

# Tussen inflatie, rente en AI

Door *Laurence De Munter, CFA*



Laurence De Munter

Door de inflatie en de hogere staats-schulden is de rente opgelopen, maar er speelt nog een derde factor: hogere economische groei.

## Winstgroei geeft de beurs steun, maar niet alle winst is dezelfde

Inflatie staat opnieuw centraal. Het conflict tussen de Verenigde Staten en Iran blijft langer aanslepen dan gehoopt. Sinds het begin van het jaar zijn de olie- en gasprijzen sterk gestegen. Dat heeft een belangrijke impact op de inflatie in Europa en de Verenigde Staten, die opnieuw oploopt en verder afwijkt van de inflatiedoelstelling van 2%.

De hardnekkige hogere inflatie zette de ECB en Amerikaanse Fed aan om de rente opnieuw te verhogen. Dit is doorgaans niet gunstig voor financiële markten. Hogere rentes drukken op de waarde van bestaande obligaties, verhogen de financieringskosten en kunnen de economische groei afremmen. **Voor aandelen betekent een hogere rente dat toekomstige**

**winsten strenger worden verdiscon-teerd. Sterke winstgroei kan dat effect gedeeltelijk compenseren.**

Inflatie maakt lenen duurder en remt daardoor de groei af. Centrale banken bepalen de beleidsrente, maar de markt bepaalt in belangrijke mate de rente op langere looptijden. In een omgeving met oplopende overheidsschulden kunnen obligatiebeleggers een hogere vergoeding eisen om overheden geld uit te lenen.

Westerse landen zoals de VS, Frankrijk en België kampen met hogere financieringskosten. Zo besteedt de Amerikaanse overheid ongeveer 1,2 triljoen USD per jaar aan rentebetalingen op haar schuld. Dat is ongeveer het dubbele van vijf jaar geleden en inmiddels meer dan het totale Amerikaanse defensiebudget.

Beleggers stellen zich een fundamentele vraag: zullen de enorme investeringen in AI zich ook vertalen in voldoende hogere winsten? Dat AI de productiviteit kan doen stijgen, wordt steeds duidelijker. Veel minder duidelijk is wat de uiteindelijke impact zal zijn op de arbeidsmarkt, bedrijfsmodellen en de verdeling van economische groei.

Een van de oplossingen waarmee overheden met een hoge schuldenlast kunnen omgaan, is financiële repressie. Daarbij wordt de rente gedurende langere tijd onder de inflatie gehouden. De reële rente is dan negatief: spaarders en obligatiehouders ontvangen wel rente, maar verliezen koopkracht omdat de inflatie hoger ligt. In Europa zien we vandaag een situatie waarin de beleidsrente alvast lager ligt dan de inflatie.

Door de inflatie en de hogere staats-schulden is de rente opgelopen, maar er speelt nog een derde factor: hogere economische groei.

#### All about AI

Terwijl de obligatiemarkten met hogere rentes worstelen, blijft één investeringsthema vrijwel onveranderd sterk: artificiële intelligentie. De AI-investeringen lijken geen rem te kennen. De vraag naar rekenkracht en geheugen blijft sterk groeien. De hyperscalers – Microsoft, Amazon, Google en Meta – verwachten dat hun kapitaalinvesteringen in 2026 ongeveer verdubbelen tegenover vorig jaar. Die investeringen moeten worden

gefinancierd. Naast hun bestaande kasstromen doen deze bedrijven daarvoor steeds meer een beroep op de kapitaalmarkten en SPV's<sup>1</sup>. Volgens J.P. Morgan komt de langlopende schuld van hyperscalers en Nvidia dit jaar neer op ruim een derde van de totale nieuwe langlopende Treasury-uitgiftes.

Voor beleggers creëert dit een interessante dynamiek. Bedrijfsobligaties bieden doorgaans een hogere rente dan staatsobligaties, waardoor ze aantrekkelijker kunnen zijn voor investeerders die op zoek zijn naar hogere rendementen. **Staatsobligaties krijgen hierdoor concurrentie van de bedrijfsobligaties van de hyperscalers, wat de rente op staatsleningen verder opdrijft.**

Maar tegelijkertijd stellen beleggers zich een fundamentele vraag: zullen de enorme investeringen in AI zich ook vertalen in voldoende hogere winsten? Dat AI de productiviteit kan doen stijgen, wordt steeds duidelijker. Veel minder duidelijk is wat de uiteindelijke impact zal zijn op de arbeidsmarkt, bedrijfsmodellen en de verdeling van economische groei.

De ontwikkeling van AI heeft bovendien een geopolitieke dimensie gekregen.

