



Rentememo

4^e kwartaal 2026

oktober 2026

Rentememo 4^e kwartaal 2026

Samenvatting

Het derde kwartaal bracht de omslag die wij in juli als heroplevingsscenario schetsten. Het staakt-het-vuren tussen de Verenigde Staten en Iran hield geen stand en de aanhoudende spanningen rond de Straat van Hormuz stuwden de Brent-olieprijs naar \$100–110 per vat. De Europese gasprijs is sinds juni bijna verdubbeld. De energieschok is daarmee niet tijdelijk gebleken maar langduriger van aard, en de inflatierisico's zijn opnieuw opwaarts gericht.

Centrale banken hebben hierop geantwoord met een gesynchroniseerde verkrappingsfase. De Federal Reserve verhoogde in september voor het eerst sinds 2023, naar 3,75–4,00%, en de ECB bracht de depositorente naar 2,50%: de afsluitende verhoging die wij in juli voorzagen, maar die inmiddels geen afsluiting meer blijkt. Wij achten de kans groot dat zowel de ECB als de Fed de rente in de komende kwartalen nog één of twee keer verhoogt; de markt prijst voor beide evenwel meer in dan wij aannemelijk achten.

De rentestijging van dit jaar kwam vrijwel volledig uit de risicovrije basis en niet uit de kredietopslagen. De Duitse vijfjaarsrente staat op 3,34%, het hoogste niveau in ten minste vijf jaar, terwijl de opslag op euro-bedrijfsobligaties met 0,84% dicht bij het laagste punt in tien jaar ligt. De yield op euro-bedrijfsobligaties van 4,18% is daarmee de hoogste in jaren, en ook na inflatie is de vergoeding op de risicovrije markt voor het eerst in ruim tien jaar weer duidelijk positief. Dat is de kern van ons beleid voor het vierde kwartaal: koersdruk vandaag, een hoger verwacht rendement voor de komende jaren, en de nadruk op kwaliteit in het middensegment van drie tot zeven jaar bij een beheerste duratie.

Marktontwikkelingen en terugblik derde kwartaal 2026

Het derde kwartaal werd gekenmerkt door de terugkeer van het energierisico. Kort na onze vorige memo verklaarde president Trump het staakt-het-vuren "voorbij" na nieuwe incidenten in de Straat van Hormuz; een nieuwe overeenkomst is er sindsdien niet gekomen. De Brent-olieprijs liep op van circa \$73 per vat eind juni naar \$100–110, met een kwartaalgemiddelde rond \$104, en de vertraagde herstart van de Qatarese LNG-export dreef de TTF-gasprijs richting €80 per MWh. Een olieprijs die duurzaam boven \$100 blijft, achten wij niettemin onwaarschijnlijk, omdat extra aanbod, voorraden en vraaguitval het tekort opvangen.

De eurozone bleek weerbaarder dan verwacht. De groei over de eerste jaarhelft kwam uit op 1,2% op jaarbasis, dankzij de Duitse begrotingsimpuls en de AI-investeringscyclus; voor 2026 wordt nu gerekend op circa 1,0% en voor 2027 op 1,4%. De tweede jaarhelft wordt zachter, met een kwartaalgroei rond 0,2%. De headline-inflatie piekt naar verwachting op 3,8% in het vierde kwartaal, maar de kerninflatie bedroeg in augustus 2,4%, hetzelfde niveau als vóór het conflict. Grote tweede-ronde-effecten blijven vooralsnog uit.

