

VISIE OP ASSET ALLOCATIE

AUGUSTUS 2025

- *Aandelenkoersen stijgen en rentes lopen licht op*
 - *Handelsbeleid VS blijft belangrijke bron van marktvolatiliteit*
 - *Geen wijzigingen in het beleggingsbeleid*
-

Sterk winstseizoen ondersteunt sentiment

Juli leek voor de financiële markten een spannende maand te worden door de door president Trump vastgestelde deadline van 9 juli voor landen om een handelsakkoord met de VS te sluiten. Door het verschuiven van de deadline naar 1 augustus, was van spanning echter weinig te merken. Per saldo stegen aandelenkoersen wereldwijd. De best presterende aandelenmarkt was die van de VS, op de voet gevolgd door opkomende markten. Europese aandelen sloten de maand af met een bescheiden positief rendement. Kapitaalmarktrentes liepen licht op.

De S&P 500 steeg tegen het einde van de maand tot boven de 6400 punten, maar wist dit recordniveau niet vast te houden. Reden voor het optimisme waren de handelsakkoorden die in juli werden gesloten. Opvallend, aangezien markten eerder nauwelijks negatief reageerden op Trumps dreigementen met extreem hoge handelstarieven, maar nu wel positief op de mildere uitkomst. Ook het winstseizoen droeg bij aan het optimisme. In de VS valt de winstgroei aanzienlijk hoger uit dan

verwacht, maar daalde wel voor het tweede kwartaal op rij. Wij voorzien dat deze daling in de tweede helft van het jaar doorzet, door lagere economische groei

VS-economie: groei op papier, vertraging onder de motorkap

De Amerikaanse economie liet in het tweede kwartaal een groei zien van 3% op kwartaalbasis (geannualiseerd), na een krimp van 0,5% in het eerste kwartaal. Deze cijfers zijn echter sterk beïnvloed door de handelsoorlog. In het eerste kwartaal steeg de import fors, vooruitlopend op hogere heffingen. Dit drukte de groei aanzienlijk. Tegelijkertijd zorgde die import ervoor dat bedrijven voorraden opbouwden wat een positief effect op de groei. Per saldo was het negatieve importeffect echter groter dan het positieve voorraadeffect, waardoor de economie kromp. In het tweede kwartaal draaide dit om: import en voorraden namen af, wat juist een positieve bijdrage leverde.

Wanneer de tijdelijke effecten van handel en voorraadvorming buiten beschouwing worden gelaten, is er geen sprake van een structurele

