

# VISIE OP ASSET ALLOCATIE

SEPTEMBER 2025

---

- *Afgelopen maand verliep relatief rustig voor financiële markten.*
  - *Beter dan verwachte economische cijfers en een grotere kans op een Fed-renteverlaging zorgden voor positief sentiment onder aandelenbeleggers, terwijl obligaties gemiddeld beperkt tot negatief rendeerden.*
  - *Geen wijzigingen in het beleggingsbeleid.*
- 

## **Eurozone: gematigd herstel ondanks handelsspanningen**

De economie in de eurozone groeide in het tweede kwartaal van 2025 zowel op kwartaal- als op jaarbasis, maar minder sterk dan in het eerste kwartaal. Het bruto binnenlands product nam met 0,1% (k-o-k), in lijn met eerdere ramingen. In het eerste kwartaal bedroeg de groei nog 0,6% op kwartaalbasis. Na de frontloading van uitvoer naar de VS in het eerste kwartaal – bedoeld om invoerheffingen te ontlopen – werd verwacht dat dit effect zou omslaan. De negatieve impact hiervan op de groeicijfers lijkt echter over meerdere kwartalen te worden uitgesmeerd.

Een belangrijke factor hierbij is dat de Amerikaanse tarieven op farmaceutische producten, goed voor een kwart van de EU-export naar de VS, in het tweede kwartaal nog niet van kracht waren. Daardoor zette de voorraadvorming waarschijnlijk door. Daarnaast lijken Europese multinationals de tarief-schok vooralsnog deels opgevangen via hun marges, waardoor Amerikaanse klanten nog niet worden geconfronteerd met hogere prijzen en de uitvoer op peil bleef. Dit is geen

houdbare strategie voor de langere termijn, maar dempt voorlopig de effecten van de handelsspanningen.

## **Beperkte prijsdruk**

Vooralsnog lijkt de eurozone dan ook nog weinig hinder te ondervinden van de invoering van een tarief van 15% op export naar de VS. De inkoopmanagersindices (PMI's) laten zelfs een voorzichtig herstel zien. De samengestelde PMI steeg in augustus licht van 50,9 naar 51,0, het hoogste niveau sinds mei 2024. Vooral de industrie toont verbetering, met een productieniveau dat voor het eerst in ruim drie jaar boven de 50 uitkwam. De dienstensector daarentegen verliest wat vaart, hoewel de index nog altijd groei signaleert.

Economen verwachten dat de groei in 2025 op 1,1% uitkomt, zo blijkt uit de Bloomberg-peiling. Voor 2026 wordt eenzelfde groeitempo voorzien. Dit gematigde groeipad wijst erop dat de prijsdruk in de komende periode waarschijnlijk beperkt blijft. De kerninflatie bedroeg in augustus 2,3%, terwijl de totale inflatie al enkele maanden rond de ECB-doelstelling

---

van 2% beweegt. Dalende energie-  
prijzen, mede geholpen door een  
sterke euro, dragen hier in belangrijke  
mate aan bij. Naar verwachting zal de  
inflatie in de loop van 2026 ruim onder  
2% uitkomen.

### Renteverlagingscyclus ECB ten einde

Wanneer de inflatie langdurig onder de  
doelstelling blijft, zou de ECB in  
theorie de rente verder moeten ver-  
lagen om de economie te stimuleren  
en de inflatiedruk te verhogen. We  
gaan er vanuit dat dit voorlopig niet  
nodig is. De centrale bank zelf gaat uit  
van een tijdelijke onderschrijding en  
verwacht dat inflatie in 2027 weer op  
de doelstelling van 2% ligt. President  
Lagarde benadrukt dat het monetair  
beleid zich momenteel 'op een goede  
plek' bevindt. Een verdere verlaging ligt