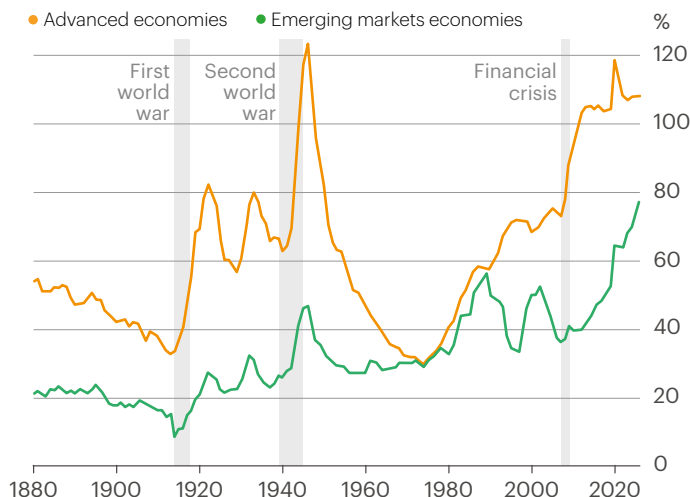
De CEO's van Anthropic, OpenAI, SpaceX en Mistral hebben publiekelijk gewezen op mogelijke risico's van AI. Tegelijkertijd worden steeds meer kwetsbaarheden en beveiligingsproblemen rond AI-agents zichtbaar.

Voor de Verenigde Staten is een vertraging van de AI-ontwikkeling echter geen eenvoudige keuze. De technologische concurrentie met China neemt toe. Hoewel China geen toegang heeft tot de meest geavanceerde Nvidia-chips, slagen Chinese AI-bedrijven erin om modellen te ontwikkelen die volgens verschillende metingen competitieve resultaten behalen tegen een veel lagere kostprijs.

Daarmee verschuift de discussie van pure rekenkracht naar efficiëntie: hoeveel intelligentie kan worden geproduceerd met hoeveel kapitaal, energie en rekenkracht? Het antwoord bepaalt mee welk rendement de enorme AI-investeringen opleveren.

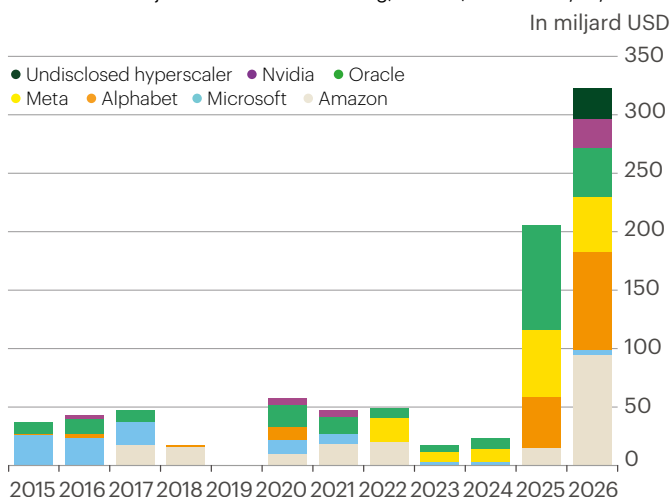
Grafiek 1: Staatschulden hebben nieuwe pieken bereikt

Staatsschuld as % BBP. Bron: IMF, FT



<sup>1</sup>SPV: Special Purpose Vehicle, een apart opgerichte juridische entiteit voor één specifiek doel, waarvan de schulden juridisch gescheiden zijn van het moederbedrijf.

Grafiek 2: Nieuwe obligatie-uitgiften van de hyperscalers, Nvidia en SPV's. In miljard USD. Bron: Bloomberg, JPMAM, data van 31/08/26.





### Wat betekent dit voor waarderingen?

Op basis van de meest gebruikte maatstaf, de verwachte koers-winstverhouding (forward P/E), is de markt niet extreem duur in vergelijking met historische niveaus. Andere waarderingsmaatstaven, zoals de CAPE-ratio<sup>2</sup> en de verwachte koers-omzetverhouding (forward P/S), liggen wel significant hoger.

De belangrijkste vraag is niet of aandelen vandaag “duur” zijn maar of de winstverwachtingen waarop de huidige waarderingen gebaseerd zijn, gerealiseerd kunnen worden. Dat is precies waar AI een cruciale rol speelt.

De beurs wordt in belangrijke mate gedragen door een relatief beperkte groep bedrijven. **Een klein aantal grote technologie- en AI-bedrijven is verantwoordelijk voor een aanzienlijk deel van de winstgroei en beursperformance binnen de S&P 500. Dat geeft de index een krachtige groeimotor, al blijft de beurs daardoor ook gevoelig voor de AI-verwachtingen.** De verschillende spelers binnen het AI-ecosysteem zijn bovendien steeds sterker met elkaar verweven. Nvidia investeert bijvoorbeeld in CoreWeave, terwijl CoreWeave voor zijn datacenters vrijwel volledig gebruikmaakt van Nvidia-GPU's.

