

# VISIE OP ASSET ALLOCATIE

JULI 2025

- Het herstel op de aandelenmarkten zette in juni door, terwijl obligatierentes daalden.
- Dit gebeurde ondanks aanhoudende onzekerheid over Amerikaanse importtarieven, oplopende spanningen in het Midden-Oosten.
- Wij hebben ons beleggingsbeleid niet gewijzigd

## **Aanhoudend herstel op aandelenmarkten ondanks geopolitieke risico's**

De Verenigde Staten en China bereikten weliswaar een voorlopig akkoord over een handels-overeenkomst, waarbij enkele exportrestricties – zoals die op zeldzame aardmetalen uit China en technologie uit de VS – worden versoepeld. Afspraken met andere landen, waaronder de Europese Unie, bleven echter uit. Beleggers kijken dan ook gespannen uit naar 9 juli, wanneer de termijn van 90 dagen afloopt die president Trump heeft gesteld om handelsakkoorden te sluiten. Landen die tegen die tijd geen akkoord hebben bereikt, krijgen naar verwachting te maken met de eerder op 2 april aangekondigde heffingen.

## **Escalatie in het Midden-Oosten dempt risicobereidheid beperkt**

De spanningen in het Midden-Oosten namen afgelopen maand verder toe. Israël voerde – niet geheel onverwacht – luchtaanvallen uit op Iraanse nucleaire installaties, wetenschappers en leden van de Iraanse legertop. Israël beschouwt Iran als een existentiële bedreiging. Recente rapporten tonen bovendien aan dat Iran binnen twee weken voldoende splijtbaar materiaal zou kunnen produceren voor een kernwapen. Het Internationaal Atoom-energieagentschap (IAEA) concludeerde dan ook dat Iran in overtreding is van het non-proliferatieverdrag, ondanks Iraanse claims dat het programma uitsluitend civiel van aard is.

De aanvallen leidden tot een serie vergeldingsacties, wat voor enige onrust zorgde op de financiële markten. Beleggers draaiden risicovolle beleggingen deels terug en zochten hun

toevlucht in veilige havens, zoals goud en staatsobligaties. Ook de olieprijs liep op. Van paniek was echter geen sprake, zelfs niet nadat de VS zich in het conflict mengde met luchtaanvallen op Iraanse doelen. Iran reageerde met een raketaanval op een reeds geëvacueerde Amerikaanse basis in Qatar – een aanval waarvan de VS vooraf op de hoogte was gesteld. Op aandringen van Trump kwamen beide landen uiteindelijk een staakt-het-vuren overeen, waarmee verdere escalatie voorlopig is afgewend.

## **Politieke druk op Fed neemt toe**

De aanvallen van Donald Trump op Fed-voorzitter Jerome Powell hielden ook in juni aan. Trump bleef aandringen op renteverlagingen en ondermijnde openlijk het gezag van Powell. Hij liet doorschemeren mogelijk al vóór het verstrijken van Powells termijn in mei 2026 een opvolger te willen benoemen. Dit zou de geloofwaardigheid en effectiviteit van het huidige monetaire beleid ondermijnen, omdat markten zich dan mogelijk gaan richten op de visie van de beoogde opvolger.

Powell bleef standvastig. De Fed liet de beleidsrente in juni opnieuw onveranderd op 4,25%–4,50%, de vierde vergadering op rij zonder renteaanpassing. Tijdens de persconferentie benadrukte Powell dat de centrale bank voorlopig een afwachtende houding aanneemt, gezien de hardnekkige inflatie, geopolitieke onzekerheid en aanhoudende handelsfricties.

Uit de dotplot – de grafiek waarin de individuele renteverwachtingen van de beleidsbepalers van

de Fed zichtbaar zijn – bleek dat het mediane rentepad voor eind 2025 gelijk bleef, maar de spreiding is toegenomen. Waar in maart vier beleidsmakers erop rekenden dat er dit jaar geen renteverlagingen meer zouden worden doorgevoerd, zijn dat er nu zeven. Twee leden verwachten één verlaging en zeven leden verwachten nog steeds twee verlagingen. Het gemiddelde aantal verwachte renteverlagingen in 2025 daalde van 1,47 naar 1,26. Markten prijzen op dit moment iets minder dan twee renteverlagingen in.

Voor 2026 wordt nog altijd verdere monetaire verruiming voorzien, maar ook hier is het tempo neerwaarts bijgesteld. Het gemiddelde aantal verlagingen waarop de beleidsbepalers tot eind 2026 rekenen is gedaald van 3,68 in maart naar 3,11 nu.

