

Visie op Asset Allocatie

Februari 2026

- Turbulente geopolitieke ontwikkelingen geen aanleiding voor wijzigingen
- Beoogde benoeming Warsh als Fed-voorzitter leidt tot volatiele goudprijs
- Positieve opinie sectoren informatietechnologie en financiële dienstverlening

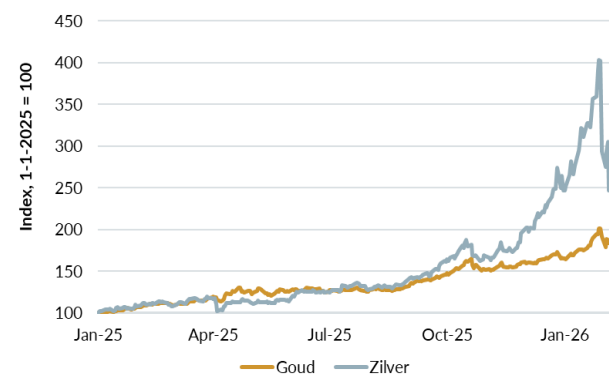
Op geopolitiek gebied is 2026 tumultueus begonnen met de Amerikaanse inval in Venezuela, grote onrust rond Groenland en oplopende spanningen tussen de VS en Iran. Op financiële markten was de onrust beperkt zichtbaar. De VIX-index, die de volatiliteit in de S&P 500 weergeeft, vertoonde even een klein piekje, maar staat begin februari op een niveau waaruit weinig ongerustheid blijkt. Over de maand januari noteerden aandelen positieve resultaten, waarbij vooral de sterke performance van aandelen uit opkomende markten opviel. Maar ook dat Europese aandelen voor de derde maand op rij beter presteerden dan Amerikaanse, gemeten in euro's.

Rentes op staatsobligaties liepen in de VS iets op, terwijl ze in Duitsland licht daalden. De sterke stijgingen van Japanse rentes vielen wederom op. Risico-opslagen van Europese landen, bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende markten daalden, wat ook een teken is dat beleggers zich niet ongerust maakten over de geopolitieke ontwikkelingen.

Door de oplopende spanningen tussen de VS en Iran, dat een grotere olieproducent is dan Venezuela en een veel strategischer geografische ligging heeft, liep de olieprijs wel wat op. Maar met 66 US dollar per vat begin februari ligt de olieprijs nog ruim onder het gemiddelde van de afgelopen jaren. Goud was daarentegen zeer beweeglijk. In januari versnelde de rally in de goudprijs met een stijging van 16% tot een piek van 5.285 dollar per troy ounce op 28 januari. Maar nadat Kevin Warsh door president Trump was genomineerd als nieuwe voorzitter van de Fed, volgde een daling met 11%, waarna weer een snel herstel optrad. In de zilverprijs waren nog veel grotere bewegingen te zien. Wij

denken dat de goud- en zilverprijs de afgelopen tijd sterk werd gedreven door speculatieve beleggers.

Hoge volatiliteit in goud en zilver



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In ons beleggingsbeleid hebben we geen wijzigingen aangebracht. We denken dat de economische groei voldoende zal blijven om winstgroei te genereren, wat positief is voor aandelen. Waarbij we wat meer overtuigd zijn van de potentiële winstgroei in de VS dan in Europa. Bovendien voorzien we nog wat renteverlaging in de VS.

Geopolitiek geen reden voor aanpassing

In onze outlook voor 2026 hebben we de wijsheid opgenomen: "Wie luistert naar de ruis, mist de muziek." Dat bleek bij de inval van de VS in Venezuela. Hoewel er vanuit internationaal juridisch en geopolitiek oogpunt van alles van te vinden valt, reageerden financiële markten schouderophalend. Venezuela heeft de grootste bewezen

oliereserves ter wereld, maar is slechts een kleine producent. Bovendien bleef de (olie)infrastructuur van Venezuela letterlijk buiten schot. Sterker nog, president Trump zou juist liever zien dat de olieproductie van Venezuela stijgt, onder toezicht van de VS. Kortom, geen reactie in de olieprijs en vanuit een beleggersblik vooral ruis.

Rondom Groenland werd het spannender. Trump hield de militaire optie open en dreigde ook met nieuwe invoerheffingen als de VS Groenland niet zou verkrijgen. Tijdens deze ontwikkelingen hebben we drie scenario's overwogen. Het scenario waarbij Europa onder druk Groenland aan de VS zou geven, achtten we gezien de reacties vanuit Europa weinig waarschijnlijk. Ook de militaire optie, die grote gevolgen zou kunnen hebben voor het voortbestaan van de NAVO en zou kunnen leiden tot een handelsoorlog, achtten we zelfs voor Trump te riskant. Een tussenvariant, waarbij de VS nog meer ruimte krijgt om militaire posities op te bouwen en wellicht concessies op het gebied van mijnbouw, beschouwden als meest waarschijnlijk. Aangezien dit scenario weinig impact zou hebben op financiële markten, zagen we geen aanleiding om ons beleggingsbeleid in een meer defensieve richting aan te passen. Uiteindelijk bleek dit de juiste strategie.

