



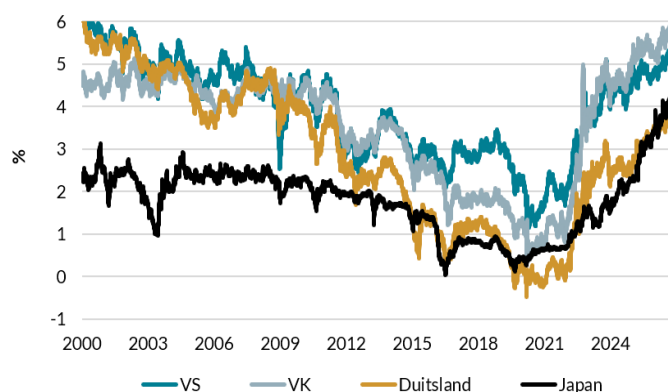
# Visie op Asset Allocatie

September 2026

- Rentestijgingen vallen op, maar zijn niet extreem
- Winstgroei in tweede kwartaal ijzersterk
- In sectorallocatie basisindustrie ingeruild voor energie

Gedurende de zomer waren de financiële markten over het algemeen vrij rustig. In euro's gemeten gingen aandelen in alle regio's vooruit, met uitzondering van opkomende markten. Deze aandelencategorie wordt sterk gedomineerd door enkele grote technologiebedrijven. Twijfels over de hausse rondom kunstmatige intelligentie leidden tot grote volatiliteit, vooral in Koreaanse aandelen. Het overwegend licht positieve sentiment op de aandelenmarkten is vooral te danken aan degelijke economische groei en ijzersterke winstgroei. Oplopende rentes op staatsobligaties met lange looptijden eisten aandacht, zonder tot paniek te leiden. Risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties waren nagenoeg onveranderd op historisch lage niveaus, terwijl de opslagen op high yield obligaties daalden. De geopolitieke situatie in het Midden-Oosten is nog steeds onzeker, wat leidde tot grote bewegingen in de olieprijs.

Dertigjaarsrentes flink opgelopen



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

aandelen. Centrale banken zullen de rentes wat verhogen, maar naar verwachting niet genoeg om aandelenmarkten negatief te raken. Ook denken we dat het potentieel voor verdere stijgingen van de kapitaalmarktrentes beperkt is. We blijven onderwogen in investment-gradebedrijfsobligaties: de risico-opslag biedt naar onze mening te weinig extra rendement voor het hogere risico ten opzichte van staatsobligaties. In ons sectorbeleid blijven we overwogen in informatietechnologie, maar nemen we deels winst. Daarnaast bouwen we onze overweging in de basisindustrie af en stappen we over naar energie.

## Rentestijgingen vooral ordelijk

Rentes, olie en groei waren de afgelopen maanden de bepalende factoren op financiële markten. Vooral het oplopen van de rentes op staatsobligaties met lange looptijden eiste de aandacht van beleggers op. In de VS steeg de tienjaarsrente in juli met 20 basispunten. De twintig- en dertigjaarsrente stegen met ruim 30 basispunten. In augustus steeg de dertigjaarsrente naar een niveau waarop de minister van Financiën ingreep. Minister Bessent kondigde aan de reguliere aankopen van langlopende obligaties tijdelijk te verdubbelen. Officieel om de marktliquiditeit in dit deel van de obligatiemarkt te bevorderen, maar markten zagen hierin ook een teken van onrust bij de regering-Trump. De aankondiging zette rentes even lager, maar had geen blijvend effect. In augustus liepen lange rentes in Japan, het VK en Duitsland verder op. In Frankrijk steeg de risico-opslag op tienjaarsstaatsobligaties ten opzichte van Duitsland tot boven de opslag voor Italië.

Rentes kunnen stijgen door hogere inflatieverwachtingen of door hogere reële rentes. In Duitsland en het VK verklaart de inflatiecomponent een groot deel van de

Vanwege de positieve economische groei en sterke bedrijfswinsten houden wij vast aan onze overweging in

rentestijging. Dat lijkt logisch gezien de hoge energieprijzen, maar het beeld is niet eenduidig. Kijkend naar swaps, contracten die direct bescherming bieden tegen inflatie, zijn inflatieverwachtingen ook in de eurozone niet veel gestegen. In de VS is de stijging van de kapitaalmarktrentes vooral te danken aan hogere reële rentes. De reële rente is het nominale tarief, minus de (in de VS gematigde) inflatieverwachtingen. Reële rentes kunnen stijgen door hogere groeiverwachtingen of door grotere onzekerheid. Hogere groeiverwachtingen spelen met de enorme investeringen in kunstmatige intelligentie een rol, aangezien die leiden tot een enorme vraag naar kapitaal en zouden moeten leiden tot hogere groei van de arbeidsproductiviteit. Dit is eigenlijk de meest gezonde vorm van rentestijging en ook de vorm waar aandelenmarkten het best tegen kunnen. Hogere groei leidt immers ook tot hogere bedrijfswinsten.

