



Visie op Asset Allocatie

Maart 2026

- Marktbewegingen beperkt na uitbraak conflict Midden-Oosten
- Aandelenoverweging gespreid over regio's
- Onderwogen staats-, overwogen bedrijfsobligaties eurozone

Geopolitieke ontwikkelingen blijven elkaar dit jaar in hoog tempo opvolgen. Op 20 februari zette het Amerikaanse Hooggerechtshof een streep door een deel van de invoerheffingen van de Amerikaanse president Trump. Dit was niet zo verrassend, aangezien lagere rechters zich al eerder negatief over de legitimiteit van deze heffingen hadden uitgelaten. Maar dit creëert wel een nieuwe fase van onzekerheid. En eind februari viel de VS samen met Israël Iran aan. Ook dat zat eraan te komen gezien de opbouw van een grote Amerikaanse troepenmacht rond het Midden-Oosten, maar ook hier is de onzekerheid groot. Waar markten nog enigszins schouderophalend reageerden op de uitspraak van het Amerikaanse Hooggerechtshof, gingen bij de aanval op Iran de olie- en gasprijzen en de goudprijs omhoog, terwijl aandelen onderuit gingen. Obligaties boden geen bescherming, aangezien rentes stegen vanwege inflatievrees door hogere energieprijzen.

In de marktbewegingen van februari zijn de gevolgen van de Amerikaanse aanval op Iran nog niet te zien. In aandelenmarkten waren grotendeels dezelfde trends te zien als in januari. Sterke performance van opkomende markten, de regio Pacific en in iets mindere mate van Europa, maar wederom een zwakke performance van de VS. De sector informatietechnologie kwam verder onder druk, terwijl de sectoren energie, basisindustrie en industrie het wederom beter deden dan de totale index. Maar ook defensieve sectoren zoals niet-duurzame consumptiegoederen en nutsbedrijven deden het in februari goed.

Op obligatiemarkten waren in februari rentedalingen te zien in de VS, Duitsland, Japan en het VK, zowel aan de lange als aan de korte kant. Wij vinden dat niet in lijn met de economische groei, die toch robuust blijft, en de inflatie, die vooral in de VS hardnekkig is gebleven.

Olie- en goudprijs stijgen door conflict Midden-Oosten



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In ons beleggingsbeleid hebben wij twee wijzigingen doorgevoerd. Onze aandelenweging, die geconcentreerd was in de VS, hebben wij gespreid over alle regio's. In Europa hebben we wat meer vertrouwen in de economische groeivoorzichten, in Japan en in opkomende markten zien we de winstdynamiek verbeteren. In obligaties hebben we de onderweging in staatsobligaties van de eurozone en de overweging van eurozone bedrijfsobligaties uitgebreid. Ook hier spelen de verbeterde economische vooruitzichten voor de eurozone een rol.

Handelsbeleid VS niet wezenlijk veranderd

De uitspraak van het Amerikaanse Hooggerechtshof ging specifiek over een noodwet die Trump had gebruikt om de

heffingen in te voeren. Door de uitspraak van het Hooggerechtshof is een behoorlijk deel van heffingen komen te vervallen. Maar Trump zou Trump niet zijn als hij het daarbij liet zitten. Dus kondigde hij nieuwe heffingen aan, gebaseerd op andere wetten. In eerste instantie een algemeen tarief van 10%, maar al snel opgehoogd naar 15%. Met overigens belangrijke uitzonderingen voor chips, farmaceutische producten en goederen uit Canada en Mexico die vallen onder het Noord-Amerikaanse handelsverdrag. Verder blijven de aparte heffingen op auto's en staal ongewijzigd. Die zijn ingevoerd op basis van andere wetgeving. Per saldo zal het gemiddelde Amerikaanse invoertarief hiermee wat omlaaggaan, maar niet veel. Vandaar dat financiële markten geen grote reacties lieten zien. Toch is er wel iets veranderd. De nieuwe heffingen hebben een maximale looptijd van 150 dagen. Daarna moet het Congres de heffingen goedkeuren, wat allesbehalve zeker is. De Democraten zullen niet voor de heffingen stemmen en ook onder de Republikeinen zijn er tegenstanders. Gezien de flinterdunne meerderheid van de Republikeinen in het Huis van Afgevaardigden, kan het zomaar zijn dat de nu aangekondigde heffingen na 150 dagen niet verlengd zullen worden. Dat geeft Trump overigens wel de tijd om nieuwe heffingen te bedenken, waarbij het naar verwachting vooral om specifieke productgroepen zal gaan. Kortom, de heffingen zijn niet zomaar van de baan.

In de nieuwe situatie zijn er duidelijke winnaars. Vooral voor China, India en Brazilië, die zich geconfronteerd zagen met zeer hoge tarieven, gaan erop vooruit. Voor de Europese Unie is de vraag of het akkoord dat eerder dit jaar werd gesloten met de VS nog geldt. Het Europees Parlement heeft de goedkeuring daarvan voorlopig uitgesteld. Vooralsnog lijkt het erop dat het invoertarief voor Eurpa 10% blijft. Maar zelfs als het akkoord van tafel is, verandert er voor de Europese Unie niet zo heel veel.

Een andere onzekerheid geldt voor eventuele terugbetalingen van onterecht geïnde invoerheffingen. Het Hooggerechtshof heeft daar geen uitspraken over gedaan, maar verwacht mag worden dat hier vele rechtszaken over zullen volgen. Dit zou naar schatting gaan om zo'n 175 miljard dollar, oftewel 0,5% van het BBP. Zelfs voor een grote economie als de Amerikaanse een significant bedrag, zeker gezien het hoge begrotingstekort. In recente ramingen voorziet het Congressional Budget Office voor de komende jaren hogere begrotingstekorten dan een jaar geleden. Voor 2026 5,8% van het BBP, voor 2027 5,7% en voor 2028 6,0%. Deze hogere tekorten zijn een direct gevolg van belastingverlagingen in Trumps *One Big Beautiful Bill Act*, oftewel OBBA. Daarin zijn de invoerheffingen uiteraard meegenomen, ter waarde van ongeveer 400 miljard dollar per jaar. Als de helft hiervan vervalt door de uitspraak van het hooggerechtshof, dan

lopen de tekorten op richting 6,5%. Dit met een staatsschuld die in 2026 volgens het CBO zal oplopen tot 101% van het BBP. Redenen genoeg dus voor Trump om op zoek te gaan naar alternatieve manieren om invoerheffingen in te voeren en niet te hard te juichen over de uitspraak van het Hooggerechtshof.

