

Maandupdate

september 2025

Evi Fondsen



Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille



Korte en lange rente



Terugblik



Rendement aandelen



Rendement obligaties



Vooruitblik: onze visie



Actuele portefeuille



Samenvatting – de markt

Markten positief, maar politieke tumult VS houdt aan

In augustus hield het politieke tumult in de VS aan. Na de deadline voor onderhandelingen met de VS ligt de gemiddelde importheffing net onder 20%, met lagere heffingen voor de EU, Japan en Zuid-Korea (15%) en hogere voor China, India en Brazilië. De juridische basis van deze heffingen is nog onzeker door rechterlijke uitspraken, maar de Trump-regering procedeert door en heeft anders alternatieve routes voor heffingen. Trump ontsloeg daarnaast het hoofd van het bureau van arbeidsstatistiek en zette eind augustus de Fed-onafhankelijkheid onder druk door Fed-bestuurder Cook te ontslaan, die haar ontslag aanvecht. Het politieke rumoer weerhield beleggers niet. Er waren positieve rendementen op aandelenmarkten.

We verwachten dat de Amerikaanse groei de komende kwartalen laag blijft. Lage toename van het aantal banen in de VS zet druk op inkomensgroei. De koopkracht zal naar verwachting afnemen door oplopende inflatie.

In de eurozone wijzen voorlopende indicatoren op matige groei. Consumenten kunnen economische groei steunen dankzij eerdere inkomensgroei en hoge spaartegoeden, maar dalend consumentenvertrouwen baart in dat opzicht zorgen. Begrotingsproblemen in Frankrijk zorgden voor rentebewegingen en tonen aan dat de ruimte voor fiscale stimulering (buiten de meer noordelijke landen in de eurozone) beperkt is. Een financiële crisis in de eurozone blijft onwaarschijnlijk: Frankrijk en Italië kunnen hun verplichtingen nakomen, en andere landen zoals Spanje en Portugal hebben hun begrotingspositie juist verbeterd.

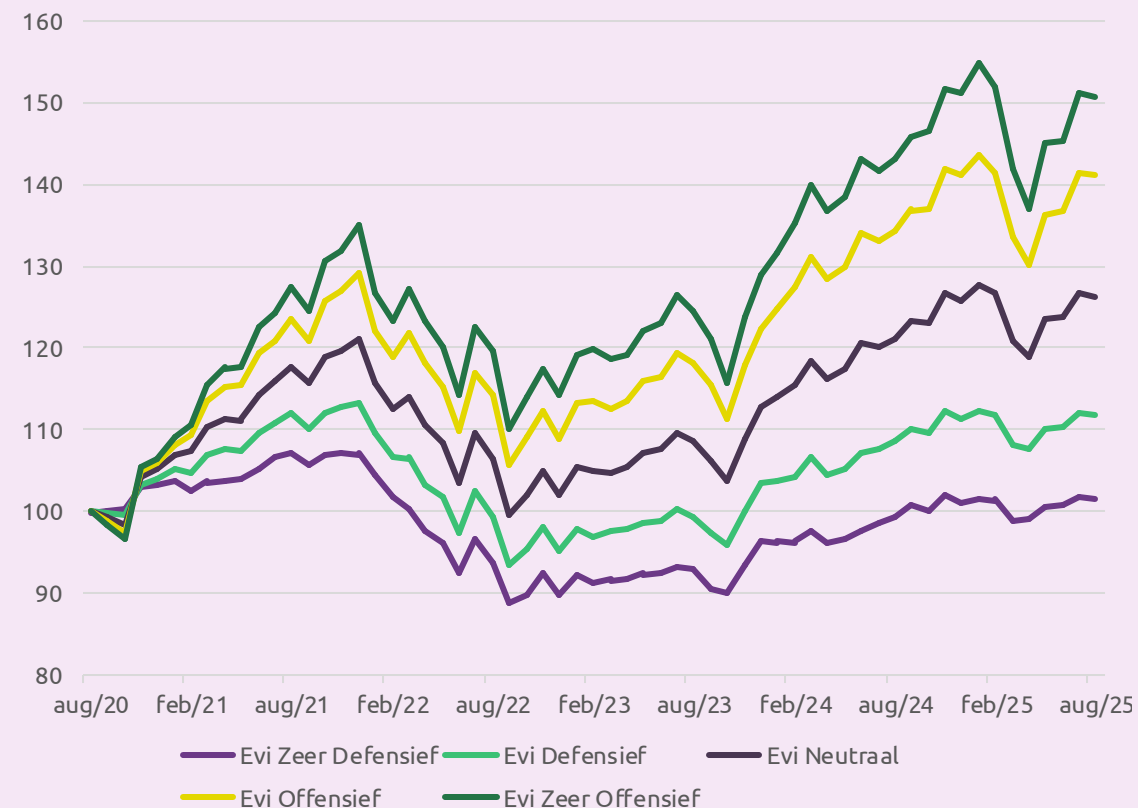
Samenvatting – rendement Evi fondsen

Rendement na aftrek van kosten

	Augustus 2025	2025 t/m augustus	5 jaar*	10 jaar*	Sinds start (oktober 2002)*
Evi Zeer defensief	-0.1%	0.7%	0.3%	1.8%	2.6%
Evi Defensief	-0.3%	0.5%	2.3%	2.8%	3.3%
Evi Neutraal	-0.2%	0.4%	4.8%	4.2%	4.1%
Evi Offensief	-0.1%	0.0%	7.1%	5.7%	5.1%
Evi Zeer offensief	-0.3%	-0.3%	8.6%	6.2%	5.5%

