

# VISIE OP ASSET ALLOCATIE

APRIL 2025

- *Aandelenmarkten wereldwijd onder druk door ontketening handelsoorlog.*
- *Implicaties Verenigde Staten: hogere inflatie, lagere groei.*
- *Economische vooruitzichten eurozone stabiel.*

## **Financiële markten onder druk door handelsbeleid Trump**

In maart werden de financiële markten gedomineerd door onzekerheid rond het Amerikaanse overheidsbeleid, in het bijzonder de invoerheffingen.

Sinds zijn terugkeer in het Witte Huis heeft president Trump een reeks tariefverhogingen doorgevoerd. Zo zijn de invoerheffingen op Chinese goederen tot eind maart verhoogd met 20%, terwijl de tarieven op Canadese en Mexicaanse producten zijn opgetrokken naar 25% (waarbij wel een uitzondering geldt voor ongeveer de helft van de goederen die onder het Noord-Amerikaanse handelsverdrag vallen). Daarnaast zijn voor aluminium, staal, auto's en auto-onderdelen eveneens invoertarieven van 25% ingesteld. Als reactie hierop hebben China, Canada en de Europese Unie tegenmaatregelen aangekondigd, al stelden Canada en de EU zich hierbij nog relatief terughoudend op.

In de loop van maart liepen de spanningen onder beleggers verder op. Met argusogen werd uitgekeken naar 2 april, door de regering-Trump bestempeld als 'Bevrijdingsdag'. Op deze dag zou een uitgebreid pakket aan nieuwe handelsheffingen worden aangekondigd, bedoeld om de Verenigde Staten 'vrij' te maken van economische afhankelijkheden. Er werd een algemene importheffing van 10% ingevoerd voor vrijwel alle landen. Voor handelspartners waarbij de VS meer importeert dan exporteert,

worden de tarieven per 9 april verder verhoogd: zo krijgt China een tarief van 54%, Japan 24% en de Europese Unie 20%. Trump benadrukte daarbij dat hij, naar eigen zeggen, nog coulant was geweest tegenover zijn handelspartners.

Wereldwijde aandelenmarkten daalden in maart en de correctie zette begin april door na de bekendmaking van het heffingenpakket. Door de correctie hebben we een neutrale aandelenpositie en deze houden we voorlopig in stand. We denken namelijk niet dat de grote onzekerheid rondom de handelstarieven en de implicaties daarvan op de economische groei en inflatie achter de rug is. We verwachten bijvoorbeeld dat de aangekondigde handelstarieven onderhandelbaar zullen zijn. Als dat zo is, zou dat een meevaller kunnen opleveren. Daarnaast studeren veel landen op tegenmaatregelen, wat een potentiële tegenvaller kan opleveren. Kortom, het kan nog alle kanten opgaan.

## **Onzekerheid domineert: renteverlagingen minder waarschijnlijk dan verwacht**

Ook economen reageerden bezorgd op het startschot van de handelsoorlog. Vrijwel alle geïmporteerde producten in de VS worden duurder, wat leidt tot oplopende consumentenprijzen. Het is dan ook niet verrassend dat de korte-termijn inflatieverwachtingen zijn gestegen: van ongeveer 2% eind 2024 naar ruim 3% nu. Beleggers gaan uit van een tijdelijk effect; markten rekenen op drie renteverlagingen door de Fed dit jaar.

Of de Amerikaanse centrale bank, de Fed, ook door deze eenmalige prijsschok heen gaat kijken, is de vraag. De Fed hield haar beleid ongewijzigd. Voorzitter Jerome Powell benadrukte dat de inflatie hoog blijft en dat de economische vooruitzichten met een hoge mate van onzekerheid zijn omgeven en dat de Fed geduldig de risico's voor de economische groei en inflatie tegen elkaar zal afwegen. Hoewel de mediane verwachting onder Fed-leden nog uitgaat van twee renteverlagingen in 2025, is wat ons betreft de kans toegenomen dat er minder verdere verlagingen plaatsvinden. Drie renteverlagingen lijken ons in ieder geval aan de hoge kant. Wij denken dat het potentieel voor verdere rentedaling in de VS volgens ons beperkt.