Aanval VS en Israël op Iran

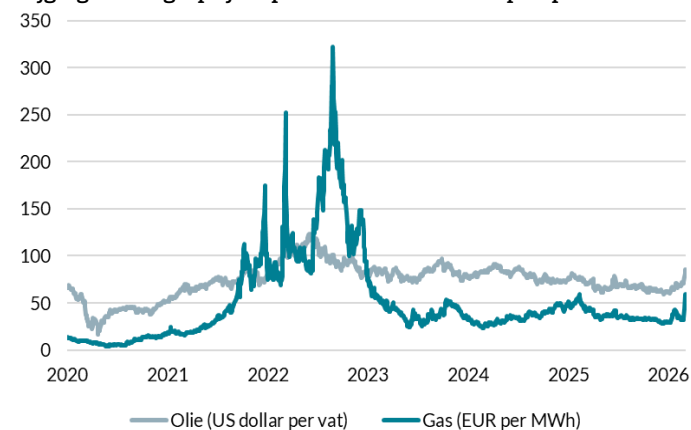
De aanval van de VS en Israël op Iran leidt tot grote onzekerheid. Allereerst over het doel van de VS. Is het doel om Iran te dwingen af te zien van het ontwikkelen van nucleaire wapens? Of gaat het om het omverwerpen van de regering, zoals Trump heeft gezegd, maar wat zijn minister van Defensie Hegseth ontkende? Hoe lang is de VS bereid dit vol te houden? En hoe ver zal Iran gaan in tegenaanvallen?

Als we Venezuela als voorbeeld nemen, dan zou het omverwerpen van de regering niet het belangrijkste doel zijn van de VS. Waarschijnlijk zou Trump tevreden zijn en de overwinning claimen als Iran voldoende concessies zou doen aan de onderhandelingsstafel. Maar zover is het nog niet. Voorlopig is er sprake van escalatie. Hegseth heeft duidelijk gezegd dat dit geen eindeloze oorlog zal zijn. Trump heeft een termijn van vier weken genoemd, maar ook dat de VS dit langer kan volhouden. Een directe militaire ingreep met het sturen van soldaten naar Iran zien wij als zeer onwaarschijnlijk. Iran heeft de oorlog in twee stappen geëscaleerd. Eerst door te dreigen met het aanvallen van schepen die door de Straat van Hormuz varen. Door deze zeestraat gaat zo'n 20% van de wereldwijde olie- en gasproductie. Door de dreiging hebben verzekeraars besloten dat schepen die door de straat varen niet verzekerd zijn voor oorlogsgeweld. Daarmee is de zeestraat de facto gesloten. De tweede escalatie van Iran bestaat uit aanvallen op energie-infrastructuur, waaronder een grote olieraffinaderij in Saudi-Arabië en een LNG-installatie in Qatar.

In aanloop naar het conflict was de prijs van een vat Brent-olie al opgelopen van 60 dollar per vat naar 73 dollar, een stijging van 20%. Na de aanval en de escalatie steeg de olieprijs door naar 82 dollar. De gasprijs in Europa trok zich tot het uitbreken van het conflict niks aan van de oplopende spanningen, maar verdubbelde bijna na de eerste aanvallen tot 60 euro per MWh. Vooral de aankondiging van Qatar dat het de productie van LNG zal terugbrengen gezien de blokkade van de Straat van Hormuz en beperkte opslagcapaciteit, leidde tot onrust op gasmarkten wereldwijd. Toch moeten we deze stijgingen in perspectief plaatsen. Bij de inval van Rusland in Oekraïne in februari 2022 steeg de olieprijs naar 128 dollar per vat en de gasprijs naar 311 euro. De olieprijs was na zeven maanden genormaliseerd, ondanks het voortduren van de oorlog. De

afgelopen jaren was de olieprijs gemiddeld bijna 80 dollar per vat, dus daar valt mee te leven. Structureel is er voldoende aanbod van olie in de wereld. De gasprijs is sinds het uitbreken van de oorlog in Oekraïne structureel gestegen, maar was een jaar na de piek toch ook redelijk genormaliseerd. De afgelopen jaren was de gasprijs gemiddeld 38 euro, met pieken boven 50 euro in 2023 en 2025. Olie- en gasprijzen hebben de pijngrens voor de wereldeconomie en de Europese economie dus nog niet bereikt. Lagere groei en oplopende inflatie zullen bij de huidige niveaus tot enkele tienden van procenten beperkt blijven.

Stijging olie en gasprijzen beperkt vanuit historisch perspectief



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Vooruitkijkend voorzien wij drie mogelijke scenario's voor het conflict. In het eerste scenario gaan we uit van weinig escalatie. Het conflict zal enige dagen voortduren, maar de schaal en de duur van het conflict blijven beperkt. Dat geldt ook voor de aanvallen op energie-infrastructuur, zowel in Iran als door Iran in buurlanden. De VS weet na een paar dagen een staakt-het-vuren af te dwingen, waarna onderhandelingen met Iran worden hervat. Met vrije doorvaart door de Straat van Hormuz en hervatting van de gasproductie in Qatar, kunnen olie- en gasprijzen snel normaliseren. Dit rooskleurige scenario geven we een kleine kans. Wellicht kan druk van China, wat voor de helft van zijn olie- en gasinvoer afhankelijk is van olie en gas uit de Perzische Golf en dus groot belang heeft bij een vrije doorvaart, Iran tot onderhandelingen bewegen.