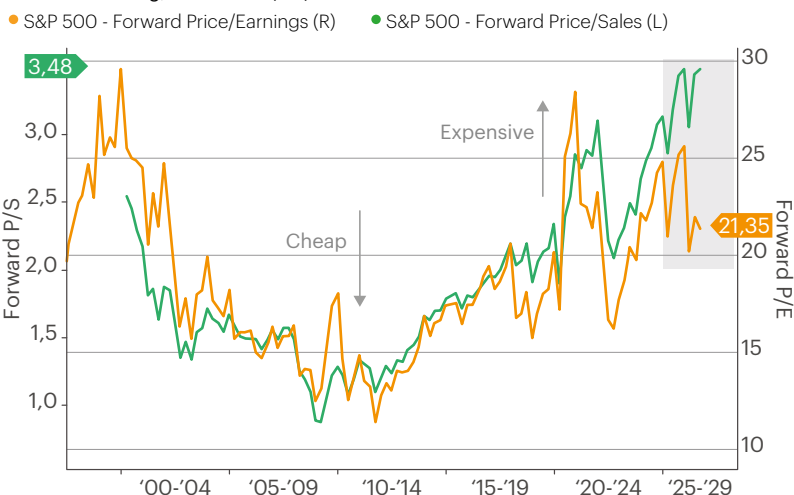
Deze verwevenheid werkt als versterker. De groei van de ene onderneming genereert immers inkomsten, investeringen of waarde-stijgingen bij andere ondernemingen binnen hetzelfde ecosysteem. Zolang de AI-vraag sterk blijft groeien, kan dat de groei versnellen. Het mechanisme kan wel ook in omgekeerde richting werken wanneer vraag, investeringsbereidheid of waarderingen terugvallen.

Daarom is het nuttig om onderscheid te maken tussen productiviteitsgroei, winstgroei en rendement op AI-participaties. 2026 is een uitzonderlijk sterk jaar wat betreft de stijging van de winst per aandeel<sup>2</sup>. Toch is het vooral de “winst per aandeel uit overige opbrengsten”, lees “meerwaarde op participaties”, die een grote stijging kende (grafiek 4). Daarnaast toont de grafiek aan dat de mediaan praktisch ongewijzigd is. De sterke groei is dus vooral geconcentreerd in een klein groepje AI-aandelen.

Een goed voorbeeld is Amazon: de nettowinst steeg in het tweede kwartaal met 245% op jaarbasis tot 62,6 miljard dollar. Ongeveer 85% daarvan (53,4 miljard dollar) kwam vooral uit de waarde-stijging van het belang in Anthropic. De onderliggende operationele prestaties waren eveneens sterk: het bedrijfsresultaat steeg met 43% en AWS realiseerde 37% omzetgroei. Maar het grootste deel van de netto-winst was een niet-gerealiseerde boekhoudkundige waarde-stijging en geen kasstroom.

**Grafiek 3: Forward P/S en P/E vertellen een verschillend verhaal**

Bron: Bloomberg, data van 29/09/26.



<sup>2</sup>CAPE-ratio: Cyclically Adjusted Price-to-Earnings ratio, de koers-winstverhouding over de afgelopen tien jaar, gecorrigeerd voor inflatie.

Daarom is het nuttig om onderscheid te maken tussen productiviteitsgroei, winstgroei en rendement op AI-participaties. 2026 is een uitzonderlijk sterk jaar wat betreft de stijging van de winst per aandeel voor de Amerikaanse S&P 500 index. Toch is het vooral de “winst per aandeel uit overige opbrengsten”, lees “meerwaarde op participaties”, die een grote stijging kende.

Amazon is geen uitzondering. Bij Alphabet steeg de nettowinst in hetzelfde kwartaal met 298% tot 112 miljard dollar, vooral door 98 miljard dollar aan overige inkomsten uit niet-gerealiseerde meerwaarden op aandelenbelangen. Volgens Alphabet hield de sterke stijging vooral verband met waardestijgingen van belangen in SpaceX en een andere private onderneming.

Voor beleggers is het daarom van belang hoeveel van de huidige winstgroei structureel is en hoeveel voortkomt uit stijgende waarderingen binnen het AI-ecosysteem. Winst uit participaties is volatieler, zet minder om in cash en verdient een lagere waardeeringsmultiple dan winst uit terugkerende activiteiten zoals bijvoorbeeld Cloud-activiteiten. Hoe groter het structurele deel, hoe steviger het fundament onder de huidige waarderingen.

De financiële markten bevinden zich vandaag op een interessant kruispunt.

