg in de eurozone een flinke knauw en daalde in maart tot het laagste niveau sinds oktober 2023. Ook in de VS daalde het consumentenvertrouwen in maart, terwijl dat vertrouwen al zwak was.

Consumentenvertrouwen eurozone hard onderuit



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

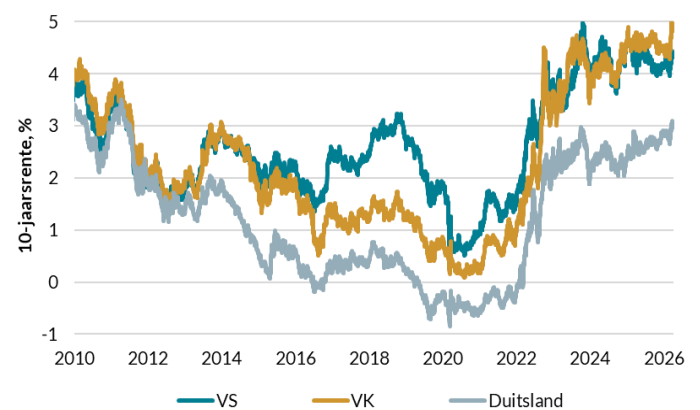
De ECB heeft naast haar basisscenario twee alternatieve scenario's en de mogelijke gevolgen voor de eurozone doorgerekend. In het basisscenario voorziet de ECB de olieprijs stijgen tot 90 dollar per vat in het tweede kwartaal van dit jaar en de gasprijs tot 50 euro per MWh. De olieprijs daalt in dit scenario vrij snel richting 70 dollar per vat; de gasprijs blijft iets langer hoog. In dit milde scenario voorziet de ECB voor dit jaar een groei van 0,9%, terwijl de bank in de ramingen van voor het conflict nog uitging van een groei van 1,2%. De inflatie loopt in dit scenario in de kortstondig op tot 2,6%. Allemaal wel te overzien dus, al impliceert die 0,9% groei dit jaar wel matige groei in het tweede en derde kwartaal van dit jaar. In het slechtste geval voorziet de ECB een langere gedeeltelijke sluiting van de Straat van Hormuz. Door grotere schade aan energie-infrastructuur kost het meer tijd om de energieproductie te herstellen na het einde van de oorlog. Naast een hogere piek in energieprijzen, voor olie 145 dollar per vat en voor gas 106 euro per MWh, blijven energieprijzen ook langer hoog. De olieprijs blijft in dit scenario tot ver in 2027 boven 100 dollar per vat. In dit negatieve scenario voorziet de ECB een oplopende inflatie tot 4,4% dit jaar en 4,8% volgend jaar. De groei valt dit jaar terug tot 0,4%. Een daling van de groei van 1,5% vorig jaar naar 0,4% dit jaar impliceert wel een recessie. Maar wel een milde recessie, met lichte krimp in het tweede en derde kwartaal van dit jaar. Als dat klopt, toont dat de weerbaarheid en flexibiliteit van de economie van de

eurozone, maar ook dat vooral geïndustrialiseerde landen minder afhankelijk zijn van fossiele energie dan in de jaren zeventig.

## Inflatievrees op obligatiemarkten

Stijgende olieprijsen hebben een opwaarts effect op inflatie en een neerwaarts effect op groei. Die effecten werken tegengesteld op rentes. Vooralsnog overheerst duidelijk het inflatie-effect. In de VS steeg de tweejaarsrente, die zeer gevoelig is voor het verwachte monetaire beleid, in februari met 0,4 procentpunt. In Duitsland ging deze rente met 0,6 procentpunt omhoog en in het VK zelfs met 0,8 procentpunt. De rentestijging bleef niet beperkt tot de korte kant. In de VS en Duitsland steeg de tienjaarsrente met ruim 0,3 procentpunt, in het VK met ruim 0,6 procentpunt. De tienjaarsrente noteerde voor het eerst sinds 2011 boven 3%. Ook risico-opslagen op staatsobligaties van onder andere Frankrijk, Italië, Spanje, Portugal en Griekenland zijn opgelopen.