De belangrijkste beleidsstap kwam opnieuw uit de Verenigde Staten. De Fed verhoogde in september unaniem naar 3,75–4,00%, de eerste verhoging sinds 2023 en in feite het terugdraaien van de "verzekeringsverlagingen" van eind 2025. Voorzitter Warsh sprak van het wegnemen van "een dosis accommodatie", noemde het startpunt niet restrictief en gaf opnieuw geen forward guidance; zestien van de achttien leden voorzien nog minstens één verhoging dit jaar en de geschatte neutrale rente ging van 3,06% naar 3,25%. De economie geeft daar aanleiding toe: de groei in het derde kwartaal wordt geraamd op ruim 3% en hogere financieringskosten lijken de economie vooralsnog nauwelijks af te remmen. Ook elders draaide de cyclus: de Bank of Japan verhoogde naar 1,25% en de Bank of England stuurt aan op november.

Wij zijn daarmee beland in een tijdperk van aanhoudend hoge rentes, gedragen door hoge energieprijzen, begrotingstekorten voor onder meer defensie en infrastructuur, een AI-investeringsgolf en een sterke

Amerikaanse economie met hardnekkige inflatie. De Amerikaanse tienjaarsrente liep in het kwartaal op tot boven 5,2%, ruim boven de 4,4% van juni, zoals wij in juli als risico signaleerden, en dat werkt door in de Europese rentes. Op de Europese curve vertaalde dit zich in een parallelle verschuiving omhoog, gecombineerd met een sterke vervlakking: de Duitse tweejaarsrente steeg van 2,51% naar 3,27% en de tienjaarsrente van 2,86% naar 3,50%, zodat het verschil tussen beide nog slechts 23 basispunten bedraagt. De bandbreedte van 2% tot 2,9% waarin de vijfjaarsrente sinds 2023 bewoog, is deze zomer naar boven verlaten.

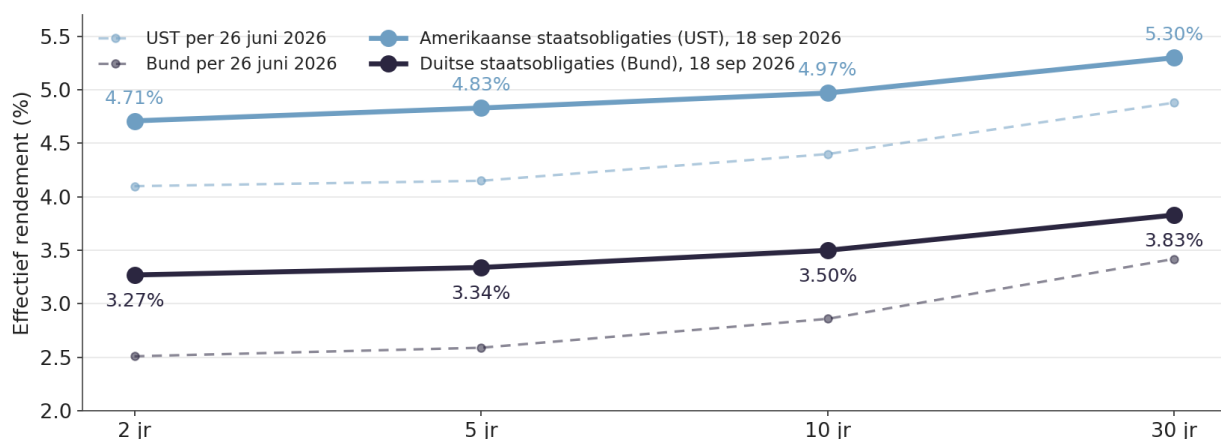
Vooruitblik en rentebeleid vierde kwartaal 2026

Voor het vierde kwartaal verwachten wij dat centrale banken hun verkrappingsbias handhaven, maar dat de markt het tempo overschat. Zolang de korte rente stijgt, blijft de curve eerder vlak dan steil; rally's komen vooral uit de buik van de curve. Een duurzame versteiling komt doorgaans pas als de laatste verhoging in zicht is; energie blijft de dominante factor.