Beperkte reactie olieprijs op geopolitieke ontwikkelingen



Een oorlog tussen de VS en Iran kan grote gevolgen hebben. Iran produceert ongeveer 3% van de wereldwijde olieproductie. Als dit wegvalt, hebben andere producenten wel ruimte om de productie op te voeren, maar zou het toch leiden tot hogere olieprijsen. Bovendien zou Iran de Straat van Hormuz kunnen blokkeren. Door deze zeestraat wordt zo'n 20% van de wereldwijde olie- en gasproductie vervoerd. Dat zou grote gevolgen hebben voor energieprijzen. Maar dat weten de Amerikanen ook. In de VS bestaat onvrede over inflatie en koopkracht. Daardoor is Trump er veel aan gelegen om olie- en benzineprijzen laag te houden. Luchtaanvallen van de VS op Iran zijn niet uit te sluiten. In 2025 hadden de gerichte acties van Israël

en de VS op de nucleaire installaties weinig gevolgen voor de wereldeconomie en financiële markten. We gaan vooralsnog uit van een dergelijk scenario.

Kortom, we houden geopolitieke ontwikkelingen scherp in de gaten en proberen de ruis zo goed mogelijk van de muziek te scheiden.

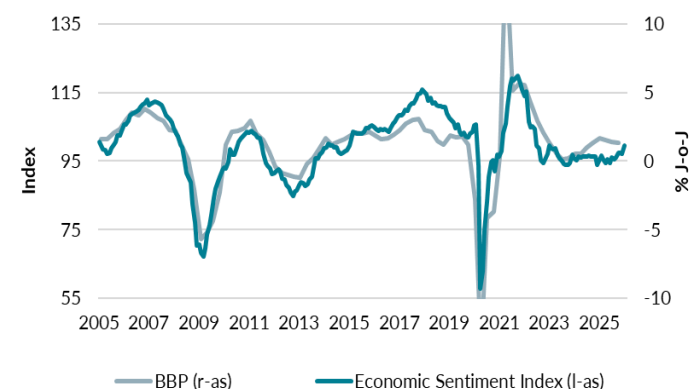
Groei op peil

In onze vooruitzichten voor 2026 hebben we ook gezegd dat we ervan uitgaan dat de economische groei op peil zal blijven. Recente indicatoren wijzen daar ook op.

In de industrie schetsen inkoopmanagersindices in januari een positiever beeld dan in de voorgaande maanden. De wereldwijde index steeg naar het hoogste niveau sinds augustus 2025, met een iets sterker cijfer voor geïndustrialiseerde landen dan voor opkomende markten. Maar in beide regio's wijst de index op groei. Van de 35 landen waarvoor de index beschikbaar is, steeg hij in 22 landen en wijst hij in 20 landen op groei. In de VS werd de stijging van de inkoopmanagersindex voor de industrie bevestigd door de ISM-index voor de industrie, die een langere historie heeft. Ook voor de wereldwijde dienstensector ging de index omhoog, zowel in geïndustrialiseerde landen als in opkomende economieën. In de VS bewoog de index zijwaarts, in de eurozone was een lichte daling te zien. Waarbij de index in beide regio's nog wijst op groei.

In het vierde kwartaal van 2025 groeide de economie van de eurozone met 0,3% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Daarmee kwam de groei over heel 2025 uit op 1,5%. Dat is een degelijk cijfer voor de eurozone. Wij schatten de potentiële groei op lange termijn iets lager in. Maar na de magere jaren 2023 en 2024, waarin de groei niet hoger uitkwam dan 0,6% respectievelijk 0,8%, was er ook wel wat ruimte voor hogere groei.

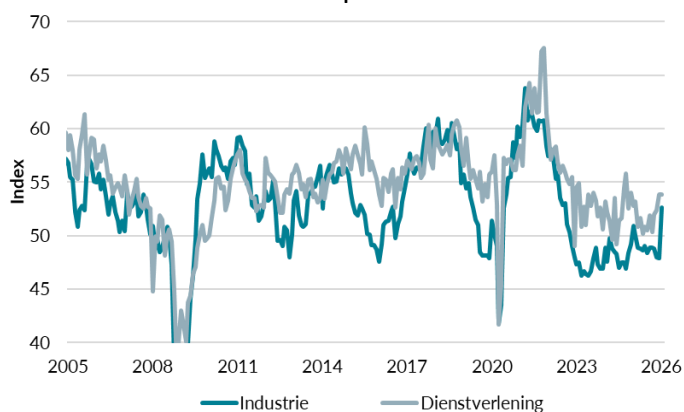
Voorlopende indicator eurozone wijst op toenemend momentum



De breed samengestelde Economic Sentiment Index voor de eurozone steeg in januari naar het hoogste niveau in drie jaar. Met verbeteringen in de industrie, de detailhandel, de dienstensector en in het consumentenvertrouwen, wijst dit op een trendmatig groeipad in de eurozone, precies wat wij voor 2026 verwachten. Aan de positieve kant staan gunstige financiële condities, waarbij de renteverlagingen van de ECB deels nog moeten doorwerken in de economie, en de fiscale stimulering in Duitsland. Getuige de sterke groei in de orders voor Duitse industriële bedrijven, beginnen de overheidsuitgaven voor infrastructuur en defensie op stoom te komen. Als daarbij de arbeidsmarkt stabiel blijft, met een beperkte werkloosheid, kunnen gezinnen, die nog altijd veel sparen, ook wat meer gaan bijdragen aan de groei.