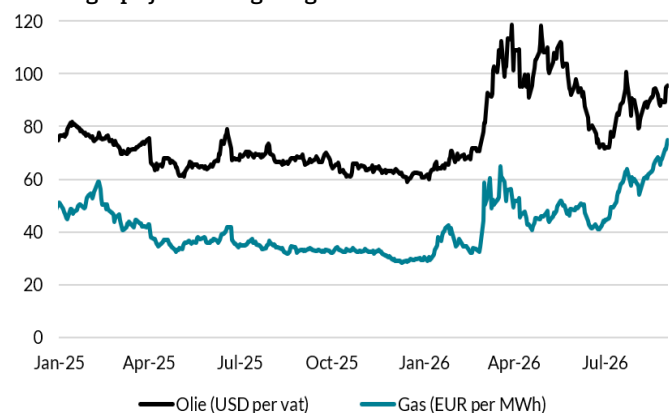
Grotere onzekerheid is negatief. Hier spelen twee factoren een rol. Ten eerste de hoge begrotingstekorten en oplopende staatsschulden in de VS, het VK en Frankrijk. Noch in de Verenigde Staten, noch in de eurozone zijn er overtuigende pogingen om begrotingstekorten en overheidsschulden terug te dringen. De vergrijzing, hogere defensie-uitgaven en investeringen in klimaatadaptatie doen bovendien vermoeden dat de druk op de overheidsfinanciën niet snel zal afnemen. Om nog maar te zwijgen van het populistische politieke klimaat in veel landen, dat begrotingsdiscipline niet bepaald bevordert. Die onzekerheid zal niet snel verdwijnen. Daarnaast is er onzekerheid over het rentebeleid van de Fed, waarover later meer.

Onze conclusie is dat meerdere factoren hebben geleid tot een herprijsing van kapitaal. Niet de snelheid van de rentestijgingen zorgde voor onrust; die stijgingen verliepen juist vrij geleidelijk. Vooral de bereikte renteniveaus trokken de aandacht. Zo bereikte de dertigjaarsrente in Japan het hoogste punt ooit en die in de VS het hoogste punt sinds 2007. Toch moeten we de huidige niveaus enigszins in perspectief plaatsen. Na de financiële crisis daalde de rente vrijwel onafgebroken. Dat was mede het gevolg van het uitzonderlijk ruime monetaire beleid van centrale banken, waaronder grootschalige opkoopprogramma's van obligaties, beter bekend als kwantitatieve verruiming. Dat beleid behoort vandaag grotendeels tot het verleden, wat pleit voor normalisatie van rentestanden. We denken dat economieën en daarmee ook aandelenmarkten bestand zullen zijn tegen deze renteniveaus. Zeer lange rentes hebben weinig invloed op de economische groei. Per saldo zijn de financiële condities — het geheel van rentestanden, risico-opslagen en aandelenmarkten — zeker niet krap te noemen.

## Olieprijs volatiel

De olieprijs liet de afgelopen twee maanden grote bewegingen zien. In juli, toen er nog een voorlopig bestand was tussen de VS en Iran en het scheepvaartverkeer door de Straat van Hormuz toenam, daalde de prijs voor een vat Brent tot iets boven 70 dollar. Maar het stilvallen van de onderhandelingen tussen de VS en Iran, de aankondiging door de VS van een economische oorlog tegen Iran en hernieuwde beschietingen over en weer, legden het scheepvaartverkeer weer stil. Met als gevolg dat de olieprijs begin september weer boven 90 dollar per vat staat. Wat overigens een stuk lager is dan de 120 dollar per vat die eind maart en eind april werd genoteerd.

### Olie- en gasprijzen weer gestegen



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

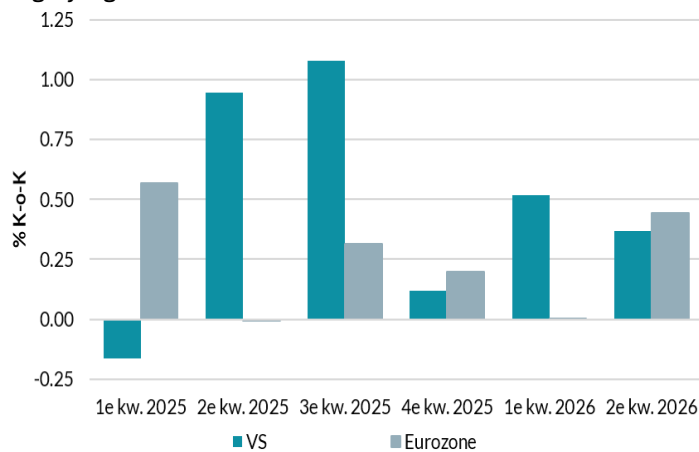
De beperkte stijging van de olieprijs komt doordat er berichten zijn dat er wel wat tankers door de straat varen en doordat Iran en Oman onderhandelen over een (financiële) regeling over het scheepvaartverkeer. Ook zijn markten sceptisch over de sancties waarmee de VS dreigt tegen landen die handel drijven met Iran. Maar vooral de olievoorraden, die nog steeds fungeren als buffer tussen vraag en aanbod, zorgen ervoor dat de olieprijs niet al te sterk stijgt. Gasprices in de eurozone zijn tot het hoogste niveau gestegen sinds het conflict in het Midden-Oosten. Lage voorraden voor de tijd van het jaar en het wegvallen het op de één na grootste gas exporterende land ter wereld hebben geleid tot deze hogere prijzen. Een risico voor de eurozone, maar nog geenszins vergelijkbaar met de prijzen van 2022.