In de Verenigde Staten rekenen wij op nog één verhoging vóór het jaareinde, naar 4,00–4,25%, met een tweede stap begin 2027 als reëel risico. De markt prijst tot medio 2027 circa drie verhogingen in en zit daarmee aan de havikistische kant, maar de cycli van 1997 en 1999 leren dat de korte rente pas rond de laatste stap zijn top bereikt. Wij houden rekening met een Amerikaanse tienjaarsrente die rond of boven 5% blijft en blijven op de Amerikaanse lange kant terughoudender dan op de Europese.

De ECB heeft met de septemberverhoging, door president Lagarde een "no-brainer" genoemd, de depositorente op 2,50% gebracht (refi 2,65%) en de toon is havikistisch. Wij rekenen op een verdere verhoging naar 2,75% in december en sluiten een tweede stap in het eerste kwartaal van 2027 niet uit. De markt prijst inmiddels 85 tot 90 basispunten aan cumulatieve verkrapping in, ruim drie stappen. Dat achten wij te veel: de energieschok drukt de koopkracht en de groei en de kerninflatie is gematigd. Wel is de neutrale rente waarschijnlijk opgeschoven naar circa 2,5% nominaal, zodat het huidige beleid nog nauwelijks restrictief is. Verlagingen zien wij niet vóór 2027, en pas zodra de energieprijzen normaliseren.

Zodra de markt de verkrappingsverwachtingen terugneemt, verwachten wij dat de korte Europese rente het meest terugzakt en de curve herstelt; prognoses zien de Duitse tweejaarsrente eind 2026 rond 2,85% en de tienjaarsrente rond 3,15%. De timing hangt af van de energiemarkt: een onderhandelingsfase vóór de Amerikaanse tussentijdse verkiezingen begin november zou de korte kant het meest ontlasten.



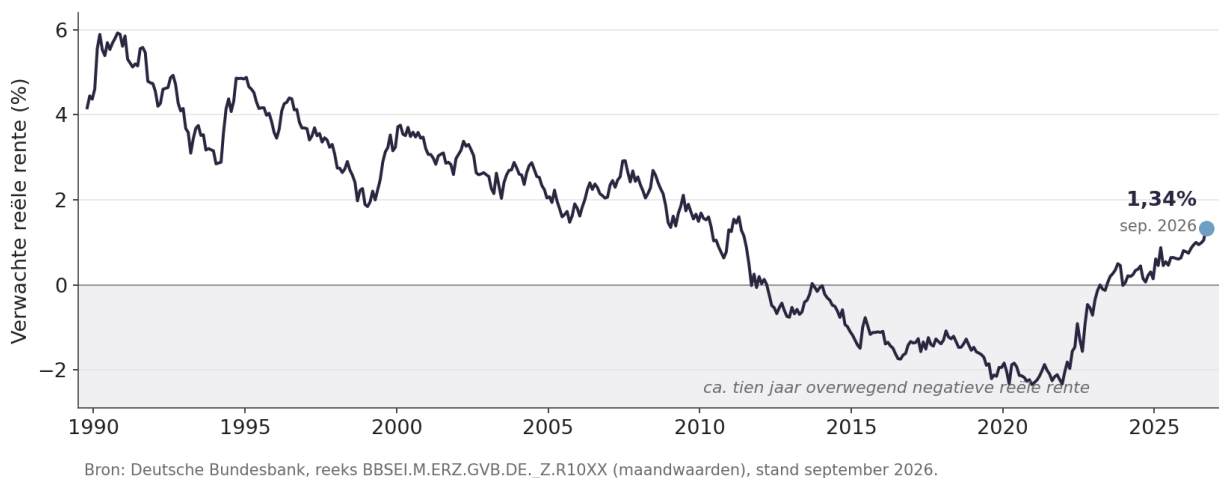
Bron: J.P. Morgan, benchmarkrentes per 18 september 2026 en 26 juni 2026.

Figuur 1: Rentecurves van Duitse (Bund) en Amerikaanse (UST) staatsobligaties, 2 tot 30 jaar, per 18 september 2026 (doorgetrokken) en per 26 juni 2026 (gestippeld). Bron: J.P. Morgan.