In de VS is het groeicijfer over het vierde kwartaal nog niet gepubliceerd. Maar een raming van de Federal Reserve van Atlanta op basis van alle tot nu toe gepubliceerde economische cijfers, wijst op een groei van 1% ten opzichte van het derde kwartaal. Dat is zelfs voor de VS een stevig groeicijfer en zou ook betekenen dat de economie van de VS de afgelopen drie kwartalen geen enkele afkoeling heeft laten zien. Of we die 1% in het vierde kwartaal ook echt gaan zien, moeten we nog even afwachten. Maar de consensus onder economen lijkt met 0,3% groei te pessimistisch. Het past wel bij het beeld dat economische cijfers uit de VS de verwachtingen al enige tijd overtreffen. Zo zitten de orders voor kapitaalgoederen in de lift, geholpen door de sterke groei van AI.

Meer vertrouwen onder Amerikaanse producenten



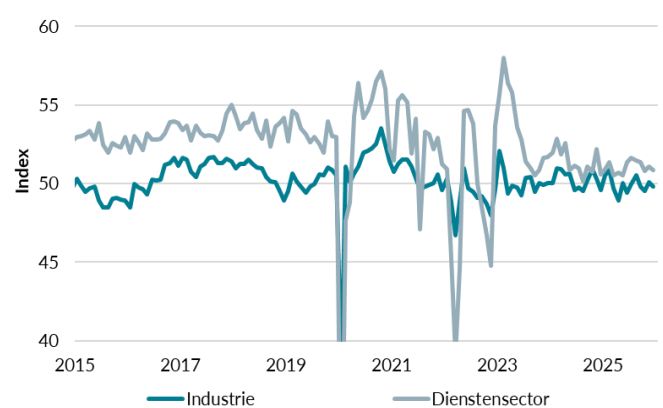
Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

En ondanks een laag consumentenvertrouwen en afnemende groei van de reële inkomens, blijven gezinnen meer uitgeven. Dat is zo niet houdbaar, maar iets dalende inflatie en belastingverlagingen kunnen de consument ondersteunen. Uiteindelijk zijn ontwikkelingen op de arbeidsmarkt cruciaal. Daar zit reden tot optimisme, of reden tot zorg, afhankelijk van waar je naar kijkt. Positief zijn bijvoorbeeld de lage aanvragen voor

werkloosheidsuitkeringen en het afgenomen aantal gedwongen ontslagen. Zorgelijk is de lage groei van de werkgelegenheid en het lage vertrouwen van consumenten in de arbeidsmarkt. Recent schatte de overheid dat de bevolking in 2025 nauwelijks nog groeide. Dat betekent dat er maar weinig nieuwe banen nodig zijn om het arbeidsaanbod op te vangen. Maar lage dynamiek op de arbeidsmarkt leidt wel tot lage inkomensgroei. De discrepantie tussen de sterke economische groei en de lage groei van de werkgelegenheid is grotendeels terug te voeren op AI. Niet eens zozeer dat AI bestaande banen verdringt, daarvoor zijn de tekenen nog beperkt, maar wel doordat de investeringen in AI hoog zijn en dus gepaard gaan met sterke groei, terwijl het aantal banen dat ermee gepaard gaat beperkt is. Overigens betekent dit ook dat de arbeidsproductiviteit in de gehele economie sterk stijgt. Hoe dit uiteindelijk afloopt is moeilijk te voorzien, maar vooralsnog helpen de belastingverlagingen, dalende inflatie en gunstige financiële condities.

Uit opkomende markten komen economisch gezien wisselende cijfers. In China vielen de door de overheid gepubliceerde inkoopmanagersindices voor de industrie en voor de dienstverlening in januari terug onder de 50. Officieel wijst dat op krimp, maar in de praktijk wijst het op minder snelle groei. De niet-officiële indices voor de industrie en de dienstverlening, die net als in andere landen door een private partij worden gepubliceerd, stegen mondjesmaat. Maar per saldo blijft toch de impressie van een economie die moeite heeft om het regeringsdoel van 5% te halen.

Inkoopmanagersindices China wijzen op matige groei



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Ook de al maandenlang afnemende groei van de kredietverlening, het vrijwel ontbreken van groei van de detailhandelsverkoop en dalende investeringen wijzen op een zwakke binnenlandse dynamiek. Die daling van de investeringen is deels door de overheid georkestreerd om overmatige concurrentie tegen te gaan, maar komt ook door de voortdurende problemen in de vastgoedsector.

Tegelijkertijd is de groei van de industriële productie en de uitvoer recent juist versneld. Per saldo voorzien we een lichte afname van de Chinese groei dit jaar.

Aan de positieve kant van opkomende markten speelt AI een belangrijke rol. In Taiwan, één van de belangrijkste chipproducerende landen in de wereld, groeide de economie in het vierde kwartaal van 2025 met maar liefst 12,7% ten opzichte van het vierde kwartaal een jaar eerder. Een groei die voor ruim 90% gedreven werd door de uitvoer. Waarin chips dus een grote rol spelen. Ook de economieën van India, Indonesië en Vietnam groeien hard, mede door het verleggen van handel van China naar de VS. In Brazilië en Mexico is de groei in de loop van 2025 juist vertraagd. In Oost-Europa is Polen de snelste groeier, terwijl de economie van Hongarije kwakkel.