## Economische groei degelijk

Met de economische groei en de winstgroei zit het wel goed. Voor de eurozone was de verwachting dat de economie door de hogere energieprijzen in het tweede kwartaal ten minste zou stilvallen. Maar de groei trok juist aan tot 0,4% ten opzichte van het eerste kwartaal. Over de afgelopen vier kwartalen groeide de economie met 1,0%, wat niet ver ligt van het groeitempo dat de eurozone op lange termijn

zou moeten laten zien. We verwachten dat de groei in de eurozone zal aanhouden. De details van de groei zijn nog niet bekend, maar we weten wel dat de detailhandelsverkoop en de industrie in het tweede kwartaal zijn gegroeid. Vooral de Duitse industrie viel op met degelijke groei in mei en juni, aangezien de sector te maken heeft met hoge energieprijzen en de aan- en afvoer van producten wordt bemoeilijkt door de lage waterstand van de Rijn. Het vertrouwen van ondernemers en consumenten kreeg bij het uitbreken van de oorlog in het Midden-Oosten een flinke tik, maar is inmiddels grotendeels hersteld. Consumenten lijken zelfs bereid hun sinds de coronapandemie hoge besparingen aan te wenden om hun bestedingen op peil te houden. De eurozone profiteert minder van de uitbouw van infrastructuur voor kunstmatige intelligentie dan de VS of sommige Aziatische landen, maar de verbetering van orderboeken in de industrie wijst toch op positieve uitstralingseffecten.

**Degelijke groei in de VS en de eurozone in het tweede kwartaal**



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In de VS groeide de economie in het tweede kwartaal met 0,4% ten opzichte van het eerste kwartaal, net als in de eurozone. Die groei was neerwaarts vertekend door afnemende voorraden en een negatieve bijdrage van de buitenlandse handel. Zonder deze effecten lag de groei op 0,8%, een versnelling ten opzichte van het eerste kwartaal. De consumptie trok aan, terwijl de groei van de bedrijfsinvesteringen zeer sterk bleef. Het vertrouwen van ondernemers is hoog genoeg voor een degelijk groeitempo. Vooral het vertrouwen van kleine bedrijven is de afgelopen maanden sterk toegenomen. Het vertrouwen van consumenten lijdt onder hoge benzineprijzen en stijgende rentes. Maar het consumentenvertrouwen is de afgelopen jaren een matige voorspeller geweest van de bestedingen. Belangrijker zijn de ontwikkeling van de inkomens, die recent is verbeterd, en de positieve vermogensseffecten door stijgende aandelenkoersen. Samen met een stabiele arbeidsmarkt zorgt dat voor voldoende steun voor de

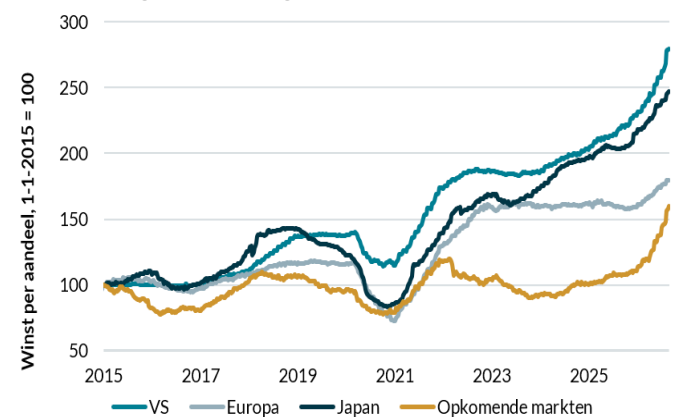
consument. De bedrijfsinvesteringen stegen in het tweede kwartaal wederom sterk. Met de uitbouw van infrastructuur voor kunstmatige intelligentie, gunstige financiële condities en sterke bedrijfswinsten verwachten we dat deze motor van de Amerikaanse economie nog wel even goed zal blijven draaien.

In opkomende markten is het groeibeeld wisselend. Sterk in Zuid-Korea en Taiwan, gedreven door de grote chipsectoren in die landen. Maar relatief zwak in China, waar de groei vooral komt uit de export van elektrische auto's, producten voor de energietransitie en informatietechnologieproducten. Binnenlands kampt de economie nog steeds met de vastgoedcrisis, lage kredietgroei en lage groei van de consumptieve bestedingen.

## Winstgroei ijzersterk

Het cijferseizoen over het tweede kwartaal ligt grotendeels achter ons en de resultaten zijn ijzersterk. De ruim 50% winstgroei in de VS is opwaarts vertekend door deelnemingen van vooral grote technologiebedrijven in niet-beursgenoteerde bouwers van modellen voor kunstmatige intelligentie. Deze deelnemingen zijn sterk in waarde gestegen, wat tot uitdrukking komt in grote buitengewone winststijgingen. Maar exclusief dit effect ligt de winstgroei nog altijd op ongeveer 30% ten opzichte van het tweede kwartaal van 2025. Europa doet daar met 25% winstgroei nauwelijks voor onder, terwijl de winstgroei in Japan daar met 60% ruim bovenuit steekt. Voor al deze regio's geldt dat dergelijke winstgroei cijfers uitzonderlijk zijn. Dit komt eigenlijk alleen voor als winsten herstellen na een periode van zwakte of winstdalingen tijdens een recessie. Voor alle regio's geldt ook dat de winstgroei gepaard gaat met omzetgroei. Maar met een omzetgroei van 10 tot 15% draagt ook margeverbetering bij aan de winstgroei.