Het tweede scenario gaat ervan uit dat na escalatie de-escalatie volgt. Dit is ons basisscenario gezien de reacties van Iran op de aanvallen. In dit scenario zal het conflict de komende weken voortduren. Schade aan de Iraanse olie-infrastructuur leidt tot minder Iraans olieaanbod, wat deels kan worden opgevangen door andere olieproducerende landen van de OPEC en de VS. Hogere olieprijsen vormen een prikkel voor Amerikaanse schalieproducenten om hun productie op te voeren. De Straat van Hormuz zal voor een periode ontregeld zijn, wat leidt tot hogere olie- en

gasprijzen. We voorzien in dit scenario een olieprijs rond 80 tot 90 dollar per vat, met een mogelijke uitschieter naar 100 dollar. Ook gasprijzen zullen langere tijd hoog blijven. Dit leidt tot wat hogere inflatie, vooral in landen die afhankelijk zijn van olie- en gasinvoer, zoals Aziatische en Europese landen. Toch zal de inflatie tijdelijk zijn, gezien de beperkte duur van het conflict. Op financiële markten profiteren op korte termijn olie en goud, waarvan de prijzen oplopen. Aandelen dalen en risico-opslagen op bedrijfsobligaties lopen op. Voor staatsobligaties is het effect mogelijk gering. Op dit moment overheerst inflatieangst en lopen rentes op, maar we denken dat dit beperkt zal zijn als aandelenbeleggers op zoek gaan naar veilige havens. Maar bovenal zien we al deze effecten als tijdelijk. Na de escalatie volgt immers de-escalatie, waardoor olie- en gasproductie en -transport snel kunnen normaliseren. Daarmee zou ook de rust op financiële markten weerkeren. Aangezien dit ons basisscenario is en we geen grote schade aan de wereldeconomie voorzien in dit scenario, hebben we naar aanleiding van dit conflict geen aanpassing gedaan in ons beleggingsbeleid.

Uiteraard is ook een somberder scenario denkbaar, waarbij sprake is van langdurige escalatie. In dit scenario wordt het Iraanse regime zodanig in het nauw gedreven dat het wanhopige maatregelen neemt. Waaronder het langdurig blokkeren van de Straat van Hormuz, het structureel aanvallen van olie-installaties van andere landen en het afvuren van de modernste ballistische raketten waarover Iran beschikt. De oliemarkt wordt disruptief geraakt, met een dalend aanbod, hoge volatiliteit en sterk stijgende prijzen. In dit scenario kan de olieprijs stijgen tot 120 tot 150 dollar per vat. Ook de Europese gasprijs loopt verder op. Dit heeft aanzienlijk gevolgen voor de inflatie, die oploopt, en de groei, die terugvalt. Aandelen gaan fors onderuit, waarbij dalingen in energie-importerende landen in Europa en Azië groter zijn dan in de VS. Staatsobligaties bieden in dit scenario geen bescherming, aangezien rentes oplopen in anticipatie op hogere inflatie. Cash is King, hoewel goud een nog beter alternatief zou zijn. Gezien de grote negatieve gevolgen van dit scenario voor de grote geopolitieke spelers, waaronder de VS en China, geven we dit scenario, net als het eerste scenario, een beperkte kans.

Kan de wereldeconomie tegen een stoot(je)?

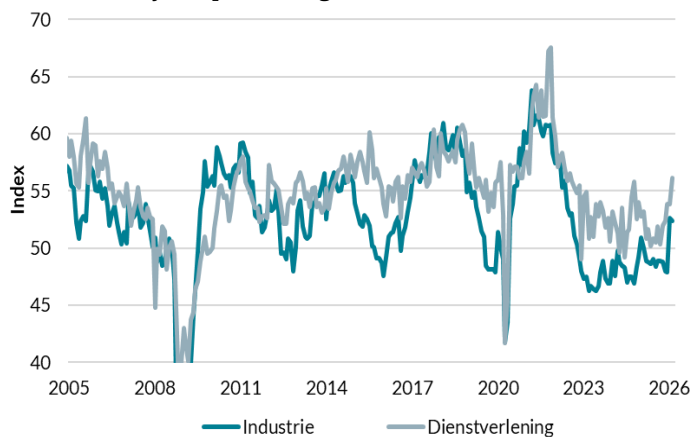
Geopolitieke spanningen leiden al gauw tot volatiliteit op markten, maar de economische schade is vaak beperkt. De grootste gevolgen zijn in het verleden zichtbaar geweest als olieprijsen verdubbelden, de wereldeconomie al aan het vertragen was en de olieprijschok leidde tot een recessie en als centrale banken rentes optrokken om de inflatie te beteugelen.

Aan de eerste voorwaarde voor grote schade is nog niet voldaan. De olieprijs is in de aanloop naar het conflict en sinds het uitbreken ervan met bijna 30% gestegen. Hierboven hebben wij aangegeven dat er scenario's zijn waarin de olieprijs nog veel verder stijgt, maar voorlopig zijn we nog ver van een verdubbeling. De Europese gasprijs is verdubbeld, maar de stijging is nog laag vergeleken bij die na de Russische inval in Oekraïne. Toen vertienvoudigde de gasprijs en kwam de economische groei tot stilstand. Een recessie werd nipt vermeden.

De wereldeconomie is niet aan het vertragen, dus ook aan het tweede criterium is niet voldaan. In februari steeg de wereldwijde inkoopmanagersindex naar 51,5. Nog geen heel sterk cijfer, maar wel het hoogste niveau sinds juni 2022. In geïndustrialiseerde landen was de index vrijwel onveranderd, in opkomende economieën was een behoorlijke stijging te zien. In de industrie is ook in de breedte een verbetering te zien. In 16 van de 34 landen waarvoor we een inkoopmanagersindex voor de industrie hebben, was deze boven de 50 en hoger dan in januari. Dat wijst dus op aantrekkende groei. Deze breedte van verbetering zagen we voor het laatst in februari 2022. Ook de index voor de wereldwijde dienstensector steeg in februari. Met een lichte daling in de VS, een lichte stijging in de eurozone en een opvallend sterke stijging in China. Van de 14 landen waarvoor een index beschikbaar is, wijst deze alleen in Frankrijk en Zweden op krimp. Kortom, inkoopmanagersindices wijzen op economische groei en vooral een versnelling in de industrie.

In de VS zit het met de productiekant van de economie wel snor. Voor een belangrijk deel gedreven door investeringen in AI-infrastructuur. Orders voor kapitaalgoederen stijgen stevig en ook in de industriële productie is groei te zien. In januari schoot de ISM-index voor de industrie omhoog, in februari kon de index dit hogere niveau grotendeels vasthouden.