Staatsobligaties in de ban van inflatievrees



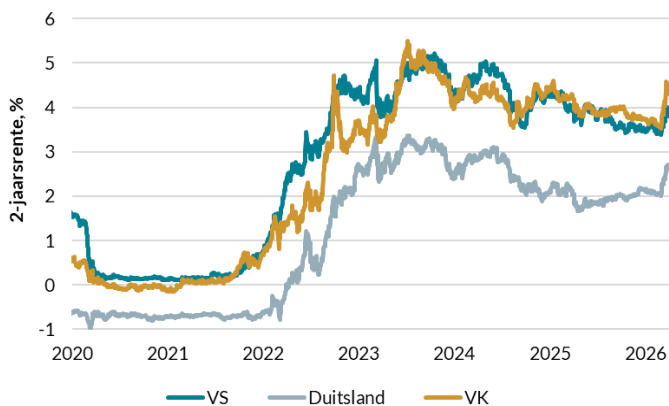
Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

De verwachtingen voor het monetaire beleid zijn dan ook flink verschoven. Voor de Fed werden in januari en februari twee renteverlagingen ingeprijsd, terwijl vanaf vorige week voorzichtig werd gekeken naar een renteverhoging. Een speech van Fed-voorzitter Powell, waarin hij erop wees dat inflatieverwachtingen goed verankerd liggen rond 2%, temperde de verwachtingen voor een renteverhoging weer. Wij hebben er al eerder op gewezen dat we twee renteverlagingen door de Fed dit jaar wat agressief vonden. We vonden de groei en de arbeidsmarkt daar niet zwak genoeg voor, zeker met een kerninflatie die rond 3% is blijven hangen. Vooralsnog neemt de Fed een afwachtende houding aan. Logisch, aangezien de duur en de gevolgen van de oorlog in het Midden-Oosten nog zeer onzeker zijn. Centrale banken kunnen door een korte inflatiegolf heen kijken, maar zullen moeten acteren als de inflatie langer hoog blijft. Zo ver is het nog niet, maar de door Trump zo vurig gewenste renteverlagingen door de Fed zijn voorlopig

uitgesloten. Ook als er in mei een nieuwe voorzitter aantreedt.

De ECB liet haar beleidsrente in februari ongewijzigd. In de eurozone liep de totale inflatie in maart op tot 2,5%, terwijl de kerninflatie iets daalde naar 2,3%. Nog geen reden voor de ECB om zich zorgen te maken, maar hier zal het waarschijnlijk niet bij blijven. In een recente speech liet ECB-president Lagarde weten dat als de energieprijsschok beperkt en kortdurend is, beleidsmakers daar doorheen kunnen kijken. Maar als de inflatie significant en langdurig dreigt af te wijken van het doel van 2% zal de bank krachtig moeten ingrijpen, aldus Lagarde. Maar ze gaf ook aan dat het beleid niet zo binair is. Als er sprake is van oplopende inflatie, ook als die tijdelijk is, kan een afgemeten aanpassing van de rente toch nodig zijn. Kortom, de ECB staat klaar om de rente te verhogen als dat nodig is. De markt is al opgeschoven van geen renteverhogingen dit jaar naar drie. Waarbij de beleidsrente dus op 2,75% zou uitkomen. Dat is niet onmogelijk, al lijkt het ons wat veel als het conflict niet nog maanden gaat duren.

#### Herprijzing monetair beleid zet korte rentes hoger



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

De grootste verandering in de verwachte beleidsrente is te zien in het VK. Voor het conflict in het Midden-Oosten werden nog twee renteverlagingen door de Bank of England verwacht. Dit op basis van matige groei en de verwachting dat de inflatie sterk zou gaan dalen. In februari stemden nog vier van de negen beleidsmakers voor een renteverlaging. In maart was het beleidscomité echter unaniem van mening dat de rente onveranderd moest blijven. De markt prijst inmiddels voor dit jaar ruim twee renteverhogingen in door de Bank of England, een verandering dus van ruim vier renteaanpassingen dit jaar ten opzichte van de verwachting in februari. Door de grotere afhankelijkheid van gas en minder diversificatie van energiebronnen is de inflatie in het VK gevoeliger voor energieprijzen dan in de eurozone of de VS.