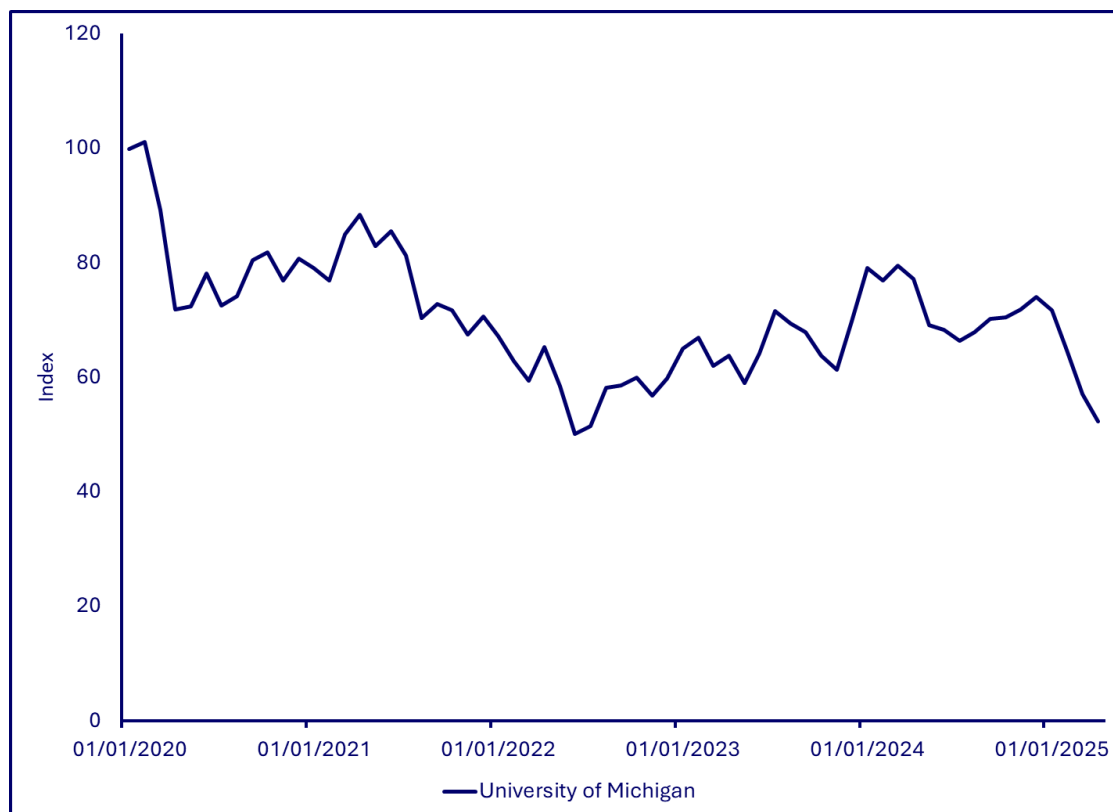
#### **Consumentenvertrouwen brokkelt af**

De impact van de handelsoorlog op de economische groei hangt onder meer af van de bestemming van de extra inkomsten uit

heffingen. Als deze terugvloeien naar consumenten, kan de economische schade beperkt blijven. Tot nu toe geven harde Amerikaanse economische data nog weinig aanleiding tot grote zorgen. Wel staat het consumentenvertrouwen onder druk. In maart daalde de Conference Board Consumer Confidence Index van 98,3 naar 92,9, het laagste niveau sinds januari 2021. Ook de University of Michigan Consumer Sentiment Index daalde, van 57,9 naar 57,0.

Consumenten maken zich steeds meer zorgen over de arbeidsmarkt, hun inkomen en de oplopende inflatie, waardoor de spaarneiging toeneemt. Wij verwachten dan ook dat de consumptiegroei, en daarmee de economische groei, in het eerste kwartaal aanzienlijk is afgezwakt. De toekomstige ontwikkeling zal in belangrijke mate afhangen van de inkomensgroei en de dynamiek op de arbeidsmarkt. Vooralsnog blijft de werkloosheid laag en

Figuur 1: Consumentenvertrouwen brokkelt af



stabiel en blijft het aantal nieuwe werkloosheidsaanvragen beperkt. Bedrijven hebben echter een gemengd beeld van de vooruitzichten. Grote ondernemingen in de dienstensector werden in februari optimistischer over de werkgelegenheid, terwijl grote industriële bedrijven juist terughoudender werden.

Per saldo verwachten we een behoorlijke negatieve impact van de handelsoorlog op de Amerikaanse economische groei, maar we gaan er nog niet vanuit de economie in een recessie terecht komt.