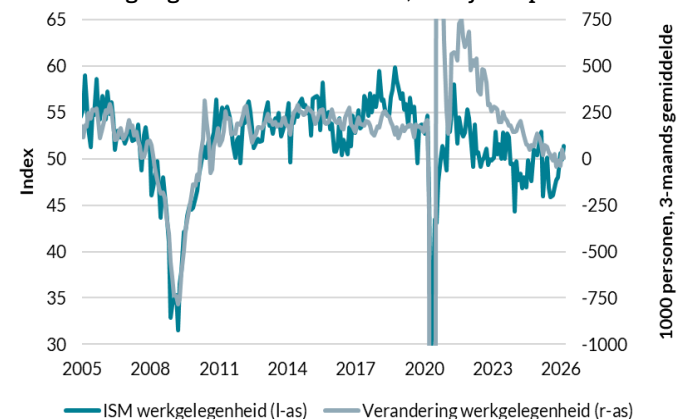
ISM-indices wijzen op sterkere groei VS



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Waarbij de stijging van de prijscomponent opviel. Een aantal bedrijven in de enquête mopperde over de invoerheffingen. Die zouden de binnenlandse industrie juist moeten beschermen, maar leiden ook tot hogere kosten. Als er al zorgen zijn, gaan die meer over de arbeidsmarkt en de consument. In januari steeg de werkgelegenheid met een riante 130.000 personen, maar verreweg de grootste stijging was te zien in de gezondheidszorg. In de private sector exclusief gezondheidszorg kwamen er 49.000 nieuwe banen bij. Toch ook een verbetering ten opzichte van de voorgaande maanden. Door een lagere groei van de beroepsbevolking door afgenomen immigratie, zijn er minder banen nodig om de bevolkingsgroei op te vangen. De werkloosheid daalde in januari dan ook naar 4,3%. En ondertussen zijn de aanvragen voor nieuwe werkloosheidsuitkeringen laag gebleven, maar daalt het aantal openstaande vacatures al drie maanden op rij. Er zijn dus nog wel wat vragen over de arbeidsmarkt en daarom werd reikhalzend uitgekeken naar de cijfers van februari. Die cijfers waren niet best. In totaal gingen in februari 92.000 banen verloren, waarvan 67.000 in de private sector exclusief gezondheidszorg. Daarmee werd de stijging van januari ongedaan gemaakt. De werkloosheid steeg naar 4,4%. Bedrijven zijn dus terughoudend, waarbij wel verbetering is te zien in de bereidheid om nieuwe werknemers aan te nemen. Bovendien is er geen sprake van massaontslagen. Het aantal aangekondigde ontslagen daalde juist in februari. Toch blijven er zorgen over de arbeidsmarkt, een belangrijke factor voor mogelijke renteverlagingen door de Fed.

Groei werkgelegenheid VS tot stilstand, bedrijven optimistischer



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

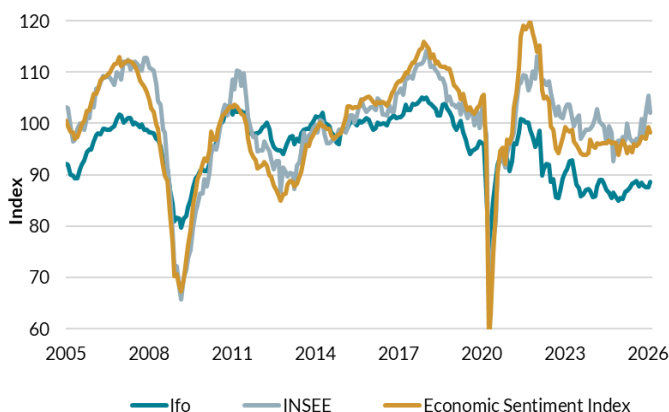
De ontwikkelingen op de arbeidsmarkt zijn des te belangrijker nu de inkomensgroei van gezinnen onder druk staat. Door lagere werkgelegenheidsgroei is de nominale bruto inkomensgroei afgenomen tot 4,3% op jaarbasis in december. Na belasting en gecorrigeerd voor inflatie blijft daar maar een groei van 1,4% van over. In het laatste kwartaal van 2025 was er zelfs in het geheel geen stijging te zien in het reële beschikbare inkomen. Toch groeide de

consumptie wel, doordat gezinnen minder gingen sparen. De spaarquote, die overigens nogal eens wordt herzien wat de betrouwbaarheid vermindert, daalde tot 3,6%. Nou zijn Amerikanen niet zulke fervente spaarders, maar dit is ook voor Amerika laag. Hogere consumptiegroei dan inkomensgroei is maar beperkt houdbaar. In december waren de detailhandelsverkopen onveranderd ten opzichte van november, in januari was een lichte daling te zien. Onderliggend is de trend nog behoorlijk, met een groei van 4,3% exclusief een aantal categorieën die niet direct meegerekend worden in de bredere consumptiecijfers.

Vooruitkijkend blijft de arbeidsmarkt gekenmerkt door lage werkgelegenheidsgroei en lage ontslagen. Weinig dynamiek dus. Dit voorjaar kunnen gezinnen rekenen op belastingverlagingen. Daarmee kan de consument de economische groei blijven ondersteunen. Wat uiteindelijk kan leiden tot wat meer dynamiek in de arbeidsmarkt.

In de eurozone is de economische groei versneld van 0,8% in 2024 naar 1,5% in 2025. We verwachten dat de eurozone dit groeitempo wel zo'n beetje kan volhouden, mits de situatie in het Midden-Oosten niet volledig escaleert. In februari daalde de Economic Sentiment Index, een breed samengestelde voorlopende indicator wel iets, maar staat de indicator nog op een hoog niveau vergeleken met de afgelopen jaren. Het consumentenvertrouwen is grotendeels hersteld van de daling in 2025. Daar is de reparatie van de lonen in 2024 en 2025 na de eerdere inflatieschok debet aan. Ook nationale indicatoren, zoals de Duitse Ifo-index, de Franse INSEE-index en de Italiaanse ISTAT-index, wijzen op betere economische omstandigheden dan in de afgelopen jaren. Duitse fiscale stimulering, aantrekkende kredietgroei en consumenten die wellicht wat minder uit voorzorg gaan sparen, kunnen de economie ondersteunen.