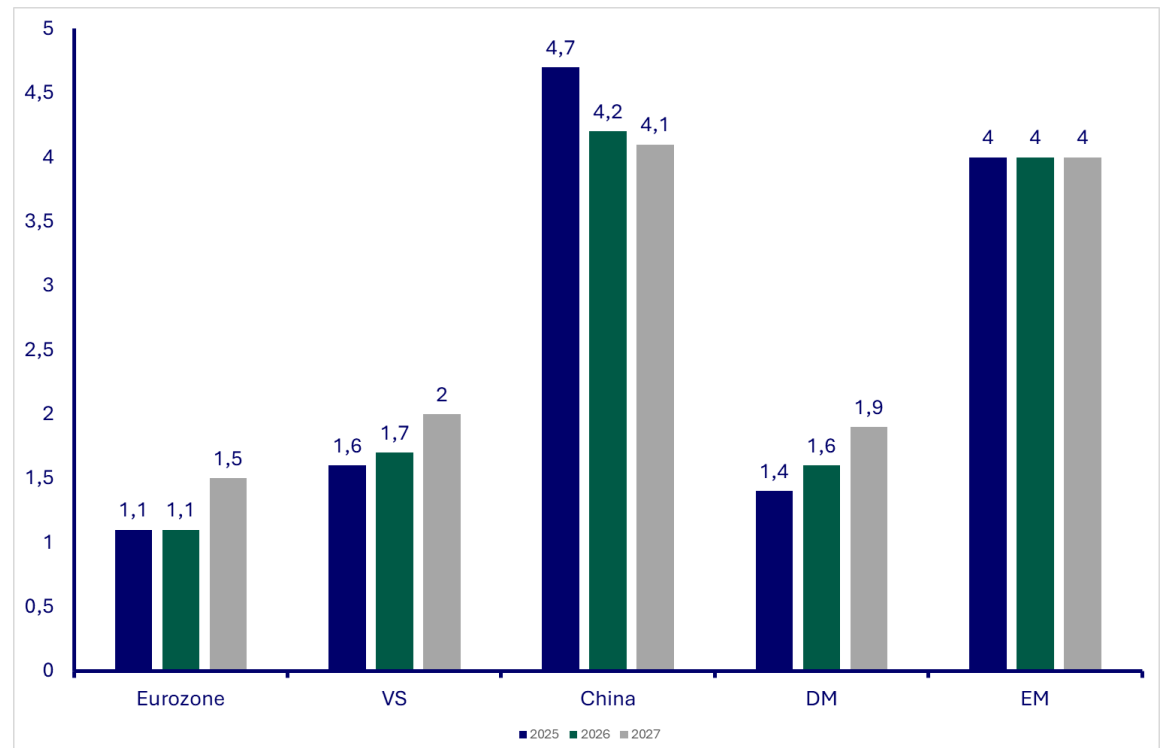
dan ook niet voor de hand.

Bovendien hebben de Amerikaanse  
tarieven een meer geleidelijke impact  
dan verwacht en bestaan er opwaartse  
groeirisico's door hogere Duitse  
fiscale uitgaven in 2026. Ook op  
financiële markten wordt er minder  
rekening gehouden met verdere  
renteverlagingen. Hierdoor bewegen  
de korte rentes zijwaarts. Op het lange  
eind is er meer volatiliteit.

### VS: groeimeevaller maskeert economische kwetsbaarheid

In de VS zijn de groeicijfers voor het  
tweede kwartaal naar boven bij-  
gesteld, van 3,0% naar 3,3%  
(geannualiseerd). Vooral een hogere  
binnenlandse bestedingen droegen  
hieraan bij. Wij denken dat dit BBP-  
rapport een vertekend beeld geeft van

Figuur 1: Groeiverwachtingen per kalenderjaar



---

de werkelijke gezondheid van de Amerikaanse economie, juist omdat de negatieve impact van de invoerheffingen nog niet volledig zichtbaar is. Wij verwachten dat deze effecten in de komende kwartalen sterker naar voren zullen komen. Hoewel het opwaartse groeicijfer leidde tot een verhoging van de consensusverwachting voor 2025 naar 1,6%, bleef de raming voor 2026 onveranderd op 1,7%. Dit laat zien dat analisten de huidige ervaring vooral als tijdelijk zien.