#### Inflatie nog beperkt beïnvloed door invoerheffingen

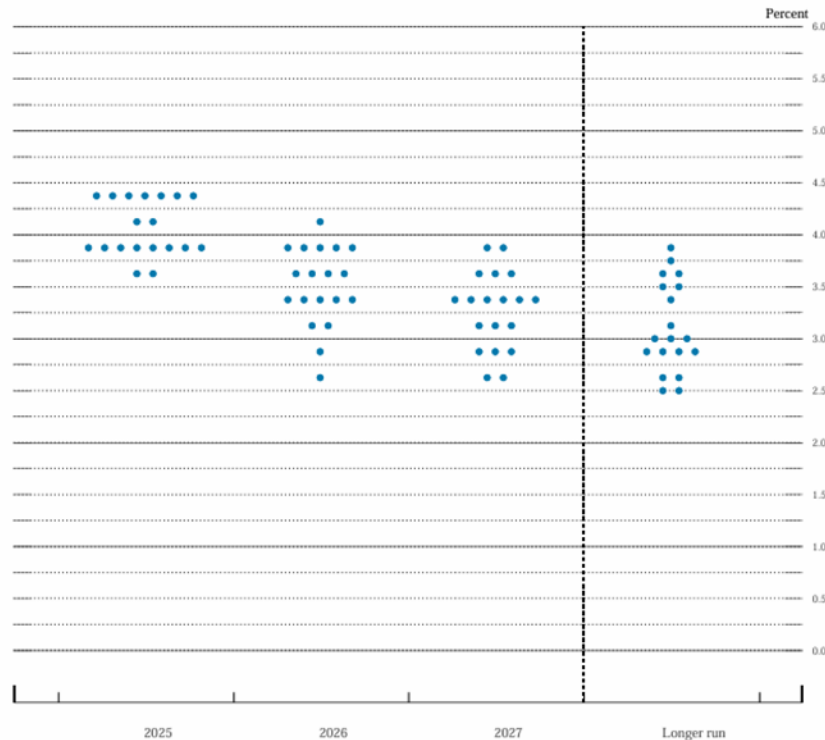
De favoriete inflatiemaatstaf van de Fed, de PCE Core Deflator, steeg in mei naar 2,7% op jaarbasis – iets boven de verwachtingen. De totale inflatie kwam uit op 2,3% (jaar-op-jaar),

eveneens licht hoger dan in april. Vooral nog is het effect van de nieuwe invoerheffingen op de inflatie dus beperkt zichtbaar. Dit is echter niet ongebruikelijk: prijsdoorwerking kost doorgaans tijd.

Veel bedrijven hebben geanticipeerd op de handelsspanningen door eerder tegen lagere tarieven voorraden aan te leggen. In het eerste kwartaal droeg de voorraadopbouw maar liefst 2,6 procentpunt bij aan de BBP-groei op jaarbasis. Deze voorraden worden momenteel afgebouwd. Pas daarna zullen de hogere invoerprijzen daadwerkelijk voelbaar worden voor bedrijven en consumenten (ervan uitgaande dat bedrijven de invoerheffingen ten minste deels doorberekenen aan hun klanten).

Hogere invoerheffingen leiden doorgaans tot een tijdelijke inflatieschok. Alleen wanneer de economie tegen haar capaciteitsgrenzen aanzit, kunnen dergelijke schokken overgaan in een loon-prijsspiraal. Hogere inflatie leidt in zo'n tot hogere lonen, omdat werknemers door de krappe arbeidsmarkt grote onderhandelingsmacht hebben. De loonstijgingen

Figuur 1: Dot plot Fed



wakkeren op hun beurt de inflatie verder aan. Vooral nog lijkt een dergelijk scenario echter onwaarschijnlijk. Hoewel de situatie op Amerikaanse arbeidsmarkt nog altijd krap is, tekent zich inmiddels tekenen van afkoeling af. Ook de Fed rekent slechts op een lichte opwaartse bijstelling van de inflatie in 2025: van 2,7% naar 3,0%.

De Federal Reserve stelde haar groeiverwachting voor 2025 neerwaarts bij: van 1,7% naar 1,4%. Dit kwam niet onverwacht: diverse zachte indicatoren, zoals het consumentenvertrouwen en de inkoopmanagersindices, wijzen al enige tijd op een vertraging. De PMI's daalden in juni licht, maar bevinden zich nog rond hun langjarig gemiddelde, wat duidt op een gematigd groeitempo. Consumenten tonen zich wisselend, maar maken zich in toenemende mate zorgen over inflatie en de arbeidsmarkt.