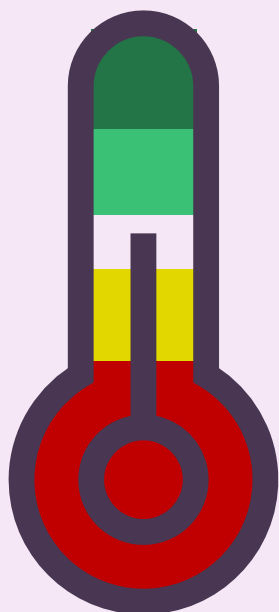
*Netto rendementen. Rendementen op een horizon langer dan 1 jaar zijn omgerekend naar jaarrendementen. Let op: Resultaten uit het verleden bieden geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Bron: Evi, 31 augustus 2025

5 jaars rendement



Samenvatting – de portefeuille

Thermometer voor aandelen



Positionering Evi

Vermogenscategorie	Oordeel
Cash	
Obligaties	
Aandelen	

Obligaties	Oordeel
Staatsobligaties IG	
Bedrijfsobligaties IG (wereldwijd)	
Obligaties opkomende landen	
High yield obligaties	
Inflatie gerelateerde obligaties	

Aandelen naar regio	Oordeel
Europa	
Noord-Amerika	
Pacific	
Opkomende landen	

Aandelen

- Wij vinden dat markten snel zijn gestegen tegen de achtergrond van onzekerheid over de uitkomst van de handelsoorlog, met in de VS naar verwachting lagere groei en hogere inflatie. In Europa verwachten we een kwakkelende economie. De winstdynamiek is in de VS verbeterd, maar in Europa nog zwak. Onze visie dat in de VS een recessie kan worden voorkomen, houdt onze positie neutraal

Obligaties

- In augustus bleef de risicovergoeding op investment grade bedrijfsobligaties in de VS en in de eurozone nagenoeg onveranderd. Daarmee blijft deze historisch laag. Voor high yield liep de risicovergoeding met 0,11% op. Het niveau is echter nog steeds historisch zeer laag. We handhaven daarom onze onderweging naar alle bedrijfsobligaties en overwegen staatsobligaties

Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille



Korte en lange rente



Terugblik



Rendement aandelen



Rendement obligaties



Vooruitblik: onze visie



Actuele portefeuille



Korte versus lange rente

Rol centrale banken

- Er wordt momenteel veel gesproken over de vraag of centrale banken de rente gaan verlagen of verhogen
- Alle banken zijn verplicht geld dat zij 'over' hebben aan het einde van de dag tijdelijk op een soort spaarrekening te zetten bij hun centrale bank. Over dit geld krijgen ze rente (voor Nederlandse banken bij DNB, en DNB dan weer bij de ECB)
- Als de centrale bank minder rente gaat betalen over dit geld zullen spaarrentes die banken betalen aan klanten dalen, en zullen ook rentes op kortlopende obligaties dalen

Rol obligatiemarkten

- De centrale banken hebben op deze manier vooral invloed op obligatierentes met een looptijd tot ongeveer 2 jaar
- Voor langere looptijden van bijvoorbeeld 10 jaar (maar in het geval van sommige staatsobligaties van Oostenrijk zelfs 100 jaar) heeft dit allemaal weinig effect. Die markt wordt vooral bepaald door wat beleggers verwachten van toekomstige groei en inflatie, plus een premie voor het feit dat langer lopende schuld meer risico op wanbetaling kent
- In een 'normale markt' is de lange rente *hoger* dan de korte rente, maar dit is lang niet altijd het geval

Wat gebeurt er momenteel in de markt?

Centrale banken hebben de rente flink verlaagd...

- De ECB heeft het afgelopen jaar de rente inmiddels 2% verlaagd, de Fed ongeveer 1%-punt. De Fed zal waarschijnlijk nog verder gaan verlagen
- Sinds het begin van de verlagingen door de ECB is de rente op 1-jaars Europese staatsobligaties ongeveer 1,5%-punt gedaald
- Omdat Europese staatsobligaties met korte looptijden dus veel minder opleveren is er meer vraag ontstaan naar bedrijfsobligaties. Die leveren iets meer rendement op, maar dit extra rendement is door de toegenomen vraag inmiddels naar een historisch dieptepunt gedaald