Ook aan de inflatiekant zien we signalen die erop wijzen dat de onderliggende gezondheid van de Amerikaanse economie onder druk staat. De headline-inflatie liep de afgelopen vier maanden op van 2,3% in april naar 2,7% in juli. De kern-inflatie steeg in dezelfde periode van 2,8% naar 3,1%. Wij verwachten dat de hogere importtarieven de komende maanden nadrukkelijker zullen doorwerken in consumentenprijzen, waardoor de inflatiedruk verder toeneemt.

### **Markten rekenen op renteverlaging ondanks hardnekkige inflatie**

Ondanks dat de inflatie in de VS nog altijd boven het gewenste niveau van de Federal Reserve ligt, rekenen financiële markten erop dat de centrale bank dit jaar de beleidsrente gaat verlagen. Voor september wordt een verlaging met 25 basispunten ingeprijsd, met de mogelijkheid van nog een stap in het vierde kwartaal.

De reden voor deze verwachting ligt in de jaarlijkse toespraak van Fed-voorzitter Jerome Powell in Jackson Hole. Daar liet hij doorschemeren dat hij zich meer zorgen maakt over de afkoelende Amerikaanse arbeidsmarkt dan over een verdere stijging van de inflatie. Zijn meest veelzeggende uitspraak tijdens zijn toespraak luidde: 'De stabiliteit van de werkloosheid en andere arbeidsmarktcijfers stelt ons in staat om voorzichtig te werk te gaan bij het overwegen van wijzigingen in ons beleid. Niettemin kunnen, gezien het restrictieve beleid, de vooruitzichten en de verschuiving in de risico-afweging een aanpassing van onze beleidsstandpunt rechtvaardigen.'

In tegenstelling tot de ECB heeft de Fed een dubbel mandaat: het waarborgen van stabiele prijzen én maximale werkgelegenheid. De markten gaan er nu vanuit dat de Fed in haar beleidsafweging meer gewicht zal toekennen aan werkgelegenheid dan aan prijsstabiliteit.

### **Zwakke arbeidsmarktcijfers voeden zorgen**

Het Amerikaanse arbeidsmarktrapport van juli viel, zoals we vorige maand al opmerkten, tegen. Ook in augustus stelde de banengroei teleur: er kwamen slechts 22.000 banen bij, aanzienlijk minder dan de 75.000 die door analisten was voorzien. Ondanks deze tegenvaller blijft de krapte op de arbeidsmarkt opvallend hardnekkig. De werkloosheid liep in augustus met

0,1% op tot 4,3% – historisch gezien nog steeds een laag niveau.

Dat de werkloosheid slechts langzaam oploopt, komt doordat de zwakkere vraag naar arbeid gepaard gaat met een nog scherpere daling van het arbeidsaanbod. Aan de vraagzijde speelt mee dat bedrijven door de aanhoudende beleidsonzekerheid en

De impact van importheffingen terughoudend zijn met het aannemen van personeel. Vooral sectoren als bouw en logistiek worden geraakt, terwijl ook lage bedrijfsinvesteringen de banengroei drukken. Aan de aanbodzijde zorgt het restrictieve immigratiebeleid van de regering-Trump voor een tragere bevolkingsgroei en een daling van de arbeidsparticipatie, met name onder immigranten. Deze combinatie van

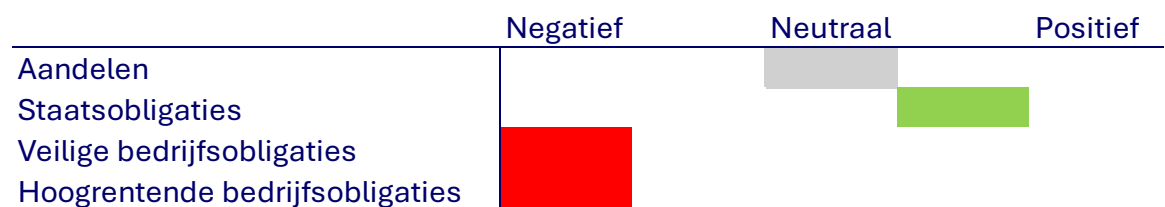
factoren voedt de vrees dat de Amerikaanse arbeidsmarkt de komende maanden verder zal verzwakken.