Voorlopende indicatoren bevestigen opgaande trend



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

In China blijft het met de binnenlandse groei wat moeizaam. De sterke stijging van de inkoopmanagersindex in de

dienstensector nemen wij vooralsnog met een korreltje zout. Een vergelijkbare index die door de overheid wordt gepubliceerd daalde in de industrie en was onveranderd laag in de dienstensector. China kan wel profiteren van het wegvallen van een deel van de Amerikaanse invoerheffingen. Daarmee is de achterstand die China had ten opzichte van veel andere Aziatische landen verdwenen. De uitvoer en de industrie blijven daarmee de groeimotoren van de Chinese economie. In andere Aziatische landen zijn er minder problemen. De Taiwanese economie groeit explosief door de AI-*boom*. Ook in India, Indonesië, Maleisië en Vietnam groeit de economie hard. In Zuid-Amerika is de groei minder uitbundig, maar van een vertraging is geen sprake.

AI met al wordt aan de tweede voorwaarde voor een negatieve uitkomst van geopolitieke spanningen, namelijk een vertragende wereldeconomie, niet voldaan.

Hoe gaan centrale banken reageren?

Vooralsnog zullen centrale banken een afwachtende houding aannemen. De ECB was voorlopig toch al niet van plan om de rente te veranderen. Voor de Fed was de markt in Fed funds futures al wat minder zeker van renteverlagingen. In februari verschoof de eerste verwachte renteverlaging van juni naar juli. Het conflict in het Midden-Oosten heeft de visie dat centrale banken voorlopig de kat uit de boom kijken versterkt.

In het negatieve scenario dat we hierboven beschreven, is een verdubbeling van de olieprijs mogelijk. Maar we verwachten dat centrale banken hun rentes niet zullen verhogen bij een energieprijsschok. Die schok zorgt op zichzelf immers al voor een daling van de economische vraag, waardoor de inflatiedruk afneemt.

Inflatie beperkt potentieel voor renteverlagingen VS



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

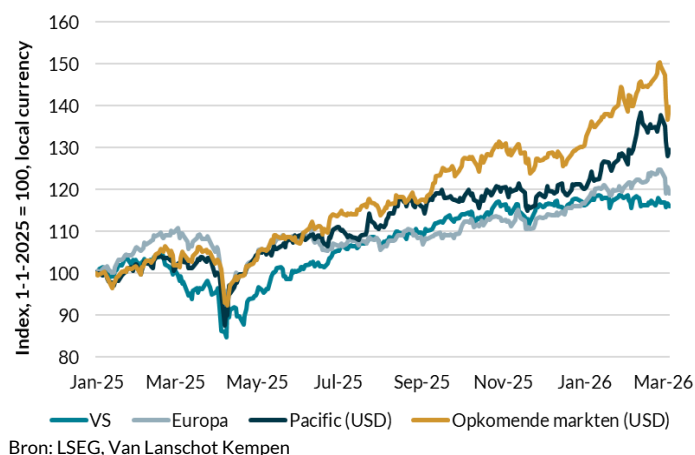
Natuurlijk zijn centrale banken beducht op tweederonde-effecten, waarbij hogere energieprijzen doorsijpelen in de

prijzen van andere goederen en mogelijk zelf in lonen. Dat zou kunnen ontstaan, maar een loon-prijsspiraal zoals in de jaren zeventig achten wij onwaarschijnlijk. We gaan dus niet uit van een havikachtige reactie van centrale banken, waarmee ook aan de derde voorwaarde voor grote schade door geopolitieke ontwikkelingen niet is voldaan. Maar met de totale inflatie die in de eurozone in februari opliep tot 1,9% en de kerninflatie tot 2,4%, heeft de ECB ook beperkte ruimte om de economie te steunen met renteverlagingen. Dat geldt ook voor de Fed, die zich in januari geconfronteerd zag met een stijging van de kerninflatie tot 3,2%. De markt gaat nog uit van twee renteverlagingen door de Fed dit jaar, wat wij aan de agressieve kant vinden.

Markten volatiel

In februari waren aandelenmarkten als geheel vrij rustig. In de VS was de VIX, de paniekgraadmeter van de S&P 500 wel wat opgelopen, maar lang niet naar niveaus die passen bij grote onrust. De VDAX, die hetzelfde meet voor de Duitse DAX-index, was gelijk aan niveaus die we vorig jaar grotendeels hebben gezien. Terwijl de S&P 500 zijwaarts bewoog, zette de STOXX 600 de gestage opwaartse trend door. Onderliggend was er meer volatiliteit. In de MSCI-index voor geïndustrialiseerde landen waren tussen sectoren grote verschillen te zien. Cyclische sectoren zoals energie, basisindustrie en industrie lieten een sterke performance zien. Dat past bij een aantrekkende wereldwijde industrie. Maar ook defensieve sectoren zoals niet-duurzame consumptiegoederen en nuts deden het goed. Wat weer minder past bij positieve groeivoorzichten. Twijfels over de uiteindelijke winstgevendheid van hoge AI-investeringen en zorgen over disruptie van AI in de softwaresector speelden de technologiesector en de sector communicatiediensten parten. Onderliggend dus vooral in de VS een onrustiger beeld dan de totale index doet vermoeden.

Aandelen opkomende markten hardst geraakt door conflict Midden-Oosten



De aanval van de VS en Israël op Iran leidde uiteraard tot hogere marktvolatiliteit. Aandelen uit opkomende markten gingen in een paar dagen met 9% onderuit. Vooral in Koreaanse aandelen, waar de petrochemische industrie sterk afhankelijk is van olie en gas uit de Perzische Golf en waar aandelen dit jaar een zeer sterke rally hadden laten zien, waren grote bewegingen te zien. In Europa en Pacific bleef het verlies beperkt tot zo'n 5%. In de VS waren verliezen in de eerste dagen beperkt. De VS profiteert van zijn traditionele status van veilige haven, maar is als grote olieproducent ook minder gevoelig voor stijgende olieprijs dan Europa en Azië. Gezien de aard en de omvang van het conflict vinden we deze dalingen meevallen.