...en de lange rentes lopen op

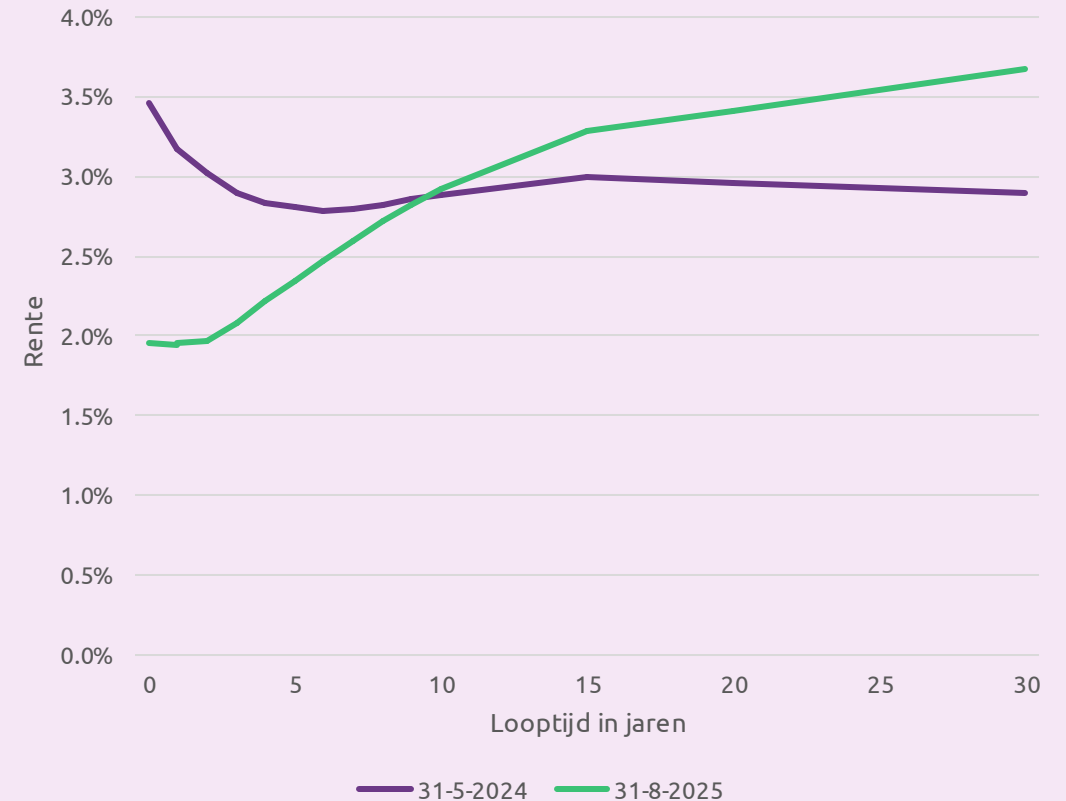
- In deze zelfde periode is de rente op 30-jarige staatsobligaties juist met ongeveer 0,5% tot 1%-punt *gestegen*
- Deze stijging lijkt met name te wijten aan onzekerheid over de capaciteit van overheden om over 30 jaar hun schulden te blijven afbetalen. Sommige landen, zoals de VS en Frankrijk, slagen er maar niet in hun begroting sluitend te krijgen en zullen hier door de hogere rentes alleen maar meer moeite mee krijgen
- Het gevolg is dat we ruim een jaar geleden ongeveer net zoveel verdienden met 1-jaars obligaties als met 30-jaars obligaties. Nu leveren die laatste soms bijna 2% extra rendement per jaar op

Nederlandse rentecurve

Toelichting

- De grafiek toont de rentecurve voor Nederlandse staatsobligaties, het rendement voor diverse looptijden
- We zien dat medio vorig jaar de korte rentes veel hoger lagen dan nu, terwijl de lange rentes toen veel lager waren dan nu
- Deze veranderingen komen dus door de ECB (daling korte rente) en het lagere vertrouwen in overheden om hun schulden af te kunnen betalen (stijging lange rente)
 - Let op: de hogere rente voor Nederland betekent niet per se dat beleggers Nederland onbetrouwbaarder vinden. Maar omdat landen als Frankrijk een hogere rente moeten betalen, moeten ook veiligere landen als Nederland en Duitsland 'meebewegen' omdat beleggers elders een hoger rendement kunnen behalen

Nederlandse rentecurve medio 2024 en nu



Bron: Evi, Bloomberg

Wat doet Evi hiermee?

Actuele positie

- Overwogen staatsobligaties. We schatten de kans op wanbetaling voorlopig nog altijd beperkt in
- In de afgelopen jaren hebben we in het VK (met Liz Truss) en in de VS (Liberation Day van Donald Trump) gezien dat regeringen uiteindelijk luisteren naar signalen van de kapitaalmarkten. Wanbetaling heeft zulke verstrekkende gevolgen (ook op de korte termijn) dat het eigenlijk niet aanvaardbaar is
- Wij zien de extra vergoeding op lange staatsobligaties ten opzichte van bedrijfsobligaties daarom als een mooie kans. Daarom blijven we hier wat meer in beleggen

Naar de toekomst: voorzichtig blijven

- De kans dat er echt niet betaald wordt achten wij zeer klein. Maar als de rest van de markt dat anders ziet worden de obligaties wel minder waard. Daar moeten we ook rekening mee houden
- Een *negatieve* reden om onze positie te wijzigen is als een land als Frankrijk écht niet in staat is nodige hervormingen door te voeren
- Een *positieve* reden is als de vergoeding van bedrijfsobligaties ten opzichte van het extra risico dat hiermee genomen wordt weer toeneemt. Dan zullen we weer meer in deze obligaties gaan beleggen en bouwen we de positie in staatsobligaties juist af

Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille



Korte en lange rente



Terugblik



Rendement aandelen



Rendement obligaties



Vooruitblik: onze visie



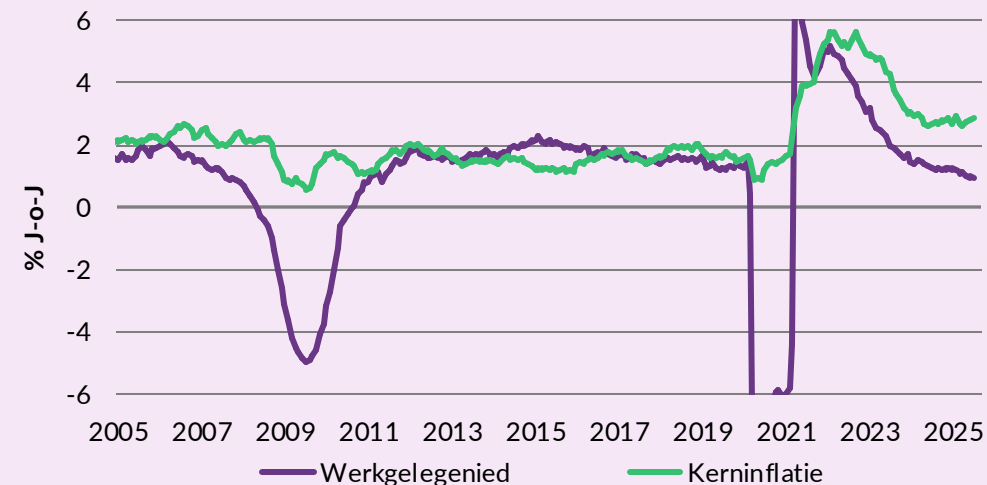
Actuele portefeuille



Invoerheffingen VS bekend, gevolgen onzeker

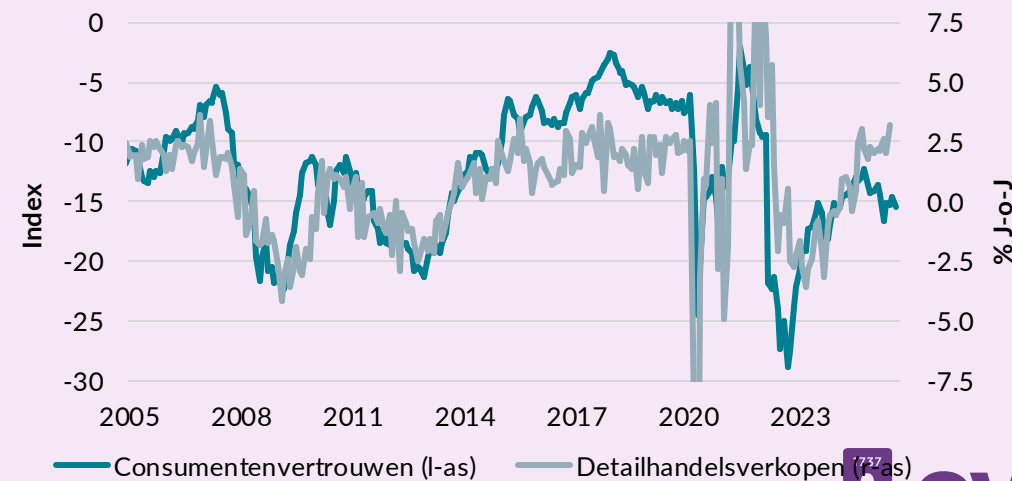
- De invoerheffingen die de VS oplegt aan andere landen zijn grotendeels bekend. Voor de EU, Japan en Korea geldt een algemene heffing van 15%; voor veel Aziatische landen gelden hogere heffingen, rond 20%. Voor China, India en Brazilië en voor aluminium en staal gelden nog hogere heffingen. De gemiddelde heffing zal iets onder 20% uitkomen, terwijl de effectieve heffingen die bedrijven in juni betaalden nog maar op 10% lag. De onzekerheid over de gevolgen van het handelsbeleid van de VS is dus nog groot.
- We verwachten de komende kwartalen lage groei in de VS. De economie is in de eerste helft van het jaar al afgekoeld, waardoor de banengroei is vertraagd. Door een lage toename van het arbeidsaanbod (vanwege sterke afname van immigratie) is de werkloosheid nauwelijks opgelopen, maar er ontstaat wel neerwaartse druk op de inkomensgroei. Door oplopende inflatie verwachten we dat ook daardoor de koopkracht zal afnemen. Investerings in informatietechnologie steunen de groei, maar over het algemeen is de investeringsbereidheid onder bedrijven matig. Door hoge huizenprijzen en hoge hypotheekrentes is de huizenmarkt gestagneerd.
- Voorlopige indicatoren in de eurozone wijzen op stagnatie, al presteerde de economie recent beter dan verwacht. Consumenten kunnen economische groei steunen dankzij inkomensgroei en hoge spaartegoeden, maar dalend consumentenvertrouwen baart in dit opzicht zorgen. Begrotingsproblemen in Frankrijk zorgden voor rentebewegingen en tonen aan dat de algemene ruimte voor fiscale stimulering in de eurozone beperkt is, buiten Duitsland en een aantal meer noordelijke landen.

Afnemende banengroei en hardnekkige inflatie in de VS



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen.