### Druk op Fed neemt toe

De druk van president Trump op de Fed neemt toe. Naast openlijke oproepen tot renteverlaging kwam er afgelopen maand een conflict rond het mogelijke ontslag van Fed-gouverneur Lisa Cook bij. Trump wil haar ontslaan 'for cause' vanwege mogelijke hypotheekfraude uit het verleden. Cook weersprak de beschuldigingen en gaf aan dat ze zich niet zou neerleggen bij haar ontslag, omdat Trump die bevoegdheid helemaal niet heeft. Zij heeft de rechter verzocht haar ontslag ongedaan te maken.

De kans is groot dat de zaak zal eindigen bij het hooggerechtshof, waar

**Figuur 2: Asset allocatie**



---

de meerderheid conservatief is. Dit hooggerechtshof heeft vorige ontslagen van overheidsfunctionarissen door Trump voorzichtig toegestaan, maar er zijn signalen dat de Federal Reserve toch net een uitzonderingspositie heeft.

Onder andere de ECB waarschuwt dat de onafhankelijkheid van de Fed onder druk staat. Uit wetenschappelijk onderzoek blijkt dat een onafhankelijke centrale bank is essentieel voor het handhaven van prijsstabiliteit. Landen met minder onafhankelijke centrale banken hebben hogere en meer beweeglijke inflatie.

De reactie op het mogelijke ontslag van Cook op de financiële markten was beperkt. In augustus daalden korte rentes in de VS door de toegenomen kans dat de Fed gaat verlagen, terwijl lange US Treasuries rentes stegen door toegenomen zorgen van beleggers over inflatie en de onafhankelijkheid van de Fed. Op lange termijn kan de erosie van de onafhankelijkheid van de Fed echter bijdragen aan het verlies van vertrouwen in het veilige-haven-karakter van Amerikaanse beleggingen. Dit kan leiden tot een waardedaling van de dollar en een hogere risicopremie voor Amerikaanse staatsobligaties.

#### **Franse politieke onzekerheid drijft rentes op**

Niet alleen in de VS, maar ook in de eurozone lieten lange rentes een stijging zien. Met name Franse

staatsobligaties stonden in augustus aan onder druk door een combinatie van gestegen beleidsonzekerheid en zorgen over de schuldhoudbaarheid.

De Franse premier François Bayrou heeft zich het ambitieuze doel gesteld om minstens EUR 44 miljard aan bezuinigingen door te voeren. Hiermee beoogt hij de torenhoge staatsschuld van Frankrijk aan te pakken die momenteel 114% van het bbp bedraagt. Maar de inspanningen van Bayrou stuiten op aanzienlijke politieke weerstand. De onenigheid heeft ertoe geleid dat Bayrou heeft besloten om het parlement op 8 september een vertrouwensstemming te laten houden. Als Bayrou deze stemming verliest, zouden er weer verkiezingen kunnen plaatsvinden, wat voor beleidsonzekerheid zorgt.

Voorlopig heeft de opleving van de Franse politieke risico's slechts geleid tot een bescheiden toename van de marktbeveiliging, die bovendien grotendeels beperkt bleef tot Franse beleggingen.

#### **Asset allocatie: geen wijzigingen**

We hebben afgelopen maand geen wijzigingen aangebracht in onze asset allocatie. We handhaven onze neutrale visie op aandelen. Vanwege de magere groeivoorzichten blijven wij overwogen staatsobligaties. Ook onze onderweging in zowel 'veilige' bedrijfsobligaties als hoogrentende bedrijfsobligaties hebben we ongewijzigd gelaten.

---



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.