## Sterke winstgroei in alle regio's



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In de VS is de winstgroei breed gedragen. Van alle bedrijven die tot nu toe hebben gerapporteerd (97% van alle bedrijven in de S&P 500 index), meldt 81% winstgroei en weet 88% de verwachtingen te overtreffen. Op de sector gezondheidszorg na rapporteren alle sectoren winstgroei, terwijl alle sectoren het beter doen dan verwacht. De sector energie laat de grootste winstgroei zien, gevolgd door communicatiediensten, duurzame consumptiegoederen en informatietechnologie. Maar bij die laatste drie sectoren is vooral sprake van de opwaartse vertekening door herwaarderingen van deelnemingen. De afgelopen tijd was er regelmatige onrust onder beleggers over de hausse rondom investeringen in kunstmatige intelligentie en over de mogelijke disruptie door kunstmatige intelligentie van met name de softwaresector. De resultaten van Nvidia, de maker van chips voor kunstmatige intelligentie, en van bedrijfssoftwaremaker Salesforce verlichtten de zorgen enigszins. Voor Nvidia verwachtten analisten voor komend jaar een omzetgroei van 45%, terwijl het bedrijf een prognose van 70% afgaf. Een sterke boodschap dat de investeringen voorlopig aan zullen houden. Salesforce meldde toenemende integratie van kunstmatige intelligentie in de producten, wat de kans op disruptie van het gehele bedrijf verkleint.

Ook in Europa stak de energiesector duidelijk boven de andere sectoren uit. Met een aandeel van zo'n 5% in de index droeg de sector ongeveer een kwart bij aan de totale winstgroei. Toch was ook de winstgroei in de sectoren basisindustrie, financiële dienstverlening, informatietechnologie en industrie zeer sterk. De sectoren communicatiediensten en duurzame consumptiegoederen lieten dalende winsten zien. Vooral positief voor Europa is dat de winsten, na stagnatie van 2023 tot en met 2025, eindelijk weer groeien.

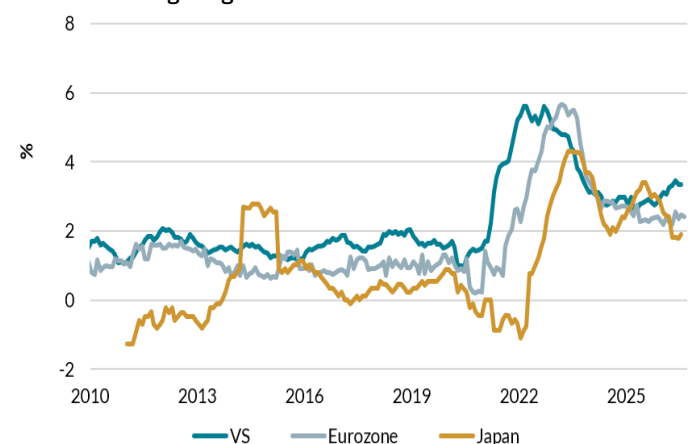
Winstgroei in het tempo van het afgelopen kwartaal is moeilijk vol te houden. In de VS blijft de winstgroei voor de gehele bedrijvensector grotendeels te zijn behaald door prijsverhogingen. Als dit langdurig aanhoudt en de koopkracht van consumenten onder druk blijft, zal de omzetgroei onder druk komen en daarmee ook de winstgroei. Maar we voorzien wereldwijd wel voldoende groei om winsten in een behoorlijk tempo te laten groeien. Dat geeft een positief beeld voor aandelen.

## Monetair beleid niet in de weg

We noemden al even het monetaire beleid van de Fed, waar de afgelopen tijd nogal wat om te doen is. Ironisch in dit geval is dat de nieuwe Fed-voorzitter Warsh juist minder aandacht voor het monetaire beleid wil. Maar Warsh is aangesteld door Trump, die er geen geheim van maakt lagere rentes te willen, terwijl de inflatie in de VS ruim boven het doel van de Fed ligt en de economie sterk groeit.

Tijdens de persconferentie op 17 juni die volgde op het besluit de rente onveranderd te houden, ging het mis met de spagaat waarin Warsh zich bevindt. Warsh wil zo min mogelijk zeggen over het toekomstige rentebeleid. Deze zogenaamde forward guidance vindt hij een overblijfsel van de financiële crisis en de lage inflatie die daarop volgde, maar inmiddels achterhaald. Wat op zich geen onterechte kritiek is. Maar het idee ontstond dat Warsh oplopende lange rentes niet zo erg vindt, omdat die het verkrappende werk voor de Fed kunnen doen. Zo zou de Fed de korte rente laag kunnen houden. Dat leidde tot een behoorlijke reactie op obligatiemarkten. Temeer daar drie leden van het beleidscomité van de Fed voor een renteverhoging stemden. Dus had Warsh wat recht te zetten tijdens de jaarlijkse bijeenkomst van centrale bankiers in Jackson Hole eind augustus. Een duidelijke aankondiging werd niet verwacht, maar toch kwam Warsh voor zijn doen verdacht dicht bij forward guidance. Hij schetste een sterke economie, terwijl de inflatie te hoog is en de afgelopen tijd maar beperkt is gedaald. De Fed heeft een duidelijke doelstelling van 2% en de rente is haar voornaamste instrument. Er is volgens Warsh werk aan de winkel voor de Fed. Het gevolg van zijn woorden was dat beleggers een hogere kans zagen op een renteverhoging in september. De tweejaarsrente ging in de VS bijna 15 basispunten omhoog. De tienjaars- en de dertigjaarsrente liepen iets op, maar minder dan de korte rentes. Beleggers kregen dus meer vertrouwen in de Fed wat betreft het beperken van de inflatie. Of die renteverhoging in september er komt, is niet zeker. Van groter belang is het aantal renteverhogingen dat de Fed zal doorvoeren. Als dat beperkt blijft tot één à twee renteverhogingen, denken we niet dat dat een verdere opmars van aandelen in de weg hoeft te staan. Mede omdat we denken dat dit grotendeels in obligatierentes is verdisconteerd.