De reële rente is weer positief

Figuur 2 toont de verwachte reële rente op tienjarige Duitse staatsobligaties sinds 1989: de nominale rente minus de gewogen inflatieverwachtingen. Na ruim tien jaar van overwegend negatieve reële rentes, van eind 2011 tot eind 2023, biedt de risicovrije obligatiemarkt beleggers weer een opslag boven de verwachte inflatie. In september bedroeg die 1,34%, het hoogste niveau sinds het voorjaar van 2011.

Na jaren van zeer ruim monetair beleid, met negatieve nominale en reële rentes tot gevolg, is het beeld volledig omgeslagen. Geld wordt schaarser en het monetaire beleid krappere. Hoge reële en nominale rendementen bieden betere bescherming in een beleggingsportefeuille, en aandelen- en obligatiemarkten gaan in deze omgeving weer meer als communicerende vaten functioneren. Voor ons rentebeleid is dit de structurele onderbouwing van de nadruk op inkomen: de vergoeding is niet alleen nominaal, maar ook na inflatie weer positief.

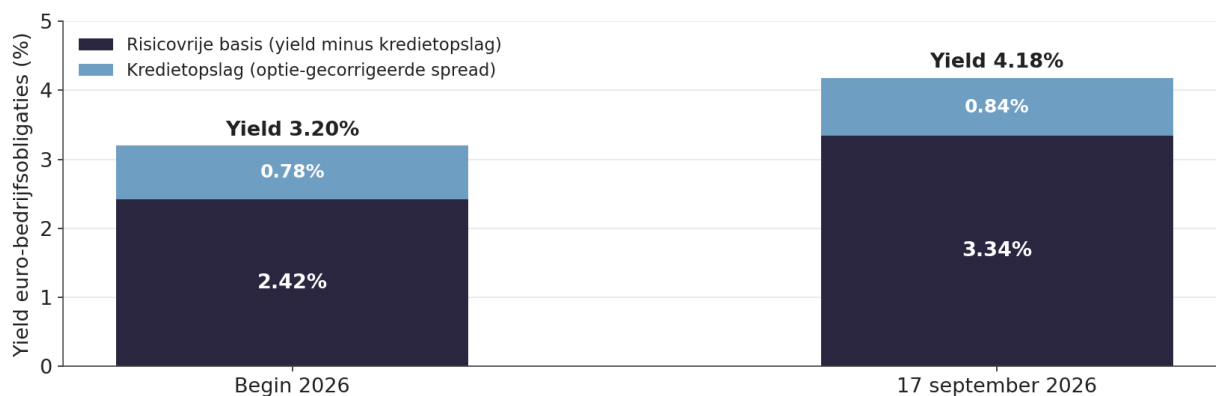


Figuur 2: Verwachte reële rente op tienjarige Duitse staatsobligaties, oktober 1989 – september 2026: nominale obligatierente minus de gewogen inflatieverwachtingen (Consensus Forecast). Bron: Deutsche Bundesbank, reeks BBSEI.M.ERZ.GVB.DE._Z.R10XX, september 2026.

Kredietmarktontwikkelingen

Kredietopslagen hebben zich in het derde kwartaal nauwelijks iets aangetrokken van de verschuivingen in het monetaire beleid. De opslag op euro-bedrijfsobligaties bedraagt 0,84%, dicht bij het laagste punt in tien jaar. In de Verenigde Staten liggen de opslagen voor hoogwaardige bedrijfsobligaties rond 90 basispunten. De verklaring is het rendementsniveau: bij een yield van circa 6% op Amerikaanse investment-grade-obligaties is de vraag stevig en het aanbod beheerst; een hoogwaardige obligatie met een coupon van 6% is geen noviteit meer.