Trump benoemt nieuwe Fed-voorzitter

Na maandenlange onzekerheid en voortdurende speculaties is de kogel door de kerk: Trump heeft Kevin Warsh gekozen als nieuwe voorzitter van de Fed. Een beduidend minder radicale keuze dan sommige andere kandidaten, aangezien Warsh van 2006 tot 2011 al beleidsmaker was bij de Fed. Aanvankelijk was hij één van de meest havikachtige beleidsmakers. Hoewel hij in de aanloop naar de financiële crisis van 2008 lang bleef wijzen op het gevaar van inflatie, bleek hij ook pragmatisch. Warsh was één van de architecten van de noodprogramma's die in de crisis werden opgetuigd om het financiële systeem te stabiliseren. Na de financiële crisis, toen de Amerikaanse economie moeite had om te herstellen, keerde Warsh zich tegen het opkopen van staatsobligaties door de Fed om lange rentes te drukken en zo de economie te stimuleren. Ook na zijn aftreden bleef Warsh kritisch op deze kwantitatieve verruiming. Recent heeft Warsh zich voorstander getoond van een lagere beleidsrente, wat goed in het straatje van Trump past. Warsh vindt de balans van de Fed nog steeds te groot. Dat zou op het eerste gezicht kunnen duiden op een uitruil: een kleinere balans (monetaire verkrapping) en een lagere beleidsrente (monetaire verruiming). Daar zitten echter risico's aan. Het zou liquiditeit uit het financiële systeem halen. Afgelopen tijd zijn er, nadat de Fed haar balans al fors heeft afgebouwd, tekenen van krappe liquiditeit. Dat kan een soepele marktwerking verstoren. Een lagere beleidsrente en een verdere afbouw van de balans kan, door hogere kapitaalmarktrentes, ook leiden tot een ongewenste versteiling van de rentecurve. Een simpele uitruil is dus niet zomaar mogelijk. De Senaat zal een benoeming van Warsh niet in de weg staat, tenzij deze politici dwars gaan liggen als de rechtszaak om de huidige Fed-voorzitter te ontslaan wordt doorgezet. Daar gaan wij echter niet vanuit.

Het nieuws van de benoeming van Warsh ging niet ongemerkt aan financiële markten voorbij. Vooral de

goudprijs moest het ontgelden. In drie dagen daalde de goudprijs met 11%. Wat overigens een schijntje is vergeleken met de bijna verdubbeling in het jaar daarvoor. Voor de stijging van de goudprijs de afgelopen jaren zijn allerlei argumenten de revue gepasseerd. Wij denken dat de stijging lang gedreven is door aankopen van centrale banken, die toenamen nadat de tegoeden van de Russische centrale bank na de inval in Oekraïne werden bevroren. Gaandeweg zijn beleggers om strategische, tactische of speculatieve redenen toegestroomd. Geopolitieke onrust wordt ook vaak genoemd, maar die is dan wel alleen in de goud- (en de zilver)markt te zien, terwijl andere brede beleggingscategorieën zich daar weinig van aantrekken. Maar ook de onzekerheid rondom het Amerikaanse monetaire beleid met mogelijk een nieuwe Fed-voorzitter die de rente sterk verlaagt met hogere inflatie tot gevolg, heeft beleggers richting goud gedreven. Met de benoeming van Warsh zijn renteverlagingen niet van de baan, maar een te ruim monetair beleid met ontsprende inflatie lijkt ook niet waarschijnlijk. Temeer daar Warsh maar één van de twaalf beleidsmakers is die stemmen over het rentebeleid. Dus daalde de goudprijs en apprecieerde de US-dollar, tekens dat beleggers vertrouwen hebben in de keuze voor Warsh. Waarbij er nog steeds veel gespeculeerd wordt in goud, want na drie dagen daling ging de prijs alweer 6% omhoog. In de markt voor Fed fund futures was even wat beweging te zien, maar worden nog steeds twee renteverlagingen ingeprijsd tot december. Wij blijven van mening dat aanhoudende groei en geleidelijk dalende inflatie ook kan leiden tot maar één renteverlaging dit jaar.

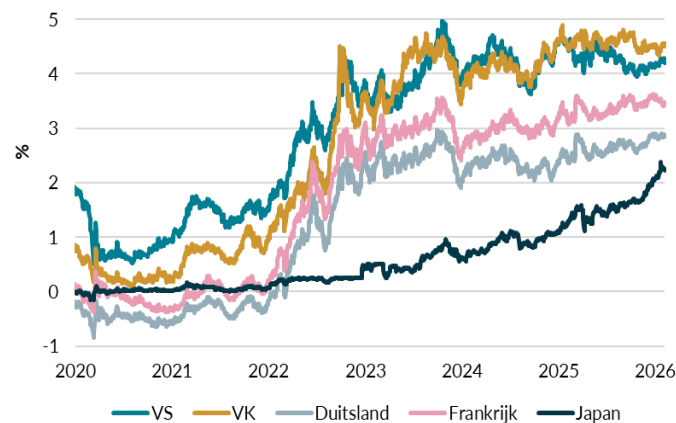
Truss-moment in Japan?

In het najaar van 2022 verraste de Britse regering van premier Truss financiële markten met een expansieve overheidsbegroting, waarin extra uitgaven niet gedekt werden door hogere belastingen. Markten reageerden geschokt: het Britse pond ging onderuit en rentes schoten omhoog. De Bank of England moest interveniëren om markten te stabiliseren. Sindsdien worden momenten van stijgende rentes na uitspraken van politici over expansief begrotingsbeleid vaak aangeduid als een Truss-moment.