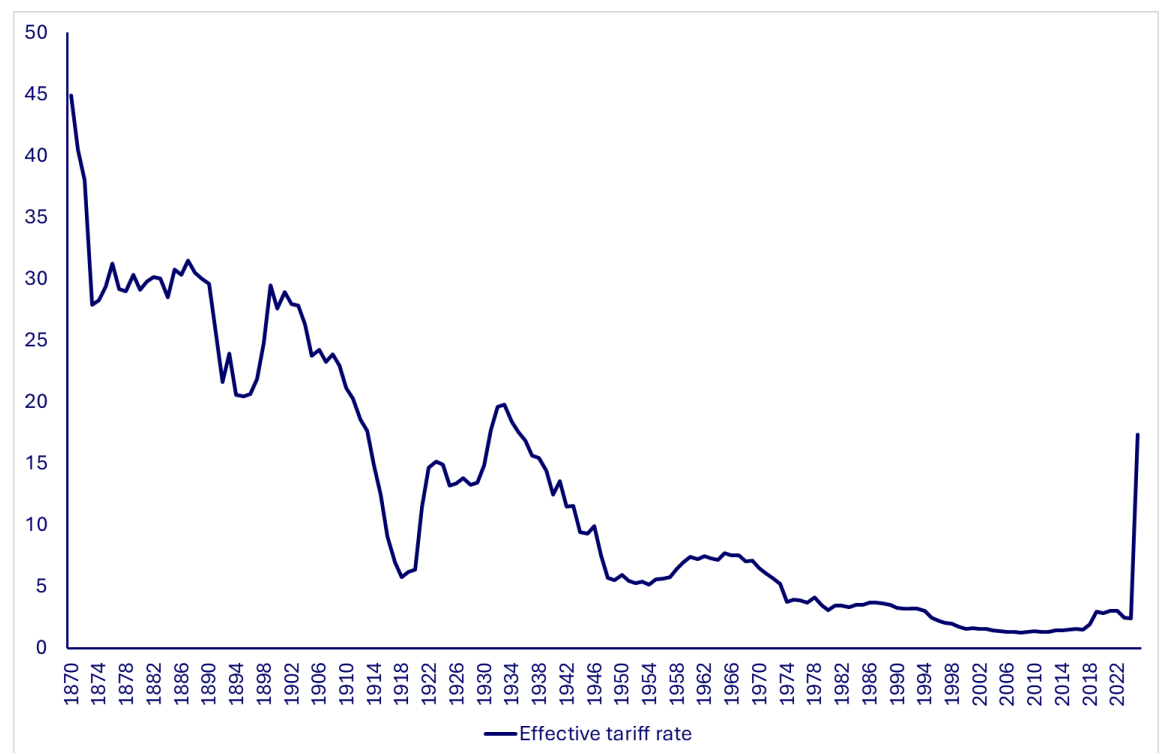
verbetering van de economische situatie. Integendeel, in de eerste helft van dit jaar was de groei duidelijk lager dan in 2024. Wij verwachten dat deze vertraging zich in de komende kwartalen voortzet, mede door oplopende inflatie en dalende koopkracht van huishoudens. Voor geheel 2025 ligt de consensus-verwachting op een groei van circa 1,5%, ongeveer de helft van het gemiddelde in de twee voorgaande jaren.

Fed in de vuurlinie: inflatie omhoog, politieke druk stijgt

De groeivertraging van de Amerikaanse economie zou op zichzelf aanleiding kunnen zijn voor een renteverlaging door de Fed. Toch is economische groei geen formeel beleidsdoel voor de centrale bank. De Fed richt zich

primair op maximale werkgelegenheid en stabiele prijzen. De meest recente inflatiecijfers bieden de Federal Reserve voornamelijk weinig ruimte om het monetaire beleid snel te veranderen. De kerninflatie (CPI, exclusief voedsel- en energieprijzen) liep in juli op van 2,8% naar 2,9%, terwijl de kern-PCE – de favoriete graadmeter van de Fed – steeg van 2,7% naar 2,8% op jaarbasis. Deze stijging kwam onverwacht en komt bovenop het vooruitzicht dat het grootste deel van de effecten van de nieuwe invoerheffingen nog moet doorwerken. De consensus onder economen is dat de inflatie in de komende maanden verder zal oplopen, , wat extra druk kan zetten op de economische groei en de beleidsruimte van de Fed beperkt.

Figuur 1: Effectieve importtarief VS



In lijn met de verwachtingen van de financiële markten besloot de Federal Reserve in juli de beleidsrente ongewijzigd te laten op 4,25%-4,50%. Voorzitter Jerome Powell benadrukte dat de economie in de ogen van het Federal Open Market Committee (FOMC) niet wordt gehinderd door een te restrictief beleid, waarmee hij de lat voor een renteverlaging in september verder verhoogde. Dit tot ongenoegen van president Trump, die al enige tijd openlijk aandringt op een verlaging. Opvallend was dat twee door Trump benoemde comitéleden tegen het besluit stemden en juist pleitten voor een verlaging. Het is de eerste keer in ruim dertig jaar dat er sprake is van twee dissenters die een lagere rente wensen. Na Powells toelichting pasten analisten hun verwachtingen voor een renteverlaging in september aan: tot het einde van het jaar werd nog slechts één verlaging ingeprijsd.