Kerninflatie nog hoog in de VS



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In de eurozone liep de totale inflatie in augustus op naar 3,3%. Dat was precies volgens de verwachting. Daarmee ligt

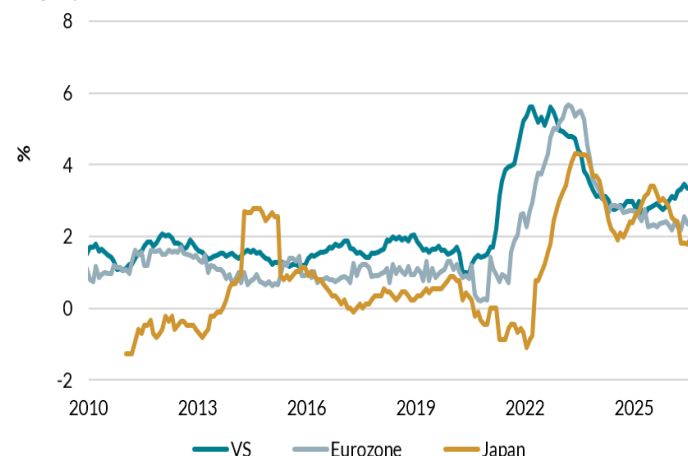
de inflatie ruim boven de doelstelling van de ECB van 2%. Maar het lijkt erger dan het is. De stijging komt namelijk grotendeels door hogere energieprijzen, een effect waar de ECB geen grip op heeft. En dus ook niet op hoeft te reageren als er geen tekenen zijn van doorwerking in prijzen in het algemeen. Daar zijn inderdaad geen tekenen van. De kerninflatie, de prijsstijging exclusief voedsel- en energieprijzen, daalde juist iets van 2,5% naar 2,4%. De kerninflatie beweegt al maanden rond dit niveau. De inflatie in de dienstensector, waar het rentebeleid van de ECB juist wel grip op zou hebben, daalde tot 3,0%. De stijging van de cao-lonen in de eurozone daalde in het tweede kwartaal naar 2,4%. Daarmee lijkt een renteverhoging door de ECB niet hoognodig. Toch is het zeer waarschijnlijk dat de ECB de rente in september zal verhogen. Beleidsmakers hebben hier vrij duidelijk op gewezen. De ECB ziet dit vooral als een verzekering, mochten energieprijzen toch breder doorwerken. We verwachten dat de ECB het bij één renteverhoging zal laten.

Ook de Bank of Japan zal naar verwachting de rente in september verhogen. Met 1,9% in juli is de inflatie niet hoog en lijkt een renteverhoging niet nodig. Ook de kerninflatie wijst daar niet op. Volgens de Japanse manier van berekenen ligt die op 1,9%, volgens de internationaal gebruikelijke manier op slechts 1,5%. De economie groeide in het tweede kwartaal met 0,3% ten opzichte van het eerste kwartaal en was daarmee 0,5% groter dan een jaar eerder. Die jaargroei wijkt niet veel af van de potentiële groei in Japan. Die ligt vooral laag vanwege een krimpende bevolking. Ook dat is niet echt een reden voor renteverhogingen. Japan heeft echter te maken met een zwakke wisselkoers. Dat heeft geleid tot sterk stijgende invoer- en producentenprijzen en daarmee tot potentiële opwaartse druk op de consumentenprijzen. Ook de lonen nemen tegenwoordig toe in Japan, wat een normalisatie van het jarenlang extreem ruime monetaire beleid rechtvaardigt. De Bank of Japan doet het rustig aan met die normalisatie. Na vijf renteverhogingen in tweeënhalf jaar staat de beleidsrente op 1%, beduidend lager dan in de VS en Europa. Dat is een belangrijke verklaring voor de zwakke wisselkoers. Eind juli hebben Japan en de VS in een unieke gezamenlijke actie ingegrepen op de valutamarkt om de Japanse yen te steunen. Een niveau van 160 yen per dollar geldt een beetje als rode lijn voor de Japanse overheid. Na de interventie sterkte de yen aan van 164 naar 157 yen per dollar. Inmiddels is de yen weer gedevalueerd naar 160. Valuta-interventies kunnen een signaal afgeven van de door de autoriteiten gewenste richting van een wisselkoers, maar geven doorgaans geen blijvend resultaat als de fundamentele factoren niet veranderen. Renteverhogingen door de Bank of Japan worden dus niet alleen door binnenlandse, maar zeker ook door externe factoren ingegeven.

## Aanpassing sectorbeleid

In ons beleggingsbeleid hebben we geen aanpassingen gemaakt in de brede allocatie. We blijven overwogen in aandelen. We zien de risico's van hogere rentes en hogere energieprijzen.

Degelijke aandelenperformance in 2026



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

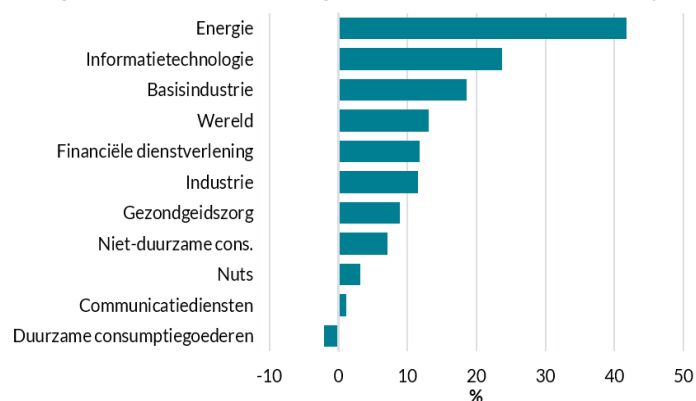
De rentestijging beschouwen we als een verklaarbare herprijsing, waarbij het potentieel voor verdere stijging beperkt lijkt. Bovendien vindt de rentestijging vooral plaats in het lange segment, dat minder impact heeft op de economische groei. De financiële condities zijn per saldo nog ruim. Energieprijzen blijven moeilijk te voorspellen, maar staan niet op een niveau dat de groei ernstig bedreigt. Het belangrijkste is dat we redelijke economische groei en positieve winstgroei verwachten. Die winstgroei zal lager zijn dan de spectaculaire cijfers over het tweede kwartaal, maar wel gespreid over de verschillende aandelenregio's.