Dat er voor de Fed en de Bank of England minder renteverhogingen worden verwacht dan voor de ECB heeft

vooral te maken met het gevoerde beleid tot nu toe. De ECB heeft vanaf de zomer van 2024 de rente al verlaagd van een restrictief niveau van 4% naar een neutraal niveau van 2%. De Fed heeft de rente minder verlaagd, namelijk met 1,5 procentpunt en met een niveau van 4% wordt de beleidsrente van de Fed nog als licht restrictief gezien. Voor de Bank of England geldt hetzelfde: 1,5 procentpunt cumulatieve verlagingen en een licht restrictief renteniveau van 3,75%. Dat er voor het VK dan toch twee renteverhogingen worden verwacht heeft alles te maken met de nog wat hardnekkigere inflatie in het VK dan in de VS. Gouverneur Bailey van de Bank of England liet onlangs weten dat de bank klaarstaat om de rente te verhogen om de inflatie te beteugelen.

Het inflatietrauma waar het VK enigszins aan lijdt kwam ook tot uitdrukking in de grotere stijging van de tienjaarsrente. Voor het VK komen dan ook al gauw de zwakke overheidsfinanciën om de hoek kijken, met de paniek rond de begroting van de regering-Truss in 2022 nog vers in het geheugen. Toen schoot de tienjaarsrente omhoog naar 4,5%. Inmiddels bedraagt deze rente 5%.

Vooruitkijkend houden we op dit moment vast aan onze voorzichtige houding ten opzichte van staatsobligaties. We hebben geen Amerikaanse staatsobligaties in portefeuille en zijn licht onderwogen in de eurozone. In het geval van de-escalatie is er ruimte voor dalende rentes, voorlopig kan de inflatievrees het nog winnen van recessie-angst.

#### Aandelenweging naar neutraal

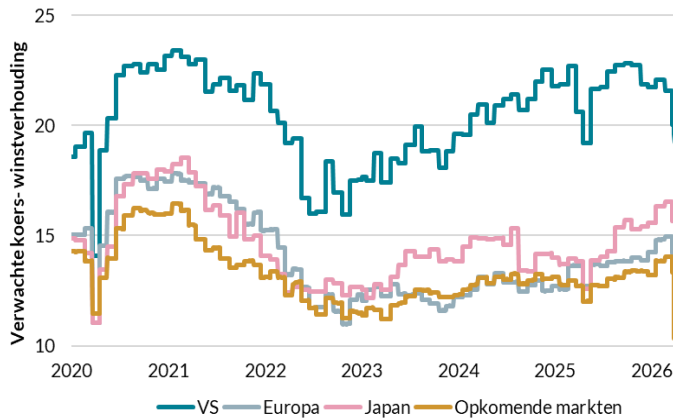
Gezien de oplopende energieprijzen en de grote onzekerheden rond de oorlog in het Midden-Oosten, vinden wij dat aandelenmarkten zich nog redelijk hebben gehouden, ondanks een daling van rond 10% in euro voor aandelen uit Europa, opkomende markten en Pacific. Bovendien zijn de koersen in Europa en opkomende markten enigszins gestabiliseerd.

In de winstdynamiek is tot eind maart nog weinig verandering te zien. Gerealiseerde winsten groeien in de VS stevig, in Europa matig. Ook in opkomende markten is een stevige winstgroei te zien, vooral gedreven door Zuid-Korea en Taiwan. Vooruitkijkend zijn analisten optimistisch. In de afgelopen drie maanden zijn de verwachte winsten naar boven bijgesteld. Dit winstmomentum is zeer sterk in opkomende markten, maar ook sterk in de VS, Japan en Europa. De winstherzieningen, het netto percentage analisten dat winsten opwaarts of neerwaarts bijstelt, is sterk in Japan, positief in de VS, neutraal in opkomende markten en negatief in Europa. Dat betekent dat de groei van de verwachte winsten in deze laatste twee regio's op een smalle basis berust, wat het kwetsbaarder maakt. Toch geeft de winstdynamiek over het geheel geen aanleiding

voor zorgen over aandelen. De daling van de koersen komt dus vooral tot uiting in dalende waarderingen.