Arbeidsmarktschok zet renteverlaging weer op de kaart

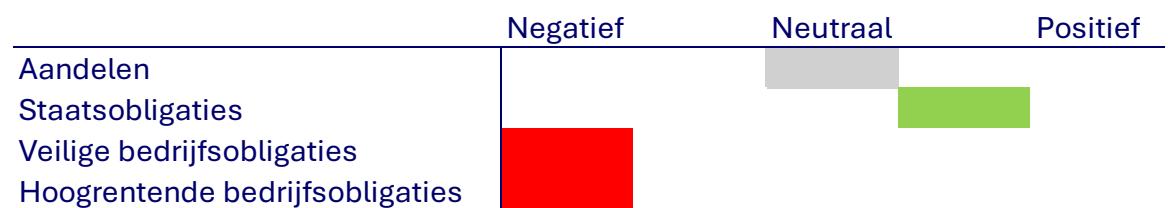
Slechts twee dagen na het rentebesluit sloeg het marktsentiment alweer om door de publicatie van het Amerikaanse arbeidsmarktrapport. In juni kwamen er buiten de landbouw (non-farm payrolls) slechts 73.000 banen bij – op zichzelf een bescheiden groei die normaal gesproken niet

verontrustend zou zijn. De verrassing voor analisten zat in de forse neerwaartse bijstellingen van de cijfers over de twee voorgaande maanden. Na correctie blijkt dat er in de afgelopen drie maanden gemiddeld slechts 35.000 banen per maand zijn gecreëerd, het laagste niveau sinds september 2010. Tegelijkertijd liep de werkloosheid op naar 4,2%, ondanks een daling van het aantal mensen dat actief naar werk zoekt.

Deze combinatie van tegenvallende cijfers deed beleggers hun verwachtingen herzien: een renteverlaging in september werd opnieuw als een reële optie gezien en voor het einde van het jaar werd niet langer één, maar twee verlagingen ingeprijsd. Voor president Trump waren de cijfers aanleiding om zijn kritiek op Fed-voorzitter Powell te herhalen en het FOMC op te roepen tot een koerswijziging.

De tegenvallende arbeidsmarkt cijfers waren voor Trump aanleiding om het hoofd van het Bureau of Labor Statistics, de overheidsinstantie die verantwoordelijk is voor de inflatie- en arbeidsmarkt cijfers, te ontslaan. Hij beschuldigde haar, zonder bewijs, van het manipuleren van gegevens om hem politiek te schaden. Het ontslag leidde tot felle kritiek, omdat het de

Figuur 2: Asset allocatie



de onafhankelijkheid van statistische instituten ondermijnt en het vertrouwen in officiële data kan aantasten. Trump droeg als opvolger een uitgesproken criticus van het bureau voor, die pleit voor minder frequente publicatie van arbeidsmarkt cijfers.

Raamakkoorden brengen geen rust op handelsfront

Ook het Amerikaanse handelsbeleid blijft een belangrijke bron van onzekerheid voor de markten. In juli werden weliswaar meerdere akkoorden gesloten, maar het betrof vooral raamovereenkomsten met beperkte details. Voor veel landen is nog altijd onduidelijk hoe de nieuwe handeltarieven precies zullen uitpakken. Voor landen die op 1 augustus nog geen akkoord hadden bereikt, ondertekende president Trump een decreet met sterk variërende, vaak slecht onderbouwde importtarieven. Al met al blijft de onzekerheid over het Amerikaanse handelsbeleid en de gevolgen voor de wereldeconomie groot, en is het onwaarschijnlijk dat hierin op korte termijn veel verandering komt.

Handelsdeal EU-VS: opluchting of dure vergissing?

De Europese Unie was in juli een van de partijen die wel een handelsakkoord met de VS bereikte. Afgesproken werd dat de VS importtarieven van maximaal 15% zal heffen, aanzienlijk lager dan het dreigende tarief van 30% dat per 1 augustus

zou ingaan. Aanvankelijk leidde dit tot opluchting: het acute handelsconflicteek van de baan en Europese aandelen reageerden positief.