**Europa: lichte groei en een terughoudende ECB**

Het economische beeld in Europa bleef in juni grotendeels onveranderd. De economische

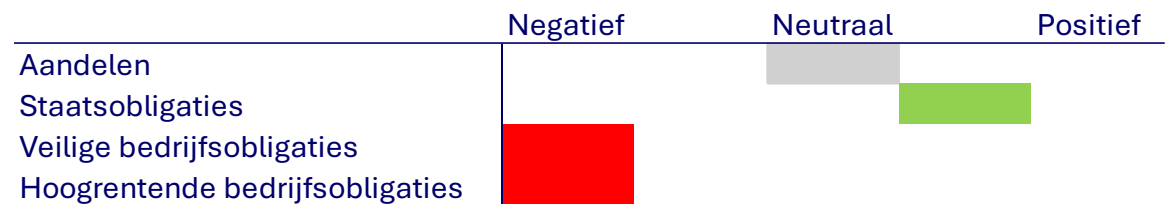
groei in de eurozone werd voor het eerste kwartaal positief bijgesteld naar 0,6% (kwartaal-op-kwartaal), maar dat cijfer geeft een vertekend beeld. De groei werd grotendeels gedreven door een tijdelijke piek in export, vooruitlopend op nieuwe handels-tarieven. Vooruitlopende indicatoren blijven wijzen op een zwakke onderliggende groei.

De Europese Centrale Bank (ECB) verlaagde de beleidsrente conform verwachting met 25 basispunten naar 2,0%. President Lagarde toonde zich echter terughoudend over verdere verlagingen op korte termijn. Volgens haar is de ECB met het huidige renteniveau goed gepositioneerd om de aanhoudende onzekerheid het hoofd te bieden. Wij verwachten nog één renteverlaging in 2025, maar zien het einde van de versoepelingscyclus dichterbij komen.

**NAVO-top: hogere defensie-uitgaven zetten begrotingen onder druk**

Tijdens de NAVO-top eind juni in Den Haag spraken de lidstaten af het defensiebudget

Figuur 2: Asset allocatie



---

stapsgewijs op te schalen naar 5% van het bruto binnenlands product. Daarvan mag 1,5 procentpunt bestaan uit 'defensiegerelateerde' uitgaven, zoals investeringen in infrastructuur en communicatie. Voor EU-lidstaten van de NAVO zou dit neerkomen op een extra jaarlijkse uitgave van circa €613 miljard. Ter vergelijking: het jaarlijkse investeringsgat voor klimaat- en sociale doelen in de EU wordt geschat op €375 tot €526 miljard.

De geopolitieke realiteit mag dan vragen om grotere paraatheid en verstrekte defensieve slagkracht, maar dit blijft niet zonder gevolgen. Omdat de publieke middelen beperkt zijn, zullen hogere defensie-uitgaven vrijwel zeker ten koste gaan van andere begrotingsposten – tenzij gekozen wordt voor belastingverhogingen of extra schuldfinanciering. Belastingverhogingen zijn doorgaans echter politiek onaantrekkelijk, terwijl de ruimte voor schuldfinanciering beperkt is. Hierdoor liggen bezuinigingen elders voor de hand. Vooral sectoren die minder direct voelbaar zijn voor het electoraat, zoals klimaatbeleid, lopen daarbij risico. Critici waarschuwen dan ook dat NAVO-lidstaten dreigen fysieke veiligheid te verkiezen boven ecologische (en sociale) veiligheid.

De milieuschade is in potentie bovendien dubbel: er gaan mogelijk niet alleen middelen verloren voor klimaatbeleid, maar de CO<sub>2</sub>-uitstoot stijgt zelf ook. Militaire activiteiten kennen een aanzienlijke ecologische voetafdruk. Volgens NAVO-cijfers bedroegen

de gezamenlijke emissies van de 32 lidstaten in 2023 ongeveer 236 miljoen ton CO<sub>2</sub>-equivalent – circa 0,5% van de wereldwijde uitstoot. Tanks, oorlogsschepen en gevechtsvliegtuigen zijn bij uitstek fossielintensieve systemen. Hoewel gedeeltelijke elektrificatie mogelijk is, blijft de sector voorlopig vermoedelijk sterk afhankelijk van conventionele brandstoffen uit oogpunt van energiezekerheid en operationele betrouwbaarheid.

### **Beleggingsbeleid ongewijzigd**

We hebben geen wijzigingen aangebracht in ons beleggingsbeleid en handhaven onze neutrale positie in aandelen. Hoewel het optimisme onder beleggers afgelopen maand toenam, blijven er aanzienlijke onzekerheden bestaan over de handelsoorlog en de mogelijke economische gevolgen daarvan.

We blijven overwogen in staatsobligaties. De verwachtingen omtrent het monetaire beleid van zowel de Fed als de ECB lijken inmiddels grotendeels verdisconteerd in de rentemarkten. Onze voorkeur voor staatsobligaties is dan ook vooral gebaseerd op onze voorzichtige houding ten aanzien van aandelen en de momenteel lage risicopremie van aandelen ten opzichte van staatsobligaties.

Ook handhaven we onze onderwogen positie in zowel investment grade als hoogrentende bedrijfsobligaties. De risicopremies blijven laag ten opzichte van hun historische gemiddelden en weerspiegelen naar onze mening onvoldoende de macro-economische omstandigheden.

---



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.