Daling consumentenvertrouwen eurozone zorgelijk

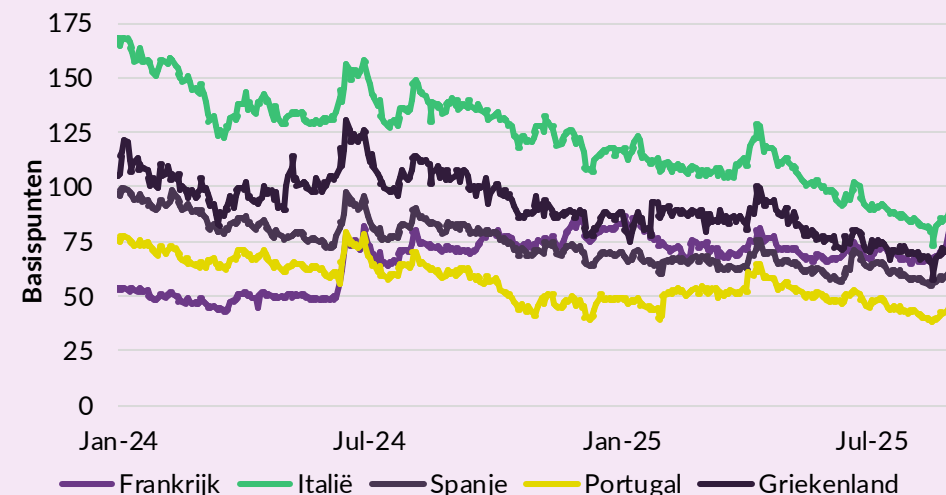


Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen.

Fed gaat rente verlagen, lange rente loopt op

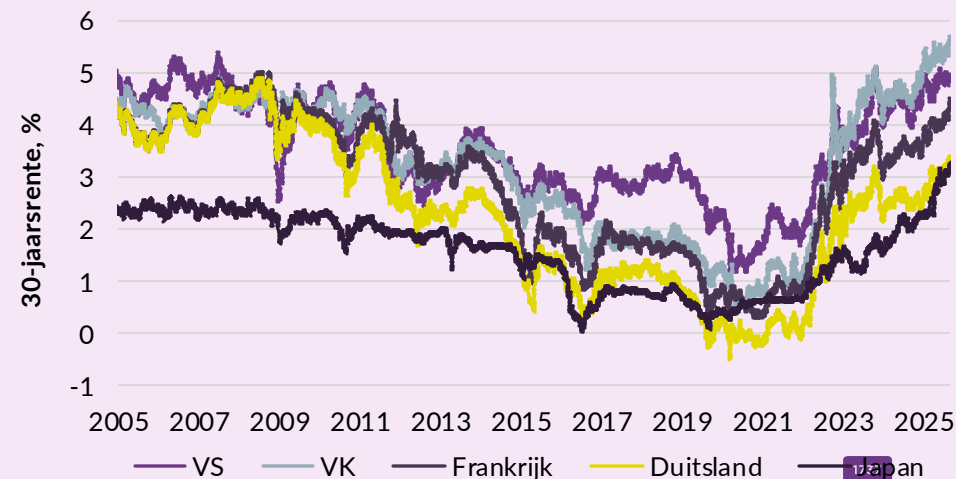
- Op de bijeenkomst in Jackson Hole hintte Fed-voorzitter Powell sterk op een renteverlaging in september. Enigszins opmerkelijk gezien de politieke druk op de Fed om de rente te verlagen en gezien een min of meer ongewijzigde visie op groei en inflatie. In juli vond Powell een licht restrictief monetair beleid nog passend, met inflatie die iets boven het doel van de Fed lag en een solide, gebalanceerde arbeidsmarkt. Powell liet toen ook weten dat de opwaartse risico's voor inflatie en de werkloosheid waren toegenomen, wat een reactie van de Fed lastig maakt.
- In de eurozone ging de aandacht vooral uit naar de Franse politiek. De onmacht om tot een overheidsbegroting te komen die het grote Franse begrotingstekort terugdringt, zette Franse rentes hoger. Er is geen paniek: Frankrijk zal aan haar betalingsverplichtingen kunnen voldoen. De rente heeft het niveau van Italië bijna bereikt, maar met een hogere staatsschuld kan ook Italië rente en aflossing betalen. Frankrijk zou zelfs zonder het betalen van rente al een begrotingstekort van 4% hebben. Niet alleen in Italië, maar ook in Spanje, Portugal en Griekenland is de financiële situatie de afgelopen jaren juist verbeterd. Het oplopen van de risico-opslag op Franse staatsobligaties had dan ook beperkt effect op de rentes die deze landen moeten betalen. Een financiële crisis in de eurozone achten we onwaarschijnlijk.
- Opvallend is de stijging van dertigjaarsrentes wereldwijd. De stijging van tienjaarsrentes is dit jaar afgenomen, maar dertigjaarsrentes zijn doorgestegen. We zien dit als een teken dat beleggers zich toch wat ongerust maken over de overheidsfinanciën en de betaalbaarheid daarvan op de zeer lange termijn.

Fransen risico-opslag sterker gestegen



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen.