We zijn onderwogen in investment grade bedrijfsobligaties uit de eurozone. We hebben een neutrale visie op de onderliggende rentes op staatsobligaties. Het potentieel voor verdere rentestijging mag in Duitsland dan beperkt zijn, met nog wat renteverhoging van de ECB in het vooruitzicht voorzien we ook geen snelle daling. Risico-opslagen op obligaties van andere eurozonelanden kunnen in het huidige klimaat zomaar wat oplopen. Wat betreft investment grade bedrijfsobligaties vinden we dat de risico-opslagen te weinig compensatie bieden voor het hogere risico in deze beleggingscategorie dan bij staatsobligaties. Met andere woorden, we vinden investment grade bedrijfsobligaties uit de eurozone te duur. Waarmee we ervan uitgaan dat ze een lager rendement zullen opleveren dan aandelen.

Binnen ons sectorbeleid voeren we twee wijzigingen door. We nemen deels winst op onze overweging in de sector informatietechnologie. We zijn overwogen sinds we in februari met ons sectorbeleid zijn begonnen. Gaandeweg

hebben we de positie verdubbeld. Sinds februari heeft de sector een sterke outperformance laten zien ten opzichte van de markt. We blijven positief over de sector, die nog steeds een sterke opwaartse trend in de aandelenprijzen laat zien en een zeer sterke winstdynamiek. Zowel gerealiseerde als verwachte winsten groeien hard. De opwaartse winstherzieningen worden ook breed gedragen: een overgrote meerderheid van de analisten verhoogt de verwachtingen voor deze sector. Daarbij is de waardering gedaald. Winsten zijn sneller gestegen dan aandelenprijzen. Dat we toch deels winst nemen, is te wijten aan de sterke outperformance en de twijfels die van tijd tot tijd ontstaan over de hoge investeringen in infrastructuur voor kunstmatige intelligentie.

#### Energie en informatietechnologie best presterende sectoren dit jaar



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

We nemen winst op onze overweging in de sector basisindustrie. In deze sector is de winstdynamiek afgenomen. Verwachte winsten zijn wat gedaald en een lichte meerderheid van de analisten verlaagt de winsttaxaties. Na de outperformance is de sector bovendien minder aantrekkelijk gewaardeerd.

We voegen de sector energie toe. De signalen uit deze sector zijn al enkele maanden positief. Dat is een direct gevolg van de oorlog in het Midden-Oosten. Hoge olieprijsen zijn gunstig voor de sector, maar de marge tussen olieprijsen en prijzen van geraffineerde producten is te klein. Door de afnemende productie van raffinaderijen in de Perzische Golf en in Rusland draaien raffinaderijen, vooral in de VS en Europa, op volle toeren en tegen hoge marges. Dat uit zich in een sterke prijsdynamiek van aandelen in de energiesector en een zeer sterke winstdynamiek. Dit alles zou kunnen veranderen als de situatie in het Midden-Oosten normaliseert. Daar is op dit moment echter beperkt zicht op. Bovendien zal het ook na normalisatie tijd kosten om energiestromen en raffinagecapaciteit weer op peil te krijgen.