In de VS is de voorwaartse koers-winstverhouding gedaald van 23 in oktober vorig jaar tot 19 eind maart. Daarmee zijn Amerikaanse aandelen niet goedkoop. Het langjarige gemiddelde van de koers-winstverhouding in de VS is 17. In 70% van de dagen sinds 1995 waren Amerikaanse aandelen goedkoper dan nu. Maar de waardering is wel minder extreem dan eind vorig jaar. In Europa, Japan en opkomende markten ligt de koers-winstverhouding nu onder het langjarige gemiddelde. De sterke daling van de waardering in de VS en in opkomende markten is een gevolg van dalende koersen en hogere winstverwachtingen.

### Waardering in VS en opkomende markten sterk verbeterd



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Ook op basis van andere waarderingsmaatstaven, zoals dividendrendement en de koers ten opzichte van de boekwaarde, is de VS nog altijd duurder dan de andere regio's. Maar het rendement op het eigen vermogen is in de VS ook hoger.

Fundamenteel zijn er dus positieve factoren voor aandelen. Maar als de oorlog in het Midden-Oosten langer aanhoudt en de Straat van Hormuz langer gesloten blijft, dan nemen de negatieve gevolgen voor de economische groei wereldwijd snel toe. Dan zullen ook winstwaarschuwingen volgen. Gezien de grote onzekerheid over het verloop en de uitkomst van het conflict bouwen we onze aandelenallocatie af van licht overwogen naar neutraal. We doen dit in alle regio's, waarmee we ook een regionaal neutrale allocatie handhaven. De regio's Europa, Pacific en opkomende markten zijn weliswaar kwetsbaarder voor oplopende energieprijzen dan de VS, maar de aandelenmarkten in deze regio's zijn harder gedaald. Mocht het conflict tot een oplossing komen, dan is er in Europa, Pacific en opkomende markten een hoger herstelpotentieel. We herbeleggen de opbrengst in geldmarkt. Daarmee blijven we flexibel om snel te kunnen inspelen op veranderende omstandigheden.

# Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
<b>Aandelen</b>	<b>Neutraal</b>
<p>In maart leden aandelenmarkten forse verliezen als gevolg van de oorlog in het Midden-Oosten. Vooral opkomende markten, Pacific en Europa moesten het ontgelden, vanwege de hogere afhankelijkheid van buitenlandse fossiele brandstoffen in deze regio's. De VS fungeerde enigszins als veilige haven, waarbij de appreciatie van de dollar ten opzichte van de euro ook hielp vanuit het perspectief van een Europese belegger. Terugkijkend zien we nog weinig negatieve ontwikkelingen voor aandelen. De economische groei is nog goed en de winstdynamiek degelijk. De prijsdalingen hebben geleid tot verbeterde waarderingen. Vooruitkijkend doemen wel donkere wolken op. De oorlog in het Midden-Oosten zal ook als deze snel wordt beëindigd leiden tot lagere economische groei, hogere inflatie en problemen in de energietoevoer. Maar aangezien deze effecten binnen afzienbare tijd zouden wegebben, zouden aandelenmarkten daar doorheen kijken en uiteindelijk opgelucht ademhalen. Anders wordt het als het conflict langer voortduurt en de energietoevoer uit de Golfregio langer stilligt. Dan zouden de negatieve gevolgen voor groei, inflatie en bedrijfswinsten snel zichtbaar worden. Centrale banken zouden rentes verhogen, wat ook negatief zou zijn voor aandelen. Dit is niet ons basisscenario, maar gezien de grote onzekerheden brengen we onze aandelenweging terug van overwogen naar neutraal. We hanteren ook een neutrale regioverdeling.</p>	
<b>Aandelensectoren</b>	<b>Overwogen informatietechnologie</b> <b>Overwogen financiële dienstverlening</b>
<p>De prestaties van de sector informatietechnologie werden in de eerste maanden van 2026 gekenmerkt door een duidelijke tweedeling tussen hardware/halfgeleiders en software. Hardware bedrijven profiteerden van de enorme investeringen in AI-infrastructuur, terwijl softwarebedrijven te kampen hadden met zorgen over disruptie door AI. Na twee maanden met een negatief rendement fungeerde de sector in maart juist enigszins als veilige haven. De daling was kleiner dan die van de aandelenindex voor geïndustrialiseerde landen. Wij zien de aanhoudende en mogelijk nog onderschatte investeringen in kunstmatige intelligentie als een krachtige structurele groeimotor voor de sector. Wij verwachten dat verdere winstgroei het rendement zal aandrijven en niet zozeer een verdere stijging van de waardering. De verwachte winstgroei ligt duidelijk boven het historisch gemiddelde en analisten stellen hun verwachtingen breed naar boven bij. Ondanks deze sterke vooruitzichten is de waardering aantrekkelijk in vergelijking met de brede aandelenmarkt. De sector financiële dienstverlening daalde in maart in lijn met de markt. Vanaf het begin van het jaar loopt de sector achter. Voor de sector als geheel zien we nog steeds een positief winstmomentum. De opwaartse herziening van de verwachte winsten is weliswaar kleiner dan bij informatietechnologie, maar boven het gemiddelde van de hele markt. Opwaartse herzieningen zijn in de sector financiële dienstverlening ook het breedst gedragen. Het saldo van opwaartse herzieningen van analisten ten opzichte van neerwaartse is in de sector financiële dienstverlening het hoogst van alle sectoren. De waardering van de sector is gelijk aan die van de markt. Een aantrekkelijke kredietverlening en redelijke groei, waarbij we voorzien dat kredietverliezen beperkt blijven, is gunstig voor de banken.</p>	
<b>Staatsobligaties</b>	<b>Onderwogen</b>
<p>In maart overheerste op de markten voor staatsobligaties inflatievrees als gevolg van de oorlog in het Midden-Oosten. Doordat deze vrees de mogelijkheid van lagere groei overheerste, stegen rentes. In de VS met ongeveer 0,4 procentpunt aan de korte en aan de lange kant. In Duitsland was de stijging aan de korte kant met 0,6 procentpunt groter dan de 0,4 procentpunt aan de lange kant. De rentestijgingen waren het grootst in het VK met respectievelijk 0,8 en 0,6 procentpunt voor de tweejaars- en de tienjaarsrente. Een belangrijke drijfveer voor de stijgende rentes is de herprijzing van het monetaire beleid. Voor de Fed worden geen renteverlagingen meer verwacht, voor de ECB en de Bank of England gaat de markt uit van renteverhogingen. Bij een korte inflatieschok zouden centrale banken hun rentes niet hoeven te verhogen, maar centrale banken hebben ook de inflatiegolf na de coronapandemie nog vers in het geheugen en zullen niet te lang willen wachten met renteverhogingen. Zolang de inflatievrees overheerst is er kans op verder oplopende rentes. We houden daarom vast aan onze onderwogen positie in staatsobligaties.</p>	
<b>Bedrijfsobligaties investment grade</b>	<b>Onderwogen</b>
<p>In maart liepen risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties in de VS en in de eurozone verder op, maar gezien de ernst van het conflict in het Midden-Oosten waren de stijgingen beperkt. In de eurozone was de stijging groter dan in de VS. Zowel in de VS als in de eurozone ligt de risico-opslag nog ruim onder de piek die werd bereikt na de aankondiging van de Amerikaanse handelstarieven vorig jaar. En die piek was vanuit historisch perspectief al beperkt. Het tekent de weerbaarheid van deze beleggingscategorie. In ons basisscenario waarin de oorlog in het Midden-Oosten binnen enkele weken tot een einde komt, voorzien we weinig schade aan bedrijfsbalansen en daarmee geen oplopende risico-opslagen. Vooral in de VS vormen oplopende rentes op staatsobligaties een risico voor het totale rendement. Wij vinden vooral 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. We zijn overwogen in de eurozone. De onderweging in de VS is groter dan de overweging in de eurozone, wat per saldo resulteert in een onderwogen positie.</p>	

---

<b>Bedrijfsobligaties high yield</b>	<b>Neutraal</b>
--------------------------------------	-----------------