Ook de stijging van de olieprijs valt mee. Kennelijk gaan handelaren ervan uit dat de Straat van Hormuz niet lang gesloten zal blijven. De Amerikanen hebben al laten weten dat de Iraanse marine voor een groot deel is uitgeschakeld. Er zijn berichten dat de VS tankers in de straat gaan escorteren, maar dat maakt Amerikaanse oorlogsschepen wel kwetsbaar voor Iraanse raketten en drones. Bovendien is de vraag of de VS daarvoor voldoende middelen heeft. Toch past dit alles bij ons basisscenario, waarin we voorzien dat de Straat van Hormuz voor een beperkte tijd gesloten zal blijven. In die tijd zijn er voldoende olievoorraden in de wereld om het wegvallende aanbod uit de Perzische Golf op te vangen.

Ook de goudprijs profiteerde van de spanningen. De vaart was er in februari even uit bij de goudprijs. Wat wij wel te verdedigen vonden, aangezien de sterke stijging tot eind januari in toenemende mate een speculatief karakter kreeg. Toch heeft de goudprijs het hoogste punt van eind januari nog niet kunnen passeren.

Obligaties fungeren in roerige tijden vaak als veilige haven. Tenzij er angst is voor inflatie. En dat is nu het geval. Met het uitprijzen van renteverhogingen door de Fed, stegen de tweejaars- en de tienjaarsrente in de VS. Maar ook hier geldt dat de stijgingen beperkt waren. Rentes waren in de VS de afgelopen tijd juist gedaald, wat wij niet vinden passen bij een degelijk groeiende economie met wat hardnekkige inflatie. Rentes staan nog steeds onder het niveau van eind januari. Wij zien daardoor nog opwaarts potentieel. De tweejaarsrente in Duitsland heeft de daling van december tot eind februari wel geheel ongedaan gemaakt. Voor de tienjaarsrente geldt dat niet. Ook in Duitsland zien we vooral opwaarts potentieel voor de Duitse tienjaarsrente.

Naar een brede overweging aandelen

Het conflict in het Midden-Oosten is voor ons geen aanleiding om ons beleggingsbeleid aan te passen. De

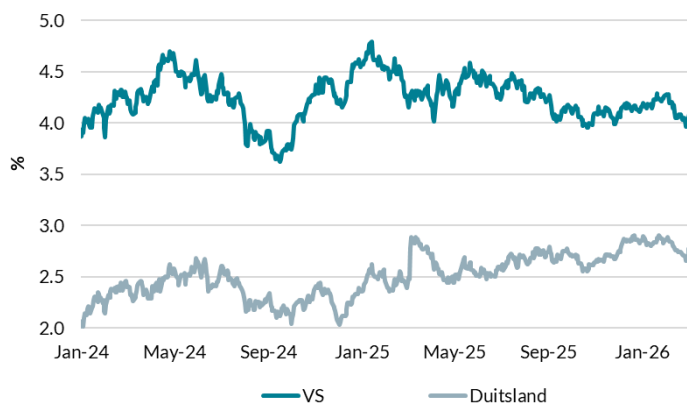
schade aan energie-infrastructuur is beperkt, dus als het conflict tot een einde komt, kunnen energieprijzen snel herstellen en markten kalmeren. In het scenario waar wij vanuit gaan en waarin eerst escalatie optreedt, zullen markten nog volatiel blijven. Het herstel in Europa en de VS op de derde marktdag van het conflict, biedt nog geen garantie voor de toekomst. Maar met een beleggingshorizon van zo'n zes maanden gaan we ervan uit dat vooral energietransporten genormaliseerd zullen zijn en dat de wereldeconomie weinig schade zal ondervinden.

We blijven dus overwogen in aandelen, maar spreiden deze overweging vanuit de VS naar alle vier de aandelenregio's. In Europa zien we bevestiging van onze redelijk optimistische economische visie. De winstdynamiek is nog wat matig, maar die zou in de loop van het jaar wat moeten verbeteren. In de regio's Pacific en opkomende markten is die winstdynamiek juist sterk verbeterd. Met de onrust in het Midden-Oosten fungeert de Amerikaanse dollar als veilige haven, maar als de rust weerkeert, kan de dollar ook weer wat wegzakken. Wat ongunstig is voor Europese beleggers in Amerikaanse aandelen. We behouden wel een overweging in de VS, aangezien de groei- en winstvooruitzichten hier positief zijn.

Onze positievere visie over de Europese groei laten we ook tot uitdrukking komen in het vastrentende deel van ons beleggingsbeleid. Wij onderwegen staatsobligaties van eurozonelanden. Met een sterkere economische cyclus en een expansief begrotingsbeleid in Duitsland, kunnen rentes oplopen.

Risico-opslagen zijn ook hier laag, maar zolang die niet veel veranderen, geven ze wel extra rendement.

Rentes VS en eurozone kunnen verder stijgen



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Risico-opslagen op Franse en Italiaanse staatsobligaties zijn de afgelopen tijd gedaald, wat heeft bijgedragen aan de performance van deze obligaties. Vooruitkijkend zien we daar weinig potentie voor verdere dalingen. Tegenover de verkoop van staatsobligaties van eurozonelanden zetten wij aankoop van bedrijfsobligaties uit de eurozone. We breiden de overweging die we al hadden wat verder uit.