# Tactische vooruitzichten

| Vermogenscategorie                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                              |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| <b>Aandelen</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | <b>Overwogen</b>                                             |
| <p>Onze overweging in aandelen is vooral ingegeven door het feit dat we degelijke economische groei en degelijke winstgroei verwachten. De wereldeconomie is weerbaar gebleken tegen geopolitieke spanningen en voorlopende indicatoren zijn recent verbeterd. De totale inflatie is recent wat opgelopen door hogere energieprijzen, maar de ontwikkeling in de onderliggende inflatie is niet zodanig dat centrale banken fors moeten ingrijpen. We houden het op enkele renteverhogingen van de belangrijkste centrale banken, wat de economische groei, de winstgroei en daarmee verdere stijgingen van aandelen niet in de weg hoeft te staan. Hogere olieprijs en oplopende rentes vormen de voornaamste risico's voor aandelen. We zijn overwogen in alle regio's. Opkomende markten kennen de sterkste winstdynamiek, al is die wel zeer geconcentreerd in enkele bedrijven. In de VS en Europa was de winstgroei in het tweede kwartaal vergelijkbaar. De VS zijn minder aantrekkelijk gewaardeerd, al is die waardering recent wel iets verbeterd. Europa en de regio Pacific, die voor hun energiebehoefte afhankelijk zijn van onder andere het Midden-Oosten en de VS, hebben het meest te winnen bij lagere energieprijzen.</p> |                                                              |
| <b>Aandelsectoren</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | <b>Overwogen informatietechnologie<br/>Overwogen energie</b> |
| <p>Na een sterke outperformance nemen we deels winst op de sector informatietechnologie. De sector scoort nog steeds uitstekend op het prijsmomentum van de aandelen. De winstgroei en de winstherzieningen in deze sector zijn nog steeds exceptioneel hoog. Wij denken dat de ontwikkeling, de toepassing en de investeringen in kunstmatige intelligentie zullen voortduren. De sector informatietechnologie is dankzij de hoge en sterk groeiende winsten aantrekkelijk gewaardeerd. We nemen winst op onze overweging in de sector basisindustrie. Hier is de winstdynamiek afgenomen en de waardering minder aantrekkelijk geworden. We voegen de sector energie toe. Deze sector profiteert van de onrust in het Midden-Oosten, vooral door hoge marges op de raffinage van olieproducten. Voorlopig is er weinig zicht op een oplossing in het Midden-Oosten, maar zelfs als die er komt, kost het tijd om de raffinagecapaciteit weer op peil te krijgen. Bovendien zal de vraag naar geraffineerde producten hoog blijven als voorraden moeten worden aangevuld.</p>                                                                                                                                                                |                                                              |
| <b>Staatsobligaties</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | <b>Neutraal</b>                                              |
| <p>De afgelopen maanden trokken obligatiemarkten de aandacht. Niet zozeer vanwege de snelheid van de rentestijgingen, maar vooral vanwege de niveaus die werden bereikt. Er zijn meerdere verklaringen voor, waaronder degelijke groei, een hoge vraag naar kapitaal voor investeringen in kunstmatige intelligentie en een hogere inflatie dan in de periode voor de coronapandemie. Maar ook verslechterende overheidsfinanciën en minder duidelijkheid over het rentebeleid van de Fed spelen een rol. Deze factoren zijn niet zomaar verdwenen, waardoor de hogere rentes voor een groot deel kunnen worden gezien als normalisatie. Wat het rentebeleid van de Fed betreft, heeft de Fed-voorzitter recent meer duidelijkheid gegeven. We zien beperkte renteverhogingen door centrale banken, die in de markt zijn ingeprijsd. Al met al resulteert dit in een neutrale visie op staatsobligaties.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                              |
| <b>Bedrijfsobligaties investment grade</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | <b>Onderwogen</b>                                            |
| <p>Onze onderweging in investment grade bedrijfsobligaties moet vooral worden gezien tegenover de overweging in aandelen. Onze neutrale visie op staatsobligaties geeft weinig ruimte voor positieve prijsbewegingen in staatsobligaties, maar ook in bedrijfsobligaties. Daarbij is de risico-opslag op bedrijfsobligaties zeer laag. Er is maar een beperkte stijging nodig om het totale rendement lager te doen uitkomen dan het rendement op staatsobligaties. We voorzien geen grote verslechtering van bedrijfsbalansen, maar de lage risico-opslagen bieden maar weinig buffer bij tegenvallers.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                              |
| <b>Bedrijfsobligaties high yield</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | <b>Neutraal</b>                                              |
| <p>Ook voor high yield bedrijfsobligaties is de risico-opslag historisch laag. Risico-opslagen liggen momenteel zelfs lager dan voor het uitbreken van de oorlog in het Midden-Oosten. Bij redelijke economische groei in de VS en in Europa verwachten we dat risico-opslagen niet zullen uitlopen. Daarmee geeft de risico-opslag een redelijk extra rendement ten opzichte van staatsobligaties. Met de lage risico-opslagen vinden we het opwaartse potentieel van high yield beperkt. Terwijl de neerwaartse risico's bij tegenvallende economische groei toenemen.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                              |
| <b>Staatsobligaties opkomende markten</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | <b>Neutraal</b>                                              |
| <p>Obligaties uit opkomende markten bieden een aantrekkelijke rentevergoeding, hoewel de risico-opslag op obligaties in US-dollars laag is. Oplopende Amerikaanse rentes vormen echter een risico, terwijl het gevaar van een sterke dollar is geweken. Obligaties genoteerd in lokale valuta hebben geprofiteerd van renteverlagingen van centrale banken, maar hier verwachten we een ommekeer. Per saldo houden wij vast aan onze neutrale visie.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                              |
| <b>Beursgenoteerd vastgoed</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | <b>Neutraal</b>                                              |
| <p>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. Het potentieel voor verdere rentestijgingen van kapitaalmarktrentes lijkt relatief beperkt. Zowel de Fed als de ECB zouden de rente kunnen verhogen, maar hier wordt al rekening mee gehouden.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                              |

| Grondstoffen                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Neutraal |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| <p>De vooruitzichten voor de olieprijs blijven zeer onzeker en sterk afhankelijk van de ontwikkelingen in het Midden-Oosten. De hoge olieprijs, extreem weer en El Niño hebben landbouwprijzen opgedreven. Dat de <a href="#">olieprijs</a> onder de piek van ruim USD 120 uit het voorjaar blijft, komt doordat een deel van de oliestromen nog doorgang vindt, de markt rekent op diplomatieke oplossingen en de olievoorraden voorlopig voldoende buffer bieden tegen grote tekorten. De goudprijs werd gesteund door politieke ontwikkelingen in de VS, waaronder onduidelijkheid over het beleid van de Fed en de plotseling verhoogde aankopen van staatsobligaties door het ministerie van Financiën. Wij zien bij het huidige prijsniveau geen aanleiding om goud te kopen. Hoewel een vertraging van de Chinese economische groei op korte termijn een drukkend effect heeft op de vraag naar metalen en de prijzen daarvan, lijkt met name koper op de langere termijn goed gepositioneerd voor structurele ontwikkelingen zoals de energietransitie en kunstmatige intelligentie. Al met al houden we vast aan onze neutrale visie.</p> |          |
| US dollar – euro                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | Neutraal |
| <p>De dollar kan profiteren als veilige haven in onzekere tijden. Ook renteverhogingen door de Fed zouden de dollar kunnen steunen, maar we verwachten slechts beperkte actie van de centrale bank. Zorgen over de Amerikaanse overheidsfinanciën en de rol van de dollar in de wereldeconomie kunnen leiden tot depreciatie van de dollar. Wij zien nog steeds voldoende kapitaalstromen richting de VS in de vorm van kortetermijnbeleggingen en langetermijninvesteringen om de dollar op peil te houden. Toch zien we met het hoge Amerikaanse begrotingstekort en het grote tekort op de handelsbalans geen opwaartse trend voor de dollar. Per saldo voorzien we een zijwaartse beweging.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |          |