In Japan zijn kapitaalmarktrentes de afgelopen tijd sterk opgelopen. De tienjaarsrente tot het hoogste niveau sinds 1999 en de dertigjaarsrente tot recordniveau. Vooral de uitspraken van de nieuwe premier Takaichi over lagere belastingen op voedingsmiddelen en hogere defensie-uitgaven deden markten vrezen voor een Truss-moment. Zo ver is het echter niet. Allereerst is de rentestijging in Japan al langer gaande. Dit heeft vooral te maken met de omslag van deflatie naar inflatie en de reactie daarop van de Bank of Japan. Die is bezig het opkoopprogramma van staatsobligaties af te bouwen en heeft de beleidsrente sinds maart 2024 vier keer verhoogd, van -0,1% naar

0,75%. Met een inflatie van 2,4% is de reële beleidsrente nog fors negatief. De inflatie in Japan is sterk gedreven door de rijstprijzen, die van eind 2023 tot mei dit jaar is verdubbeld. De afgelopen maanden is die prijsstijging sterk afgenomen. Exclusief voedsel en energie bedroeg de inflatie in december 1,5%. Nog steeds een niveau waarbij een wat hogere beleidsrente past. Markten verwachten twee renteverhogingen van 0,25%-punt in Japan dit jaar. Daarop lopen kapitaalmarktrentes vooruit. In die zin is een deel van de rentestijging in Japan een gezonde normalisatie.

Rentestijging Japan vooral normalisatie



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

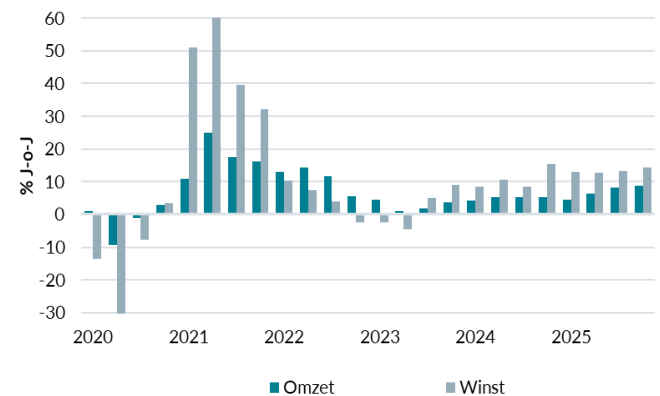
En de uitspraken van de premier dan? Die hebben recent wel wat olie op het vuur gegooit, maar niet zodanig dat het functioneren van financiële markten in het geding kwam. Zeer lange rentes hebben slechts een beperkte invloed op de economie. Een bijkomend argument tegen een Trussmoment is dat de Japanse overheidsfinanciën niet precair zijn. De bruto staatsschuld is ruim twee keer zo groot als het BBP, waarmee Japan onbetwist koploper is onder de geïndustrialiseerde landen. Maar door de hogere nominale groei is de schuldratio de afgelopen jaren met bijna 20%-punt gedaald. Bovendien is de netto schuld een stuk lager. Het primaire overheidstekort (exclusief rentebetalingen) is met 2 tot 3% in de komende jaren relatief laag. Met een dergelijk tekort en een gemiddelde rente voor de overheid die lager ligt dan de nominale groei, kan de schuldratio de komende jaren verder dalen. Uiteraard kunnen roekeloze fiscale plannen dit beeld verstoren, maar financiële markten kunnen nog altijd een disciplinerende werking hebben.

De stijging van Japanse rentes kan overigens wel gevolgen hebben voor rentes in andere landen. Jarenlang zochten Japanse beleggers hun heil buiten Japan vanwege de lage of negatieve rentes. Als Japanse beleggers hun geld terughalen, kan dat leiden tot hogere rentes in de VS en Europa. Vooral als de financieringsbehoefte van overheden daar hoog is.

Wederom sterk cijferseizoen VS

In de VS is het bedrijfscijferseizoen over het vierde kwartaal van 2025 in volle gang. Ruim 40% van de bedrijven in de S&P 500 hebben resultaten gepubliceerd en die zijn wederom sterk. Tot nu toe staat de winstgroei op 14%, de sterkste groei sinds het vierde kwartaal van 2024. Aan deze winstgroei ligt een gezonde omzetgroei van ruim 7% ten grondslag.

Consistente winstgroei VS



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

De winstgroei is breed gedragen: 73% van de bedrijven heeft winstgroei laten zien. Negatieve of zwakke winstgroei is te zien in de sectoren duurzame en niet-duurzame consumentengoederen en gezondheidszorg. Voor de sectoren die gericht zijn op de consument past dat bij het beeld van afnemende inkomensgroei, laag consumentenvertrouwen en weinig banengroei. De sterkste stijgingen zijn te zien in de sectoren basisindustrie en industrie, wat past bij de opleving van de inkoopmanagersindices voor de industrie. Ook in de sectoren informatietechnologie en financiële dienstverlening is bovengemiddelde winstgroei te zien. Een teken van kracht is dat ruim 80% van de bedrijven hoger dan verwachte winsten rapporteren. In totaal liggen de gerapporteerde winsten bijna 10% boven de verwachtingen. Vooralsnog de grootste overtreffing van de verwachtingen sinds het tweede kwartaal van 2021. Bedrijven uit de sectoren industrie en basisindustrie verrassen het sterkst positief, maar in alle sectoren zijn de verrassingen per saldo positief. Voortgaande winstgroei is een belangrijke reden voor onze overweging in Amerikaanse aandelen. Niet alleen de vooruitzichten, maar ook het feit dat Amerikaanse bedrijven al drie jaar lang winstgroei hebben weten te realiseren. Ook dit kwartaal is daar weer een bevestiging van.