Op de markten voor high-yield bedrijfsobligaties was het beeld in maart vergelijkbaar met dat voor investment grade. Risico-opslagen liepen op, waarbij de stijging in de eurozone groter was dan die in de VS. Maar vanuit historisch perspectief waren de stijgingen beperkt. Onrust in private credit, mede veroorzaakt door de zorgen over disruptie van softwarebedrijven door AI, bleef wel een beetje boven de markt hangen, vooral in de VS. Maar de eurozone had meer last van de grotere afhankelijkheid van buitenlandse fossiele brandstoffen. Dat past in het beeld dat we ook bij aandelen zagen, waarbij Europa iets harder wordt geraakt dan de VS. Wij houden vast aan onze neutrale visie voor high yield. Bij redelijke economische groei in de VS en in Europa verwachten we dat risico-opslagen niet zullen uitlopen. Daarmee geeft de risico-opslag een redelijk extra rendement ten opzichte van staatsobligaties. Met de lage risico-opslagen vinden we het opwaartse potentieel van high yield lager dan voor aandelen.

<b>Staatsobligaties opkomende markten</b>	<b>Neutraal</b>
---	-----------------

In maart liep de risico-opslag op staatsobligaties uit opkomende markten, uitgegeven in Amerikaanse dollars, verder op. Doordat ook de onderliggende rente op Amerikaanse staatsobligaties steeg, was een behoorlijke rentestijging te zien. In één maand werd de daling van de voorgaande zes maanden ongedaan gemaakt. De rentestijging van obligaties in lokale valuta was vergelijkbaar. Hier werd een jaar van rentedalingen in één keer ongedaan gemaakt. Waarmee rentes en opslagen vanuit historisch perspectief zeker niet hoog zijn. Obligaties uit opkomende markten bieden een aantrekkelijke rentevergoeding, hoewel de risico-opslag op obligaties in US-dollars laag is. We zien stijgende rentes in de VS als een risico voor deze categorie. De wens voor een zwakkere dollar is niet ongunstig. Obligaties genoteerd in lokale valuta hebben geprofiteerd van renteverlagingen van centrale banken, maar we denken dat dit op zijn einde loopt. Per saldo houden wij vast aan onze neutrale visie.

<b>Beursgenoteerd vastgoed</b>	<b>Neutraal</b>
--------------------------------	-----------------

Beursgenoteerd vastgoed daalde in maart wereldwijd en in alle regio's als gevolg van de oorlog in het Midden-Oosten met navenant oplopende rentes. De grootste dalingen waren te zien in Europa en in Japan. Wij houden een neutrale visie. Leegstand is wat hoger in de VS dan in Europa. Op termijn wordt huurgroei binnen vastgoed gesteund door verminderd nieuw aanbod. In zowel de VS als Europa zien we vanaf de huidige renteniveaus weinig potentieel voor een daling. In maart is dit beeld versterkt door het conflict en bijbehorende oplopende inflatieverwachtingen en stijgende lange rentes. De marktverwachtingen rondom de beleidsrentes zijn in maart ook veranderd: in de VS worden geen renteverlagingen door de Fed meer verwacht dit jaar; in Europa worden drie renteverhogingen verwacht. Ten opzichte van de renteniveaus is de waardering van wereldwijd ontwikkeld beursgenoteerd vastgoed duur en vinden we Europa neutraal gewaardeerd.

<b>Grondstoffen</b>	<b>Neutraal</b>
---------------------	-----------------

De brede grondstoffenindex van Bloomberg steeg in maart met 14% (in euro's), vooral gedreven door de sterke stijgende olie- en gasprijzen. Door het militaire conflict tussen de VS, Israël en Iran is de olieprijs gestegen tot USD 118 per vat per eind maart, terwijl deze voorafgaand het conflict nog op 73 dollar stond. Ook de Europese gasprijs steeg fors. Deze noteerde eind-februari rond 30 euro per MWh en was op 19 maart verdubbeld. De ontwikkeling van de prijzen zal vooral afhangen van de lengte van het conflict en de reikwijdte ervan. De onzekerheid hieromtrent is aanzienlijk, waarbij we escalerende en de-escalerende tekenen van de Amerikaanse en Iraanse regeringen zien. Vooral de sluiting van de Straat van Hormuz kan gevolgen hebben voor olie- en gasprijzen. In ons basisscenario gaan we ervan uit dat het conflict eerder weken dan maanden zal duren, met de verwachting dat de prijzen weer zullen dalen (hoewel wel structureel op een hoger niveau dan voor het conflict begon); mede door structurele factoren zoals minder vraag naar olie vanuit China en elektrificatie. De goudprijs is tot nu toe geen 'veilige haven' gebleken tijdens het Midden-Oosten conflict en daalde tot circa 4.600 dollar per troy ounce per eind maart. Goud kan een toevluchtsoord zijn voor beleggers in tijden van (geopolitieke) onzekerheid. Echter, factoren zoals stijgende rentes en het winst nemen van beleggers (de goudprijs was historisch hoog met een toegenomen speculatief karakter) wogen zwaarder dan de geopolitieke onrust. Hoewel op kortere termijn vertraging van de (Chinese) economische groei een drukkend effect heeft op de vraag naar metalen en prijzen, lijkt met name koper op de langere termijn goed gepositioneerd te zijn voor structurele ontwikkelingen zoals de energietransitie en kunstmatige intelligentie.