Sterke stijging dertigjaarsrentes

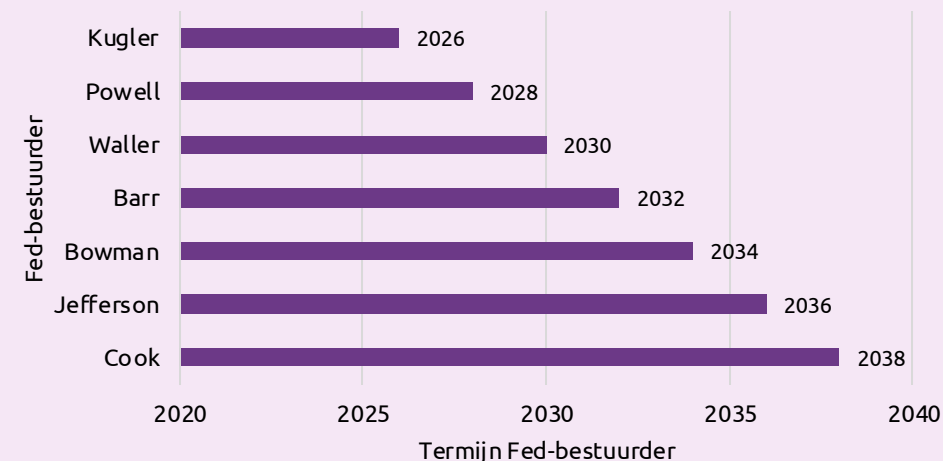


Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen.

Onafhankelijkheid Fed onder druk

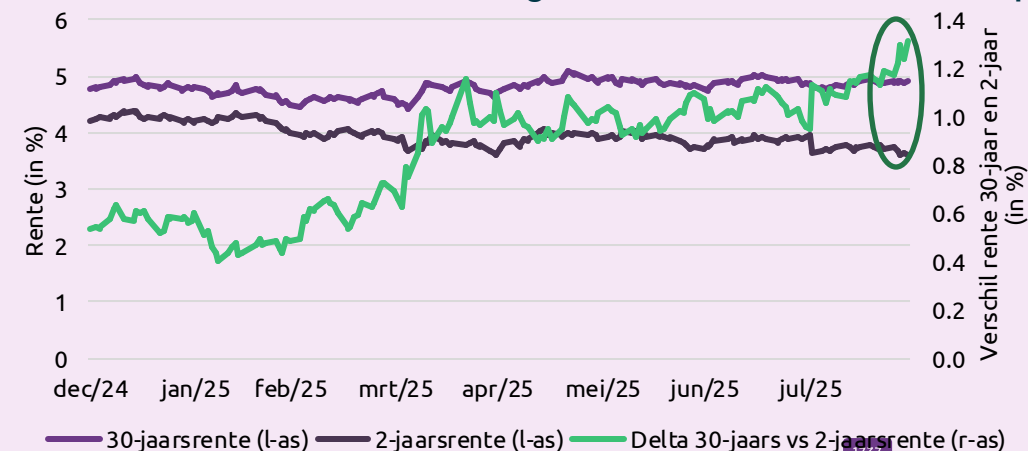
- President Trump zet de onafhankelijkheid van de Fed verder onder druk met het ontslag van Fed-bestuurder Cook. Zij vecht haar ontslag aan, mogelijk tot aan het Hoogerechtshof toe. Financiële markten reageerden mild; beleggers wachtten af.
- Trump streeft naar lagere rentes om de stijgende Amerikaanse schuldenlast beheersbaar te houden en richt zich op de centrale bank. Na eerdere kritiek op Fed-voorzitter Powell heeft Trump zijn aandacht verlegd naar het dagelijks bestuur van de Fed. Dit bestuur, dat uit zeven bestuurders bestaat, bepaalt samen met vijf regionale Fed-presidenten in het beleidscomité de beleidsrente. Momenteel lijkt Trump drie bestuurders aan zijn kant te hebben staan. Door Cook eind augustus te ontslaan op grond van hypotheekfraude – een ongekennde stap – probeert Trump meer invloed in het bestuur te krijgen. Het ontslag van Cook is geldig als er juridisch gezien een legitieme reden is ('for cause').
- Grotere politieke invloed kan de onafhankelijkheid van de Fed ondermijnen en daarmee het vertrouwen in de Fed, en breder het Amerikaanse financiële systeem, aantasten. Zeker ook in het licht van de bredere trend waar de Trump-regering onafhankelijke instituties in de VS onder druk zet. Financiële markten reageerden tot nu relatief mild op het ontslag van Cook. De rentecurve versteilde wat (lagere 2-jaarsrente en hogere 30-jaarsrente) en de US dollar daalde met 0,3%.
- Op langere termijn zal deze aanval op de Fed, als onderdeel van een bredere trend, het vertrouwen in de VS als 'veilige haven' verminderen. Dit kan resulteren in hogere inflatieverwachtingen op langere termijn, hogere lange rentes en een zwakkere US dollar, en een vraagtoename naar goud (als 'veilige haven').

Lange termijnen van Fed-bestuurders om externe invloed te voorkomen



Bron: Federal Reserve, Van Lanschot Kempen.

Mild steilere rentecurve na ontslag Fed-bestuurder Cook door Trump



Bron: Factset, Van Lanschot Kempen.

Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille



Korte en lange rente



Terugblik



Rendement aandelen



Rendement obligaties



Vooruitblik: onze visie



Actuele portefeuille



Aandelen vanaf 2024 (t/m 31 augustus 2025)



- In augustus scoorden aandelen wisselend. Europa en Japan deden het goed, Amerika en opkomende landen bleven achter
- Over het algemeen blijven de opluchting en voorzichtig optimisme in de markt, maar er is ook duidelijk sprake van een afwachtend sentiment
- Wij denken nog steeds dat markten momenteel iets te veel optimisme inprizen, gezien de aanhoudende onzekerheid rond de handelsoorlog. Tegelijkertijd verwachten we geen recessie, waardoor we onze neutrale visie op aandelen handhaven

Bron: Bloomberg, in euro's gemeten

Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille



Korte en lange rente



Terugblik



Rendement aandelen



Rendement obligaties



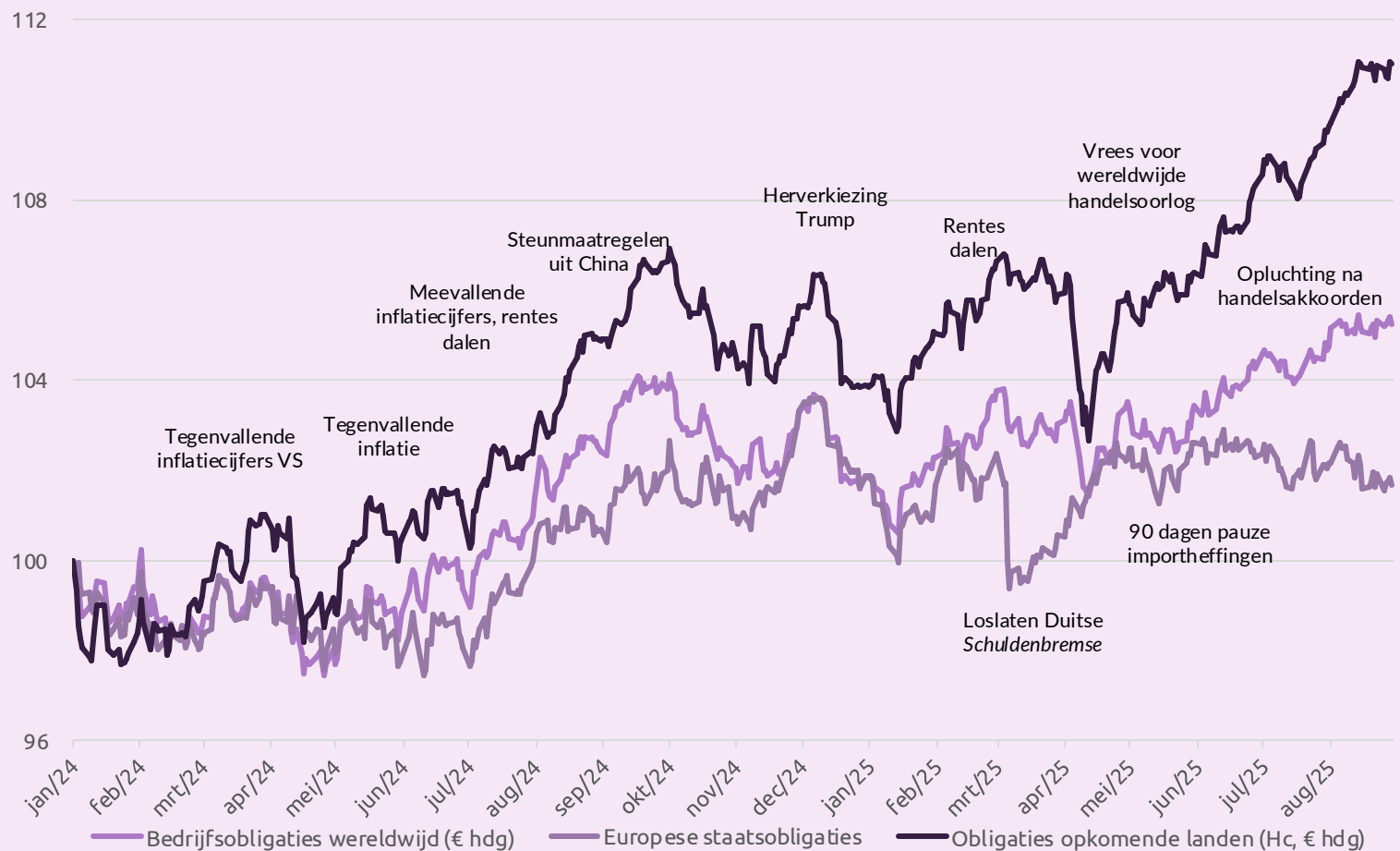
Vooruitblik: onze visie



Actuele portefeuille



Obligaties vanaf 2024 (t/m 31 augustus 2025)



- In augustus waren de rendementen op obligaties neutraal. Staatsobligaties in de eurozone verloren 0,4%, bedrijfsobligaties wonnen juist enkele tienden van een procent
- De rente is iets gestegen, wat een drukkend effect had op het rendement
- We geven de voorkeur aan Europese staatsobligaties, omdat ze op dit moment meer opleveren dan spaargeld. Amerikaanse bedrijfsobligaties en risicvollere obligaties blijven we liever vermijden, vanwege onzekerheid over terugbetaling en de lage risico-opslag

Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille



Korte en lange rente



Terugblik



Rendement aandelen



Rendement obligaties



Vooruitblik: onze visie



Actuele portefeuille



Visie (1)

Economie

De VS hanteert invoerheffingen van gemiddeld net onder 20%, met lagere tarieven voor de EU, Japan en Korea (15%) en hogere voor China, India en Brazilië. In juni lag de effectieve heffing op 10%. De juridische basis is onzeker door recente rechterlijke uitspraken, maar de regering zal waarschijnlijk doorprocederen. De Amerikaanse economie koelt af: banengroei vertraagt, werkloosheid blijft laag door beperkt arbeidsaanbod, maar inkomensgroei staat onder druk. Inflatie loopt op, wat de koopkracht aantast. IT-investeringen bieden enige steun, maar de investeringsbereidheid blijft zwak.