In Europa heeft nog maar 10% van de bedrijven cijfers gerapporteerd. De winstgroei staat tot nu toe op ruim 20%, wat 3%-punt hoger is dan verwacht. Dit wordt echter vertekend door enkele bedrijven die een jaar terug een zeer

lage winst per aandeel hadden en sindsdien zijn hersteld. De omzetgroei is tot nu toe licht negatief, wat erop duidt dat winstgroei vooral uit kostenbesparingen komt. Tekenend is ook dat maar 52% van de bedrijven die tot nu toe hebben gerapporteerd winstgroei laten zien. Bij 43% van de bedrijven dalen de winsten. We hebben een neutrale positie in Europese aandelen. We voorzien wel groeiende winsten, maar daar is de Europese aandelenindex met de sterke performance in 2025 al op vooruit gelopen. Maar ook de moeite die Europese bedrijven hebben om winsten te laten groeien, wat we ook dit seizoen weer enigszins terugzien, houdt ons af van een overweging.

Beleggingsbeleid: introductie sectorbeleid

Met ingang van dit jaar hebben we ons tactische beleggingsbeleid uitgebreid met sectoren. We zijn van mening dat sectorkeuzes het rendement verder kunnen versterken. Sectoren binnen de aandelenmarkt bewegen niet gelijk: sommige profiteren van een sterke economische groei, terwijl andere beter presteren in een defensiever klimaat. Door sectoren bewust iets zwaarder of lichter te wegen, positioneren wij de portefeuille beter voor uiteenlopende marktomstandigheden. Daarbij alloceren we vooral vanuit kansen, waardoor bepaalde sectoren worden overwogen.

Ons sectorbeleid wordt gedreven door een scorecard, waarbij sectoren worden vergeleken op basis van macrofactoren en marktfactoren. Sectoren reageren verschillend op de macrofactoren groei, rente en inflatie. Daarom verwerken we in de scorecard onze verwachtingen voor deze factoren. Wanneer voor een factor geen verandering wordt voorzien, telt deze niet mee. Daarnaast worden sectorrendementen sterk gedreven door marktfactoren zoals winstverwachtingen, prijsmomentum en waarderingen. Winstverwachtingen krijgen het grootste gewicht. Momentum wordt meegenomen vanwege trendmatige marktdynamiek.

We beginnen ons sectorbeleid met de sectoren informatietechnologie en financiële dienstverlening. We voorzien een beperkte invloed van macro-economische factoren op de ontwikkeling van aandelensectoren. We verwachten aanhoudende groei, maar geen versnelling of vertraging. Ook in het niveau van de inflatie verwachten we geen grote veranderingen. Een lichte stijging van de rente in de VS zou positief zijn voor de sector financiële dienstverlening, maar een risico voor informatietechnologie. We denken dat voor deze sector de positieve marktfactoren tegen het renterisico opwegen. De sector informatietechnologie scoort veruit het hoogst op onze marktfactoren. Een sterk prijs- en winstmomentum en opwaartse winstherzieningen van analisten gaan gepaard

met een gemiddelde waardering ten opzichte van de afgelopen vijf jaar. Het prijsmomentum van de sector financiële dienstverlening is iets lager dan dat van de gehele markt, maar het winstmomentum ligt daar boven. De netto winstherzieningen van analisten zijn voor deze sector het hoogst van alle sectoren. Tezamen met het positieve rente-effect weegt dit op tegen een hoge waardering.