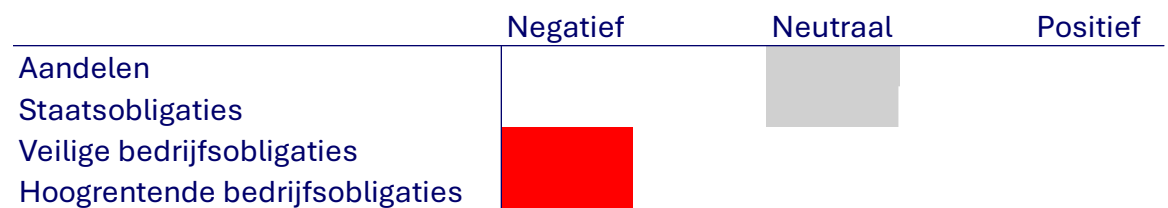
**Rentedaling en oplopende spreads weerspiegelen groeizorgen in de VS**

Ook financiële markten maken zich zorgen over de Amerikaanse groeivoorzichten. De rente op Amerikaanse staatsobligaties is de afgelopen maanden fors gedaald. Begin januari, toen het optimisme over de regering-Trump nog groot was, bereikte de

tienjaarsrente in de VS kortstondig 4,8%. Inmiddels is deze teruggevallen naar 4,1%. Lagere rentes kunnen duiden op dalende inflatieverwachtingen of op afnemende groeiverwachtingen. In dit geval wijst de daling vooral op groeizorgen, aangezien met name de reële rente sterk is gedaald. Lange termijn inflatieverwachtingen zijn nauwelijks veranderd.

Daarnaast zijn de risico-opslagen op zowel veilige als hoogrentende bedrijfsobligaties opgelopen. De risico-opslag op Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties is sinds februari met circa 20 basispunten gestegen vanaf extreem lage niveaus. Voor high yield bedrijfsobligaties bedraagt de stijging ongeveer 90 basispunten. Ondanks deze toename blijven de relatief risico-opslagen. Ze passen niet bij het vooruitzicht van een naderende sterke groeivertraging. We blijven dan ook vasthouden aan onze onderwogen positie.

Figuur 2: Asset allocatie



---

### Duits begrotingsbeleid draait richting stimulering

De rente op Amerikaanse staatsobligaties is sterker gedaald dan de rente op Duitse staatsobligaties. Dit komt niet alleen doordat de handelsoorlog minder invloed heeft op de inflatie in Europa, maar hangt ook samen met een abrupte koerswijziging in het Duitse begrotingsbeleid: van restrictief naar expansief.

Hoewel Duitsland formeel vasthoudt aan de schuldenrem — waarbij het overheidstekort niet groter mag zijn dan 0,35% van het bbp — krijgen de deelstaten meer ruimte en worden defensie-uitgaven boven 1% van het bbp buiten beschouwing gelaten. In de praktijk betekent dit dat de schuldenrem niet meer van toepassing is op defensiegerelateerde uitgaven. Daarnaast wordt een investeringsfonds van 500 miljard euro opgezet voor infrastructuurprojecten.

Deze stimulans is een welkome ontwikkeling voor Duitsland, dat al jaren te maken heeft met een kwakkelende economie. De

koerswijziging, ingegeven door geopolitieke onzekerheden, kan grote positieve gevolgen hebben voor de economie, de financiële markten en Europa als geheel. De omvang van de Duitse budgettaire stimulans is ongekend voor een land in vreedstijd. Hoewel nog onduidelijk is wanneer, hoe lang en hoeveel er daadwerkelijk zal worden uitgegeven, gaan wij ervan uit dat de maatregelen vanaf 2025 een positieve impuls zullen geven aan de Duitse economie en daarmee ook aan de groei in de eurozone.

In de eurozone zette de daling van de inflatie in maart door. De totale inflatie daalde naar 2,1%, de kerninflatie naar 2,4%. Dit bood de Europese Centrale Bank (ECB) ruimte om de depositorente met 25 basispunten te verlagen naar 2,5%. ECB-president Christine Lagarde gaf in haar toelichting aan dat de onzekerheid groot is en dat toekomstige rentebesluiten per vergadering worden bekeken. Met andere woorden, zij kan en wil momenteel geen duidelijke *guidance* voor het toekomstig beleid afgeven. Markten rekenen op nog drie renteverlagingen in 2025.

---



De informatie die is opgenomen in deze publicatie is uitsluitend bestemd voor algemene doeleinden. Deze publicatie is geen aanbod en u kunt aan deze publicatie geen rechten ontleen. Bij de totstandkoming van deze publicatie hebben wij de grootst mogelijke zorgvuldigheid betracht bij de selectie van extern bronnen, Wij kunnen niet garanderen dat de informatie van deze bronnen die in deze publicatie zijn opgenomen juist en volledig is of in de toekomst zal blijven. Wij aanvaarden geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten.

Wij zijn niet verplicht de informatie die we hebben overgenomen in deze publicatie te actualiseren of te wijzigen. Alle rechten ten aanzien van de inhoud van de publicatie worden voorbehouden, inclusief het recht van wijziging.