Figuur 3 maakt zichtbaar wat dit jaar is gebeurd. De yield op euro-bedrijfsobligaties liep op van circa 3,2% begin dit jaar naar 4,18% medio september, terwijl de kredietopslag vrijwel onveranderd rond 0,8% bleef. De volledige stijging zit in de risicovrije basis, van circa 2,4% naar 3,34%. Dat onderscheid is van belang: een lagere obligatiekoers betekent niet dat de onderneming minder goed in staat is haar verplichtingen na te komen. Ruimte voor verdere daling van de opslag is er nauwelijks, zodat het risico hier asymmetrisch is.



Bron: Bloomberg (LECPYW yield to worst, LECPTRU/LECPDAS OAS) via OHV Vermogensbeheer; niveaus per 8 januari en 17 september 2026.

Figuur 3: Opbouw van de yield op euro-bedrijfsobligaties: risicovrije basis versus kredietopslag, begin 2026 en per 17 september 2026. Bron: Bloomberg (LECPYW, LECPTRU/LECPDAS) via OHV Vermogensbeheer.

De technische risico's zijn toegenomen. In de Verenigde Staten was er voor het eerst sinds april een bescheiden uitstroom uit investment-grade-fondsen en kan het aanbod vanuit de datacenterketen met een nieuwe golf terugkeren. Paradoxaal genoeg is het grootste risico voor de opslagen niet een verdere rentestijging maar een scherpe rentedaling: historisch vallen periodes van materieel wijdere opslagen vrijwel steeds samen met dalende yields. Hogere rentelasten werken bij bedrijven bovendien vaak pas door wanneer een bestaande lening moet worden geherfinancierd. Wij beoordelen daarom hoeveel schuld de komende jaren afloopt en of de kasstromen die hogere lasten kunnen dragen.

Bij overheden is de herprijsing van landenrisico versneld. De renteopslag van Frankrijk ten opzichte van Duitsland is opgelopen naar 102 basispunten, van 78 in juni, en ligt daarmee boven die van Italië (92): de markt rekent af met de zwakste fundamentals en het geringste draagvlak voor consolidatie. Dit onderstreept de verbreding naar Spanje, Portugal en supranationale emittenten die wij in juli beschreven. Selectiviteit blijft ook hier de kern.

Thema: uitgesteld rendement — waarom 2026 vlak was terwijl de yield steeg

Het rendement op obligaties was over de eerste zeven maanden van 2026 vlak tot licht positief en is na de rentestijging van augustus en september licht negatief geworden, terwijl bij aanvang ruim 3% per jaar werd verwacht. Dat lijkt tegenstrijdig: hoe kan het vooruitzicht verbeteren terwijl het resultaat tegenvalt? Bij obligaties zijn dit twee kanten van dezelfde rentebeweging. Nieuwe leningen bieden meer rente, waardoor bestaande leningen in koers dalen; de Duitse vijfjaarsrente liep op van circa 2,45% begin januari naar 3,34% medio september. Het rendement bestaat daarom uit twee delen: de rente-inkomsten (carry) waren positief, de koersontwikkeling was negatief en heeft die inkomsten grotendeels opgeheven.

Deze beweging raakt de hele markt: Duitse staatsobligaties staan sinds januari op circa -2% en euro-bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit op circa -1%. Het achterblijven komt dus niet door de keuze van individuele obligaties, maar door de rentebeweging zelf. Het rendement is echter niet verloren, maar naar de toekomst verschoven. Een obligatie wordt op de einddatum afgelost tegen haar nominale waarde, zodat een koers die nu daaronder ligt vanzelf weer oploopt (pull-to-par). Een eenvoudig voorbeeld: een obligatie met een jaarlijkse coupon van 3 euro en een aflossing van 100 euro over vijf jaar is bij een marktrendement van 4,2% circa 94,70 euro waard; naast de coupon ontvangt de belegger bij aflossing dus ruim 5 euro meer dan de huidige waarde. Coupons en aflossingen worden bovendien tegen de huidige, hogere yield herbelegd. Wie belegd blijft, ontvangt het volledige, nu hogere, verwachte rendement; alleen bij verkoop wordt de koersdaling definitief.