<b>US dollar - euro</b>	<b>Neutraal</b>
-------------------------	-----------------

Al voor het uitbreken van het conflict in het Midden-Oosten wist de dollar wat terrein te winnen op de euro. De zwakte die was ontstaan door onzekerheid over de nieuw te benoemen voorzitter van de Fed, wat zou kunnen leiden tot onverantwoorde renteverlagingen, werd weggenomen met de beoogde benoeming van Kevin Warsh. De dollar apprecieerde van 1,20 dollar per euro naar 1,18. Bij het uitbreken van de oorlog in het Midden-Oosten fungeerde de dollar als veilige haven. De Amerikaanse munt apprecieerde tot 1,14 dollar per euro op 13 maart. Daarmee is de dollar terug op het niveau dat we in de tweede helft van 2025 hebben gezien. Met deze appreciatie en het dalen van het verschil tussen de tweejaarsrente in de VS en Duitsland, ligt de koers van de dollar weer in lijn met dit renteversil. Fundamenteel gezien is de dollar niet speciaal goedkoop. Wij zien nog steeds voldoende kapitaalstromen richting de VS in de vorm van kortetermijnbeleggingen en langetermijninvesteringen om de dollar op peil te houden. Per saldo voorzien we een zijwaartse beweging.

# Marktoverzicht

## Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2025
Wereldwijd (MSCI AC)	979	-7.4%	-3.5%	-3.5%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	4258	-6.6%	-3.9%	-3.9%
Opkomende markten (MSCI EM)	1397	-13.3%	-0.5%	-0.5%
Verenigde Staten (S&P 500)	6529	-5.1%	-4.6%	-4.6%
Eurozone (EURO STOXX 50)	583	-8.0%	-1.5%	-1.5%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	10176	-6.7%	2.5%	2.5%
Japan (Topix)	3498	-11.2%	2.6%	2.6%
Nederland (AEX)	960	-6.5%	0.9%	0.9%

## Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2025 (bp)
Verenigde Staten	4.32	36	16	16
Japan	2.35	24	28	28
Duitsland	3.01	35	15	15
Frankrijk	3.72	50	16	16
Italië	3.91	63	40	40
Nederland	3.09	37	12	12
Verenigd Koninkrijk	4.92	61	44	44

## Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2025 (bp)
Verenigde Staten	90	5	11	11
Eurozone	95	14	17	17

## Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2025 (bp)
Verenigde Staten	328	18	47	47
Eurozone	337	68	67	67
Opkomende markten (USD)	289	30	36	36
Opkomende markten (Lokale valuta)	242	11	27	27

## Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2025
Wereld	-9.8%	-0.1%	-0.1%
Noord-Amerika	-6.4%	3.6%	3.6%
Europa	-14.5%	-5.3%	-5.3%

## Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2025
Bloomberg index	11.1%	23.3%	23.3%
Basismetalen	-1.3%	3.6%	3.6%
Brent olie (USD per vat)	103.97	43.3%	70.9%
Goud (USD per troy ounce)	4623	-12.0%	6.9%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 31 maart 2026

Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

## Auteur

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

### **Van Lanschot Kempen Investment Strategy & Tactische Asset Allocatie**

Pieter Heijboer - Hoofd Investment Strategy  
Luc Aben - Hoofdeconoom  
Joost van Leenders - 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](https://vanlanschotkempen.com/investment-management)