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Overwogen
In februari was het aan de oppervlakte rustig op aandelenmarkten. De aanval van de VS en Israël leidde tot volatiliteit, maar vooralsnog zijn de verliezen beperkt. Wij gaan ervan uit dat het conflict nog enkele weken zal aanhouden, maar dat de schade aan de wereldwijde economie in de vorm van oplopende inflatie en lagere groei beperkt zal zijn. In de eerste week van het conflict is de schade op aandelenmarkten beperkt. Wij houden dan ook vast aan onze overweging in aandelen. We spreiden deze overweging wel over alle regio's. In de VS zien we nog steeds degelijke groei en een sterke winstdynamiek. Die winstdynamiek is in Europa minder sterk, maar er zijn wel tekenen die onze redelijk optimistische groeivooruitzichten bevestigen. In de regio's Pacific en opkomende markten is het winstmomentum zeer sterk. Vooral in Korea en Taiwan worden winsten in hoog tempo opwaarts bijgesteld. Dit is voor een groot deel te wijten aan de investeringen in AI-infrastructuur. Met de verbreding van de aandelenoverweging spreiden we dus ook onze blootstelling aan de ontwikkelingen rondom AI.	
Aandelensectoren	Overwogen informatietechnologie Overwogen financiële dienstverlening
De prestaties van de sector informatietechnologie werden in de eerste maanden van 2026 gekenmerkt door een duidelijke tweedeling tussen hardware/halfgeleiders en software. Begin 2026 verschoof de aandacht van beleggers van pure AI-modellen naar de fysieke infrastructuur die nodig is om deze modellen te laten draaien. Terwijl de bredere sector in januari nog kampte met volatiliteit en zorgen over de waardering, zorgden sterke resultaten van halfgeleiderbedrijven en de aanhoudende investeringsgolf in AI-infrastructuur voor enig herstel richting eind februari. Tegelijkertijd zette de vrees dat AI in toenemende mate zelf software kan ontwikkelen de koersen van softwarebedrijven flink onder druk. Per saldo was informatietechnologie daarmee de slechtst presterende sector in de eerste twee maanden van 2026. Wij zien de aanhoudende en mogelijk nog onderschatte investeringen in kunstmatige intelligentie als een krachtige structurele groeimotor voor de sector. Wij verwachten dat verdere winstgroei het rendement zal aandrijven en niet zozeer een verdere stijging van de waardering. De verwachte winstgroei ligt duidelijk boven het historisch gemiddelde en analisten stellen hun verwachtingen breed naar boven bij. Ondanks deze sterke vooruitzichten is de waardering aantrekkelijk in vergelijking met de brede aandelenmarkt. De sector financiële dienstverlening noteerde in januari nog een klein positief rendement, maar moest in februari terrein prijsgeven. Ook hier waren verschillen te zien in subsectoren, waarbij vooral bedrijven actief in private credit en private equity grote verliezen noteerden. Voor de sector als geheel zien we nog steeds een positief winstmomentum. De opwaartse herziening van de verwachte winsten is weliswaar kleiner dan bij informatietechnologie, maar boven het gemiddelde van de hele markt. Opwaartse herzieningen zijn in de sector financiële dienstverlening ook het breedst gedragen. Het saldo van opwaartse herzieningen van analisten ten opzichte van neerwaartse is in de sector financiële dienstverlening het hoogst van alle sectoren. De waardering van de sector is ongeveer gelijk aan die van de markt. Een aantrekkende kredietverlening en redelijke groei, waarbij we voorzien dat kredietverliezen beperkt blijven, is gunstig voor de banken.	
Staatsobligaties	Onderwogen
In februari daalden korte en lange rentes in de VS, het VK, Japan en Duitsland. Aan de korte kant waren de dalingen het grootst in het VK, waar economische cijfers de kans op renteverlagingen door de Bank of England wat vergrootten, en in de VS. Aan de lange kant daalde de tienjaarsrente in de VS, het VK en Duitsland met ongeveer 20 basispunten, in Japan iets minder. Wij vinden deze rentedalingen over het algemeen niet passen bij het economische beeld van weerbare economieën en inflatie die per saldo wat hoger uitkwam dan verwacht in de VS en in de eurozone. Al voor het uitbreken van het conflict in het Midden-Oosten zagen we meer opwaarts potentieel voor de rente in de VS en in Duitsland dan neerwaarts. Bij de uitbraak van het conflict zochten beleggers niet de veilige haven van staatsobligaties, maar overheerste de angst voor oplopende inflatie. Korte en lange rentes stegen, maar aan de lange kant werd alleen in het VK de daling van de afgelopen weken ongedaan gemaakt. Met een niveau van 4,1% voor de tienjaarsrente in de VS en 2,8% in Duitsland, zien we nog steeds opwaarts potentieel voor lange rentes. Risico-opslagen op staatsobligaties van Frankrijk en Italië zijn wat opgelopen, maar nog laag. Als deze weer zouden dalen, zou dat gunstig zijn voor staatsobligaties uit de eurozone, maar het potentieel hiervan is beperkt. We verlagen daarom onze positie in staatsobligaties naar onderwogen. We hebben geen positie in Amerikaanse staatsobligaties en in de eurozone een kleinere positie dan in onze strategische allocatie.	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
In februari liepen risico-opslagen op investment grade bedrijfsobligaties in de VS en in de eurozone iets op, maar de stijgingen waren zeer beperkt. Door het conflict in het Midden-Oosten liepen risico-opslagen wat verder op, maar zowel in de VS als in de eurozone is de risico-opslag binnen de lage bandbreedte gebleven die we sinds de zomer van vorig jaar zien. Het tekent de weerbaarheid van deze beleggingscategorie. 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. Wij 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. We hogen onze allocatie naar investment grade bedrijfsobligaties wat op. Daarmee blijft de onderweging in de VS wel groter dan de overweging in de eurozone, wat per saldo resulteert in een onderwogen positie.	