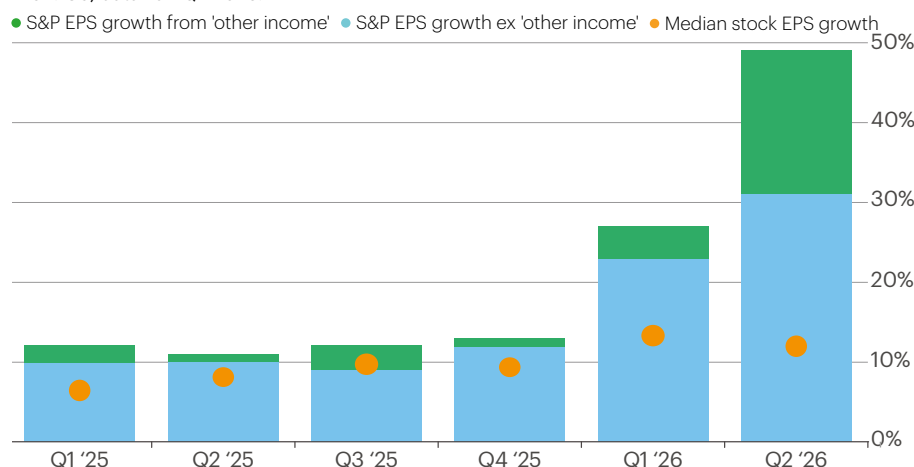


Aan de ene kant zorgen hogere inflatie, oplopende overheidsschulden en stijgende rentes voor tegenwind. Vooral de stijging van de rente verdient aandacht: ze verhoogt de financieringskosten voor overheden, bedrijven en gezinnen en weegt op de waardering van financiële activa.

Aan de andere kant bevindt de wereld economie zich midden in een technologische investeringsgolf die haar weerga moeilijk kent. AI zorgt voor enorme investeringen in infrastructuur, chips, datacenters en software en ondersteunt in 2026 een uitzonderlijke stijging van de verwachte winst per aandeel. Als die investeringen zich vertalen in structureel hogere productiviteit en winsten, kunnen de huidige waarderingen worden ondersteund.

Grafiek 4: De sterke stijging van de winstgroei van S&P 500 bedrijven werd vooral gedreven door AI-spelers en de meerwaarden op hun AI-participaties

Bron: GS, data van Q2 2026.



Voor beleggers pleit dit voor een evenwichtige portefeuille. AI biedt duidelijk groeipotentieel, maar een portefeuille die sterk leunt op een beperkt aantal AI-spelers is ook gevoeliger voor teleurstellende verwachtingen. Tegelijk is het geen oplossing om volledig aan de zijlijn te blijven: cash verliest bij hogere inflatie aan koopkracht, zeker nu de beleidsrente in Europa lager ligt dan de inflatie. Een goede spreiding over regio's, sectoren en beleggingscategorieën blijft daarom de beste manier om te profiteren van de groeikansen. •

**LUXEMBURG**  
120, Boulevard de la Pétrusse  
L-2330 Luxembourg  
Tel (+352) 453929-1

**BELGIË**  
Franklin Rooseveltlaan 142  
B-1050 Brussel  
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200  
B-2020 Antwerpen  
Tel (+32) 3 220 00 60

BTW LU18162363 - BE0861.975.652  
R.C. Luxembourg B 56002  
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

**Disclaimer.** Dit magazine is een publicatie van Securities De Munter, gereguleerd door het CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) in het Groothertogdom Luxemburg. Deze uitgave mag niet worden gezien als een beleggingsvoorstel. Dit is een informatief document dat de vennootschap in geen geval bindt. De vennootschap Securities De Munter garandeert niet dat de financiële instrumenten die in dit document gebruikt worden geschikt zijn voor u. Alle financiële transacties die u verricht, rekening houdend met de financiële informatie in deze brochure, worden uitgevoerd met uw volle verantwoordelijkheid. Beleggen in bepaalde financiële instrumenten (zoals aandelen) kan een aantal grote risico's met zich meebrengen. Vóór de uitvoering van alle transacties moet de belegger over een kennis- en ervaringsniveau beschikken dat nodig is om de risico's verbonden aan het gebruik van bepaalde financiële instrumenten te begrijpen. In sommige gevallen kunnen deze risico's leiden tot een tijdelijke vermindering of zelfs verlies van een deel of het geheel van het belegde kapitaal. Medewerkers van Securities De Munter kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden. De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden. Securities De Munter kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Securities De Munter. Deze publicatie is onderworpen aan het Luxemburgs recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Luxemburgse rechtbanken.

**DESIGN & PRODUCTION** vinix.agency

**LE POINT FINANCIER**  
Copyright © 2026 Securities De Munter.  
Alle rechten voorbehouden.