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Overwogen
Ondanks turbulente geopolitieke ontwikkelingen zijn aandelen het jaar positief begonnen. In januari noteerde de wereldwijde index van MSCI in US-dollars een winst van 2,9%. Door een depreciatie van de dollar bleef daarvan voor een belegger in euro's 1,6% over. Opkomende markten zetten hun sterke performance van vorig jaar door. En Europese aandelen versloegen, in euro's gemeten, Amerikaanse aandelen voor de derde maand op rij. We behouden onze overweging in aandelen. Deze overweging is geconcentreerd in de VS. In de andere regio's houden we onze blootstelling naar aandelen gelijk aan de strategische weging. Amerikaanse aandelen zijn duur, maar Amerikaanse bedrijven zijn ook winstgevender dan bedrijven in andere regio's. Dit wordt door een groot deel gedreven door de grote technologiebedrijven, maar die vinden we niet te hoog gewaardeerd. In de loop van 2026 voorzien we in de VS aantrekkende groei, mede door ruime financiële condities en belastingverlagingen. De winstdynamiek is in de VS sterk. Aandelen in Europa, Pacific en opkomende markten zijn minder duur dan in de VS, maar in deze regio's is de technologiesector ook minder dominant. In Europa verwachten we een iets aantrekkende groei, maar wel een lagere groei dan in de VS. Toch is de winstdynamiek vooral in Europa zwakker dan in de VS.	
Aandelsectoren	Overwogen informatietechnologie Overwogen financiële dienstverlening
In onze macro-economische vooruitzichten verwachten we aanhoudende groei, maar geen versnelling of vertraging. Aangezien we in het sectorbeleid focussen op de richting van de macrofactoren en we geen verandering in de groei voorzien, verwachten we van deze factor weinig invloed op de relatieve sectorperformance. Ook in het niveau van de inflatie verwachten we geen grote veranderingen. Een lichte stijging van de rente in de VS zou positief zijn voor de sector financiële dienstverlening, maar een risico voor informatietechnologie. We denken dat voor deze sector de positieve marktfactoren opwegen tegen het renterisico. De sector informatietechnologie scoort veruit het hoogst op onze marktfactoren. Een sterk prijs- en winstmomentum en opwaartse winstherzieningen van analisten gaan gepaard met een gemiddelde waardering ten opzichte van de afgelopen vijf jaar. Het prijsmomentum van de sector financiële dienstverlening is iets lager dan de gehele markt, maar het winstmomentum ligt daarboven. De netto winstherzieningen van analisten zijn voor deze sector het hoogst van alle sectoren. Tezamen met het positieve rente-effect weegt dit op tegen een hoge waardering.	
Staatsobligaties	Neutraal
In januari stegen zowel korte als lange rentes in de VS, het VK en Japan. De stijgingen waren het kleinst in de VS en het grootst in Japan. In Duitsland daalden rentes, al waren de bewegingen beperkt. De stijging van lange rentes in Japan trok de aandacht en riep vragen op over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Wij zien de stijging vooral als een normalisering na jarenlange deflatie en lage of zelfs negatieve rentes. Waarbij de grootste fiscale plannen van de nieuwe regering voor verdere opwaartse druk zouden kunnen zorgen. In de VS zijn met de voorgenomen benoeming van Kevin Warsh de grootste zorgen over te sterke renteverlagingen verdwenen. In de verwachtingen is niet veel veranderd, markten gaan nog steeds uit van twee renteverlagingen door de Fed dit jaar. Bij aanhoudende groei en inflatie die slechts geleidelijk naar het doel van 2% daalt, kan de Fed het ook bij één verlaging houden. Met hoge overheidstekorten en degelijke groei zou de tienjaarsrente in de VS nog wat verder kunnen oplopen. Voor Duitsland hebben we een neutrale visie. Redelijke groei, maar lage inflatie zouden de ECB tot een extra renteverlaging kunnen aanzetten. Maar het grote aanbod van obligaties en afnemende vraag vanuit pensioenfondsen beperken het neerwaarts potentieel van lange rentes in de eurozone.	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
Op de markt voor investment grade bedrijfsobligaties bleef het in januari rustig. Risico-opslagen daalden met enkele basispunten. Het verschil tussen de hoogste risico-opslag en de laagste was in januari in de VS niet meer dan 6 basispunten; in de eurozone 9 basispunten. Vanuit onze economische vooruitzichten verwachten we weinig verandering in de risico-opslagen op bedrijfsobligaties, maar vooral in de VS vormen oplopende rentes op staatsobligaties een risico voor het totale rendement. We vinden vooral de risico-opslag voor bedrijfsobligaties in dollars te krap. Daar blijven we dus onderwogen. In de VS geven we de voorkeur aan aandelen ten opzichte van investment grade bedrijfsobligaties. In de eurozone is de risico-opslag relatief minder laag en maakt de risico-opslag bovendien een groter deel uit van de totale rentevergoeding. Ook vinden we de balansen van bedrijven in de eurozone wat sterker en in het Europese bankwezen zijn deze verbeterd. Vandaar dat we voor de eurozone nog wel een voorkeur hebben voor investment grade bedrijfsobligaties ten opzichte van staatsobligaties. De onderweging in de VS is groter dan de overweging in de eurozone, wat per saldo resulteert in een onderwogen positie.	
Bedrijfsobligaties high yield	Neutraal
De risico-opslag op high yield bedrijfsobligaties was in de VS in januari onveranderd en daalde in de eurozone met 7 basispunten. Daarmee bleven risico-opslagen op high yield bedrijfsobligaties historisch gezien zeer krap. Toch hebben we onze visie op deze beleggingscategorie verhoogd naar neutraal. 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.	