Bedrijfsobligaties high yield	Neutraal
In februari liep de risico-opslag op high yield bedrijfsobligaties in de VS op met 30 basispunten. Dat was de grootste stijging sinds april vorig jaar. Onrust in private credit, mede veroorzaakt door de zorgen over disruptie van softwarebedrijven door AI, sjoepelde door naar de high-yieldmarkt. In de eurozone steeg de risico-opslag maar met 6 basispunten. De aanval van de VS en Israël op Iran zette de risico-opslag in de VS nog eens 10 basispunten hoger en in de eurozone 20 basispunten. Dat past in het beeld dat we ook bij aandelen zagen, waarbij Europa iets harder wordt geraakt dan de VS. Europa is gevoeliger voor stijgende energieprijzen. Wij houden vast aan onze neutrale visie voor high yield. Bij redelijke economische groei in de VS en in Europa verwachten we dat risico-opslagen niet zullen uitlopen. Daarmee geeft de risico-opslag een redelijk extra rendement ten opzichte van staatsobligaties. Met de lage risico-opslagen vinden we het opwaartse potentieel van high yield lager dan voor aandelen.	
Staatsobligaties opkomende markten	Neutraal
In februari steeg de risico-opslag op staatsobligaties uit opkomende markten uitgegeven in Amerikaanse dollars, maar door de sterkere daling van de onderliggende rente in de VS, daalde toch de rente op staatsobligaties uit opkomende markten. Het conflict in het Midden-Oosten zette de risico-opslag 20 basispunten hoger, vergelijkbaar met high yield. In lokale valuta liep de rente door het conflict met 15 basispunten op. Obligaties uit opkomende markten bieden een aantrekkelijke rentevergoeding, hoewel de risico-opslag op obligaties in US-dollars laag is. We zien stijgende rentes in de VS als een risico voor deze categorie. De wens voor een zwakkere dollar is niet ongunstig. Obligaties genoteerd in lokale valuta hebben geprofiteerd van renteverlagingen van centrale banken, maar we denken dat dit op zijn einde loopt. Per saldo houden wij vast aan onze neutrale visie.	
Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
Beursgenoteerd steeg in februari wereldwijd en in alle regio's, geholpen door lagere rentes. De grootste stijgingen waren te zien in Europa en in Japan. Wij houden een neutrale visie. Leegstand is wat hoger in de VS dan in Europa. Op termijn wordt huurgroei binnen vastgoed gesteund door verminderd nieuw aanbod. In zowel de VS als Europa zien we vanaf huidige renteniveaus weinig potentieel voor een daling. In de VS omdat we denken dat de Fed de rente maar beperkt zal verlagen en de inflatie nog wat hardnekkig is. In Europa vanwege degelijke groei, mede geholpen door 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 februari licht verder met 1%, vooral gedreven door de stijgende olie- en goudprijzen. Basismetalen bleven stabiel. De stijging van de olieprijs werd gedreven door oplopende spanningen tussen de VS en Iran, culminerend in een militair conflict tussen de VS, Israël en Iran. Bij het uitbreken van het conflict steeg de olieprijs tot 82 dollar per vat. De ontwikkeling van de olieprijs zal vooral afhangen van de lengte van het conflict en de reikwijdte ervan. We verwachten dat de olieprijs de komende weken wat hoger en volatieler blijft, omdat het conflict zich verdiept met meer blijvende geopolitieke onzekerheid tot gevolg. Vooral de de facto sluiting van de Straat van Hormuz kan grote gevolgen hebben voor olie- en gasprijzen. Op de langere termijn verwachten we dat de olieprijs weer zal dalen tot op of onder het huidige niveau door structurele factoren, zoals minder vraag naar olie vanuit China en elektrificatie. De goudprijs steeg in februari door naar ruim 5200 dollar per troy ounce. Gezien de toenemende snelheid van de stijging van de goudprijs de afgelopen maanden, denken wij dat het speculatieve karakter daarvan is toegenomen. De toegenomen geopolitieke onzekerheid, ook met het uitbreken van een nieuw conflict in het Midden-Oosten, ondersteunt de goudprijs. 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
Al voor het uitbreken van het conflict in het Midden-Oosten wist de dollar wat terrein te winnen op de euro. De zwakte die was ontstaan door onzekerheid over de nieuw te benoemen voorzitter van de Fed, wat zou kunnen leiden tot onverantwoorde renteverlagingen, werd weggenomen met de beoogde benoeming van Kevin Warsh. De dollar apprecieerde van 1,20 dollar per euro naar 1,18. Bij het uitbreken van de oorlog in het Midden-Oosten fungeerde de dollar als veilige haven. De Amerikaanse munt apprecieerde tot 1,16 dollar per euro. Daarmee is de dollar terug op het niveau dat we in de tweede helft van 2025 hebben gezien. Met deze appreciatie en het dalen van het verschil tussen de tweejaarsrente in de VS en Duitsland, ligt de koers van de dollar weer in lijn met dit renteverval. Fundamenteel gezien is de dollar niet speciaal goedkoop. Wij zien nog steeds voldoende kapitaalstromen richting de VS in de vorm van kortetermijnbeleggingen en langetermijninvesteringen om de dollar op peil te houden. Per saldo voorzien we een zijwaartse beweging.	

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2025
Wereldwijd (MSCI AC)	1057	1.2%	5.1%	4.2%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	4557	0.6%	3.6%	2.9%
Opkomende markten (MSCI EM)	1611	5.4%	17.8%	14.7%
Verenigde Staten (S&P 500)	6879	-0.9%	0.4%	0.5%
Eurozone (EURO STOXX 50)	634	3.7%	10.0%	7.0%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	10911	6.7%	12.2%	9.9%
Japan (Topix)	3939	10.4%	16.6%	15.5%
Nederland (AEX)	1027	2.5%	8.9%	8.0%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2025 (bp)
Verenigde Staten	3.96	-30	-6	-20
Japan	2.11	-14	31	4
Duitsland	2.65	-19	-4	-20
Frankrijk	3.22	-20	-19	-34
Italië	3.28	-19	-13	-23
Nederland	2.72	-20	-11	-24
Verenigd Koninkrijk	4.30	-22	-14	-17

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2025 (bp)
Verenigde Staten	85	11	3	6
Eurozone	81	10	1	3

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2025 (bp)
Verenigde Staten	310	30	15	29
Eurozone	269	6	-14	-1
Opkomende markten (USD)	259	14	-11	6
Opkomende markten (Lokale valuta)	231	25	1	16

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2025
Wereld	6.6%	9.0%	10.8%
Noord-Amerika	7.5%	7.5%	10.7%
Europa	7.2%	10.5%	10.8%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2025
Bloomberg index	0.8%	10.2%	10.9%
Basismetalen	-0.3%	11.4%	5.0%
Brent olie (USD per vat)	72.55	2.6%	14.7%
Goud (USD per troy ounce)	5254	4.4%	25.1%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 28 februari 2026

Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Auteur

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

Van Lanschot Kempen Investment Strategy & Tactische Asset Allocatie

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

Disclaimer

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

Overige informatie

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

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



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

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