Die stemming sloeg echter snel om toen duidelijk werd welke concessies de EU had gedaan. Zo heeft de EU toegezegd dat er in de komende drie jaar voor 750 miljard dollar aan fossiele brandstoffen uit de Verenigde Staten wordt geïmporteerd. Ter vergelijking: momenteel importeert de EU jaarlijks iets minder dan 100 miljard dollar. Dit zou betekenen dat de invoer meer dan verdubbelt. Critici waarschuwen dat dit de afhankelijkheid van de EU van Amerikaanse energie fors vergroot en dat de huidige Europese infrastructuur niet is toegerust op zulke volumes. Bovendien betwijfelen energie-analisten of de VS überhaupt in staat zijn deze leveringen te realiseren. Wij gaan er dan ook vanuit dat de EU deze belofte niet kan nakomen. Iets wat op termijn tot nieuwe spanningen kan leiden.

Naast de energie-importen zouden Europese bedrijven de komende drie jaar ook \$600 miljard in de Verenigde Staten moeten investeren. De Europese Commissie kan deze investeringen echter helemaal niet afdwingen. Volgens economen zou het—zelfs om deze intenties waar te maken—een uitzonderlijke stijging van investeringsvolumes vragen. Critici zien de belofte daarom als vooral symbolisch, met weinig zekerheid over

daadwerkelijke uitvoering. Deze afspraken, en de onzekerheid over hun uitvoering, vormen de context waarbinnen de Europese economie haar weg moet vinden.

Eurozone: broze groei, voorzichtig optimisme

In de eurozone groeide de economie in het tweede kwartaal met 0,2% ten opzichte van het eerste kwartaal. Dat is aanzienlijk minder dan de 0,6% groei in de eerste drie maanden van het jaar, maar wel iets beter dan de consensusverwachting van stagnatie. Deze terugval hangt vermoedelijk samen met de handelsoorlog. Voorlopende indicatoren duiden nog steeds op stagnatie en het consumentenvertrouwen blijft broos, waardoor een sterke groeiversnelling onwaarschijnlijk is. Positief is wel dat de renteverlagingen die de Europese Centrale Bank (ECB) sinds juni 2024 heeft doorgevoerd, langzaam effect beginnen te hebben. De kredietverlening aan zowel huishoudens als bedrijven trekt voorzichtig aan. Banken scherpen hun leningsvoorwaarden niet langer aan en melden dat de vraag naar krediet toeneemt. Wij rekenen op gematigde economische groei.

In juli bleef de inflatie in de eurozone voor de tweede maand op rij stabiel op 2,0% jaar-op-jaar. De kerninflatie ligt

met 2,3% nog iets boven de ECB-doelstelling van 2%, maar de consensus onder economen is dat de prijsdruk de komende maanden waarschijnlijk verder zal afnemen. Gezien de combinatie van gematigde economische groei en afnemende inflatieverwachtingen kwam het niet als een verrassing dat de ECB haar beleidsrente ongewijzigd liet. President Christine Lagarde lichtte het besluit toe door te wijzen op de 'uitzonderlijk onzekere economische situatie'. Analisten voorzien nog één renteverlaging in september, voordat deze rentecyclus (voorlopig) ten einde komt. Op de obligatiemarkten bleven de koersbewegingen beperkt.

Asset allocatie: geen wijzigingen

Ondanks het marktoptimisme in juli hebben wij onze neutrale visie op aandelen gehandhaafd. Gezien de onzekere effecten van de handelsoorlog vinden wij het huidige sentiment op de aandelenmarkten aan de optimistische kant. Vanwege de magere groeivoorzichten blijven wij staatsobligaties overwogen. Ook onze onderweging in zowel 'veilige' bedrijfsobligaties als hoogrentende bedrijfsobligaties hebben we ongewijzigd gelaten. Risico-opslagen blijven naar onze mening laag in verhouding tot de staat van de economie.



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.