# Marktoverzicht

## Aandelen

|                                         | Index | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2025 |
|-----------------------------------------|-------|-----------------|---------------------|------------------|
| Wereldwijd (MSCI AC)                    | 1149  | 1.6%            | 2.1%                | 14.5%            |
| Geïndustrialiseerde landen (MSCI World) | 4968  | 1.5%            | 2.6%                | 13.4%            |
| Opkomende markten (MSCI EM)             | 1719  | 2.2%            | -1.4%               | 23.8%            |
| Verenigde Staten (S&P 500)              | 7686  | 1.6%            | 1.9%                | 13.5%            |
| Eurozone (EURO STOXX 50)                | 651   | 0.3%            | 4.0%                | 9.9%             |
| Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)          | 10824 | -0.6%           | 5.1%                | 11.1%            |
| Japan (Topix)                           | 4156  | 2.5%            | 5.2%                | 21.0%            |
| Nederland (AEX)                         | 1106  | 0.6%            | 6.8%                | 16.2%            |

## Staatsobligaties (10-jaar)

|                     | Rente (%) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2025 (bp) |
|---------------------|-----------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten    | 4.75      | 4                    | 31                       | 58                    |
| Japan               | 2.94      | 15                   | 29                       | 87                    |
| Duitsland           | 3.32      | 12                   | 39                       | 47                    |
| Frankrijk           | 4.17      | 18                   | 63                       | 61                    |
| Italië              | 4.16      | 13                   | 51                       | 65                    |
| Nederland           | 3.39      | 10                   | 35                       | 43                    |
| Verenigd Koninkrijk | 5.15      | 10                   | 33                       | 68                    |

## Bedrijfsobligaties

|                  | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2025 (bp) |
|------------------|--------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten | 80                 | 1                    | 7                        | 1                     |
| Eurozone         | 77                 | 0                    | 0                        | -1                    |

## Hoogrentende obligaties

|                                   | Risico-opslag (bp) | Afgelopen maand (bp) | Afgelopen 3 maanden (bp) | Vanaf 31-12-2025 (bp) |
|-----------------------------------|--------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| Verenigde Staten                  | 263                | -22                  | -9                       | -18                   |
| Eurozone                          | 259                | -6                   | -9                       | -11                   |
| Opkomende markten (USD)           | 237                | -7                   | 0                        | -16                   |
| Opkomende markten (Lokale valuta) | 183                | 0                    | -22                      | -31                   |

## Vastgoed

|               | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2025 |
|---------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Wereld        | -4.0%           | -0.2%               | 7.6%             |
| Noord-Amerika | -4.1%           | 1.7%                | 15.1%            |
| Europa        | -4.6%           | -1.6%               | -2.3%            |

## Grondstoffen

|                           | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2025 |
|---------------------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Bloomberg index           | 6.4%            | 6.1%                | 33.5%            |
| Basismetalen              | 1.3%            | -1.6%               | 14.3%            |
| Brent olie (USD per vat)  | 89.40           | -1.7%               | -2.4%            |
| Goud (USD per troy ounce) | 4437            | 8.6%                | -2.9%            |

## Valuta

|             | Afgelopen maand | Afgelopen 3 maanden | Vanaf 31-12-2025 |
|-------------|-----------------|---------------------|------------------|
| USD per EUR | 1.16            | 1.0%                | -0.5%            |

Rendementen in EUR

bp = basispunt (0,01%)

Data per 31 augustus 2026

Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

## Auteur

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

### Van Lanschot Kempen Investment Strategy & Research

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

#### Disclaimer

Van Lanschot Kempen Investment Management NV heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. Dit document dient slechts ter informatie. De inhoud is niet bedoeld als beleggingsadvies, biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen en dient ook niet te worden beschouwd als een aanbod of als een uitnodiging om enige van de hierin genoemde financiële instrumenten te kopen of te verkopen.

#### Overige informatie

Dit document van Van Lanschot Kempen Investment Management NV (VLK Investment Management) wordt u slechts ter informatie aangeboden en biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen. De informatie in dit document is niet compleet zonder de mondelinge toelichting gegeven door een medewerker van VLK Investment Management.

VLK Investment Management heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. VLK Investment Management wil uitdrukkelijk voorkomen dat de benchmarks die gebruikt worden in dit document gepubliceerd of beschikbaar worden gemaakt voor het publiek in de zin van de Benchmarkverordening. Daarom is de informatie in dit document uitsluitend voor intern zakelijk en niet commercieel gebruik aan u ter beschikbaar gesteld. Gebruik van (de informatie uit) dit document anders dan voor de doeleinden als hierboven beschreven, is alleen geoorloofd na voorafgaande toestemming van VLK Investment Management.



#### INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300  
1077 WZ Amsterdam  
Postbus 75666  
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00  
[vanlanschotkempen.com/investment-management](https://vanlanschotkempen.com/investment-management)