Een uitzondering bevestigt het mechanisme: leningen aan het Nederlandse midden- en kleinbedrijf worden nominaal gewaardeerd, kennen de koersbeweging niet en rendeerden over 2026 tot en met juli ruim 2,5%. Zij zijn minder liquide en daarom een aanvulling op, geen vervanging van, de obligatieportefeuille.

Strategische implicaties voor portefeuillebeheer

De huidige marktomgeving vraagt om een flexibele maar gedisciplineerde benadering van renterisico. De onzekerheid over het rentepad is groter nu de verkrappingscyclus is heropend zonder dat het einde in zicht is. Dat pleit voor een beheersbare duratie: een te lange positionering vergroot de gevoeligheid voor een lange kant die structureel onder opwaartse druk staat, een te korte positionering laat rendement en koersherstel liggen.

Concreet ligt de nadruk op het middensegment van drie tot zeven jaar in goede kwaliteit: een yield van circa 4% bij een beheerste rentegevoeligheid en de grootste kans op koersherstel zodra de curve herstelt. In het afgelopen kwartaal hebben wij de duratie daarom iets verlengd, maar onder de vijf jaar gehouden, om de hoge rentestanden met kredietwaardige obligaties voor langere tijd vast te leggen. Het aanvangsrendement doet daarbij steeds meer het werk: ruim 4% biedt een aanzienlijk grotere buffer tegen verdere rentestijging dan de ruim 3% van een jaar geleden.

De nadruk ligt in deze omgeving op:

- Beheersing van renterisico
- Actieve positionering op de rentecurve
- Strikte kredietselectie
- Spreiding over emittenten en sectoren

De bandbreedte van mogelijke uitkomsten blijft breed:

- Bij een onderhandelingsfase vóór de Amerikaanse tussentijdse verkiezingen normaliseert de energieaanvoer en eindigt de verkrappingscyclus vroegtijdig: de korte rente zakt het meest terug, de curve herstelt en koerswinst komt bovenop het inkomen
- Bij een slepend conflict blijft de olieprijs rond of boven \$100 en verhogen de ECB en de Fed verder dan wij aannemen: "hoger voor langer", met eerst opnieuw koersdruk en daarna hogere herbeleggingsyields op vrijgekomen middelen
- Komt de nadruk te liggen op groeiafkoeling door vraaguitval, dan dalen de rentes vanuit de buik van de curve, maar lopen kredietopslagen vanaf hun krappe niveaus uit: het scenario waarin kwaliteit en spreiding hun waarde bewijzen

De onzekerheid rond deze scenario's versterkt de noodzaak van een portefeuille die niet afhankelijk is van één uitkomst. Wij richten ons op de vergoeding die vandaag kan worden vastgelegd, nominaal én reëel, en op de vraag of een emittent ook onder minder gunstige omstandigheden kan blijven betalen. Het rendement van 2026 is niet verloren, maar uitgesteld. Tot er meer duidelijkheid is over de duur van de energieschok en het eindpunt van de verkrappingscyclus, ligt de nadruk op geduld, discipline en het benutten van inkomen als primaire rendementsbron.

Contactpersonen

E-mail: o.bazuin@ohv.nl

E-mail: x.bierkens@ohv.nl

E-mail: m.remy@ohv.nl

E-mail: r.abma@ohv.nl

Website: www.ohv.nl

Amsterdam

Amstelplein 1

1096 HA Amsterdam

Hoeven

Sint Janstraat 67

4741 AM Hoeven

Utrecht

Maliebaan 89

3581 CG Utrecht



Oolders, Heijning & Voogelaar B.V.

Trade register: 33.248.757