Staatsobligaties opkomende markten	Neutraal
In december daalde de risico-opslag op staatsobligaties uit opkomende markten uitgegeven in US-dollars verder. Voor obligaties in lokale valuta was de rente vrijwel onveranderd. 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 we vast aan onze neutrale opinie.	
Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
Beursgenoteerd steeg wereldwijd en in alle regio's. Net als bij aandelen was de stijging het grootst in opkomende markten. Wij houden een neutrale visie. Leegstand is wat toegenomen, met name in de VS. Op termijn wordt huurgroei binnen vastgoed echter gesteund door verminderd nieuw aanbod. In zowel de VS als Europa zien we vanaf huidige renteniveaus weinig potentieel voor daling. In de VS omdat er al veel renteverlagingen door de Fed in 2026 worden verwacht, in Europa vanwege het ruimere Duitse begrotingsbeleid met veel investeringen in 2026. Ten opzichte van renteniveaus is de waardering van wereldwijd ontwikkeld beursgenoteerd vastgoed duur en vinden we Europa neutraal gewaardeerd.	
Grondstoffen	Neutraal
De brede grondstoffenindex van Bloomberg steeg in januari met een stevige 10%. De olieprijs en de goudprijs stegen beide met 16%, basismetalen met 5,6%. De stijging van de olieprijs werd vooral gedreven door oplopende spanningen tussen de VS en Iran. Begin februari lijken deze spanningen wat af te nemen en kwam de olieprijs ook wat tot rust. Een grootscheepse militaire actie van de VS in Iran zou grote gevolgen hebben voor de olieprijs, maar we achten de kans daarop beperkt. Gezien het ruime aanbod van olie in de wereld, verwachten we geen opwaartse trend in de olieprijs. De goudprijs bereikte op 28 januari een record van 5.285 US dollar per troy ounce. Gezien de toenemende snelheid van de stijging van de goudprijs, denken wij dat het speculatieve karakter daarvan is toegenomen. Drie dagen na het record stond de goudprijs 11% lager. Aanleiding was de voorgenomen benoeming van Kevin Warsh tot voorzitter van de Fed. Daarmee is het risico op te veel renteverlagingen en een sterke verzwakking van de US-dollar afgenomen. Echter, na drie dagen daling ging de goudprijs alweer 5% omhoog, waarmee bijna de helft van de correctie alweer werd goedge maakt. Waarmee de markt wat ons betreft nog steeds een sterk speculatief karakter heeft. 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.	
US dollar – euro	Neutraal
In de eerste maanden van 2025 stond de dollar onder druk ten opzichte van de euro. Het agressieve handelsbeleid van president Trump en hoge begrotingstekorten deden beleggers twijfelen aan de status van de dollar als wereldwijde sleutelvaluta en veilige haven. Aan het begin van het jaar kostte een euro 1,04 dollar, in juli was dat al opgelopen tot 1,18. Sindsdien heeft de koers zijwaarts bewogen. Begin dit jaar zakte de dollar weer weg, om het niveau van 1,20 te bereiken. Deze keer was het onder andere onzekerheid over de onafhankelijkheid van de Fed die de dollar deed verzwakken. De beoogde benoeming van Kevin Warsh, een voormalig beleidsmaker van de Fed, deed de gemoederen kalmeren, waardoor de dollar apprecieerde tot 1,18 dollar per euro. Vooral in de eerste helft van vorig jaar is de dollarkoers afgeweken van wat het verschil tussen de Amerikaanse en Duitse korte rente impliceert. Het renteverschil daalde wel, maar de dollar verzwakte eerder en verder dan het renteverschil. Pas begin dit jaar lagen de twee weer in lijn. Ook bij de recente dollarzwakte zien we de koers afwijken van het renteverschil. Echter, op basis van het huidige renteverschil zou de dollar rond 1,14 dollar per euro moeten noteren, een beperkte afwijking van de huidige koers. Renteverlagingen door de Fed zijn naar onze mening ingeprijsd en beperkt van invloed op de koers. Fundamenteel gezien is de dollar ondanks de recente dalingen niet speciaal goedkoop. Wij zien nog steeds voldoende kapitaalstromen richting de VS in de vorm van korte-termijn beleggingen en lange-termijn investeringen 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)	1044	2.9%	3.9%	2.9%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	4528	2.2%	3.3%	2.2%
Opkomende markten (MSCI EM)	1528	8.8%	8.2%	8.8%
Verenigde Staten (S&P 500)	6939	1.4%	1.7%	1.4%
Eurozone (EURO STOXX 50)	611	3.2%	6.3%	3.2%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	10224	2.9%	4.7%	2.9%
Japan (Topix)	3566	4.6%	8.0%	4.6%
Nederland (AEX)	1002	5.3%	2.0%	5.3%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2025 (bp)
Verenigde Staten	4.26	10	17	10
Japan	2.25	18	60	18
Duitsland	2.84	-1	21	-1
Frankrijk	3.43	-13	2	-13
Italië	3.47	-4	7	-4
Nederland	2.92	-5	13	-5
Verenigd Koninkrijk	4.52	5	10	5

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2025 (bp)
Verenigde Staten	74	-5	-3	-5
Eurozone	71	-7	-4	-7

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2025 (bp)
Verenigde Staten	280	-1	-5	-1
Eurozone	263	-7	-16	-7
Opkomende markten (USD)	245	-8	-21	-8
Opkomende markten (Lokale valuta)	205	-10	-12	-10

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2025
Wereld	3.9%	4.1%	3.9%
Noord-Amerika	3.0%	2.4%	3.0%
Europa	3.4%	2.9%	3.4%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2025
Bloomberg index	10.0%	13.0%	10.0%
Basismetalen	5.3%	12.1%	5.3%
Brent olie (USD per vat)	70.73	9.1%	16.2%
Goud (USD per troy ounce)	5030	25.9%	16.3%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 31 januari 2025

Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Auteur

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

Van Lanschot Kempen Investment Strategy & Tactische Asset Allocatie

Pieter Heijboer – Hoofd Investment Strategy
Luc Aben – Hoofdeconoom
Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg
Jorn Veeneman – Senior beleggingsstrateeg
Danny Dekker - Beleggingsstrateeg

Disclaimer

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

Overige informatie

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

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



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00
vanlanschotkempen.com/investment-management