In de eurozone wijzen voorlopende indicatoren op stagnatie, ondanks recent beter dan verwachte groei. Consumenten dragen de groei dankzij inkomensstijging en hoge spaartegoeden, maar dalend vertrouwen baart zorgen. Begrotingsproblemen in Frankrijk zorgen voor rentebewegingen en tonen de beperkte ruimte voor fiscale stimulering, buiten Duitsland en enkele noordelijke landen.

Inflatie & centrale banken

Tijdens Jackson Hole hintte Fed-voorzitter Powell op een renteverlaging in september, mede door afkoelende arbeidsmarkt. Financiële markten rekenen op meerdere verlagingen tot 2026, al blijft een recessie onwaarschijnlijk. De ECB zal haar rente voorlopig niet aanpassen: inflatie is genormaliseerd rond 2%, eerdere verlagingen zijn nog vers, en groei ligt rond de trend. Overheidsuitgaven nemen eind 2025 toe, vooral in Duitsland.

Politieke & geopolitieke ontwikkelingen

Trump zet druk op de Fed door het ontslag van bestuurder Cook, die dit juridisch aanvecht. Hij streeft naar lagere rentes om de schuldenlast te beheersen en probeert een meerderheid in het Fed-bestuur te verkrijgen. In 2026 kan hij een nieuwe voorzitter benoemen. Deze politieke inmenging kan het vertrouwen in de Fed en Amerikaanse beleggingen ondermijnen. Tot nu toe reageren markten mild, maar op termijn kan dit leiden tot hogere inflatieverwachtingen, stijgende lange rentes en een zwakkere dollar.

Visie (2)

Aandelen

In augustus boekten aandelenmarkten winst in lokale valuta, met de Pacific als uitschieter. In euro's waren de resultaten gematigder door de sterkere euro. Sinds begin 2025 blijven Amerikaanse aandelen achter bij Europese (in euro unhedged), vooral door de zwakkere dollar. In lokale valuta bereikte de Amerikaanse index echter recordhoogtes, gesteund door sterke winstcijfers en Powells hint op een renteverlaging. Europese aandelen stegen minder, mede door Franse begrotingszorgen en twijfels over fiscale stimulering, met uitzondering van Duitse investeringsplannen. Voorlopende indicatoren in de eurozone blijven gematigd. Wij handhaven onze neutrale opinie, gezien de snelle marktstijgingen, aanhoudende onzekerheid rond de handelsoorlog, en zwakke winstdynamiek in Europa.

Obligaties

Powells draai en Trumps druk op de Fed leidden tot een sterkere rentedaling op 2-jaars VS-obligaties dan op 10-jaars. Een renteverlaging in september lijkt zeker. Toch verwachten we geen structurele rentedaling in de VS, gezien het ruime begrotingstekort. In Duitsland bleven rentes stabiel. De ECB zal voorlopig niet verlagen, gezien eerdere verlagingen, gematigde groei en inflatie rond 2%. De ruimte voor lagere Duitse rentes is beperkt door ruimer begrotingsbeleid.

Risicovergoedingen op IG bedrijfsobligaties bleven historisch laag. We zijn voorzichtig met US dollar IG-obligaties vanwege groeirisco's en inflatie. In de eurozone zijn risico's vergelijkbaar, maar is de vergoeding relatief aantrekkelijker, wat onze voorkeur voor euro IG verklaart. We blijven terughoudend over HY-obligaties: in de VS daalden opslagen, in de eurozone stegen ze licht. De risicovergoedingen blijven laag, ondanks herfinancieringsrisico's. Voor staatsobligaties uit opkomende markten in dollars hanteren we een neutrale visie: de risicovergoeding is iets onder het vijfjarig gemiddelde, groei is voldoende, maar de handelsoorlog zorgt voor onzekerheid.

Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille



Korte en lange rente



Terugblik



Rendement aandelen



Rendement obligaties



Vooruitblik: onze visie



Actuele portefeuille



Actuele samenstelling Evi Fondsen (%)

A	Evi Zeer defensief	Evi Defensief	Evi Neutraal	Evi Offensief	Evi Zeer offensief
Aandelen ontwikkelde landen	18.1	31.6	49.5	67.6	81.0
Aandelen opkomende landen	2.1	3.6	5.6	7.6	9.1
High Yield Bedrijfsobligaties	3.5	2.5	1.5	0.5	0.0
Staatsobligaties opkomende landen	4.2	3.1	2.1	1.0	1.0
Investment Grade Bedrijfsobligaties	25.2	21.5	15.0	7.4	3.0
Europese Staatsobligaties	46.4	37.4	25.8	15.4	4.9
Liquiditeiten	0.5	0.3	0.5	0.5	1.0
Totaal	100	100	100	100	100