

VISIE OP ASSET ALLOCATIE

OKTOBER 2025

-
- *Optimisme overheerst op financiële markten*
 - *Fed versoepelt; ECB pauzeert; BoJ verkraapt*
 - *Geen wijzigingen in het beleggingsbeleid.*
-

Amerikaanse economie groeit door ondanks politiek onrust

Ondanks het politieke tumult blijft de Amerikaanse economie groeien. Op basis van de tot nu toe gepubliceerde cijfers over het derde kwartaal voorspelt de Atlanta Fed een geannualiseerde groei van 3,9% – ruim boven het trendmatige groeitempo van de VS. De cijfers over de eerste helft van 2025 zijn bovendien naar boven bijgesteld, vooral door hogere consumentenbestedingen. Toch lijkt het onwaarschijnlijk dat dit groeitempo zal aanhouden.

Wij voorzien een daling van het investeringsvolume en verwachten dat ook de consumptie geleidelijk zal afzwakken. De inkomensgroei kalft al enkele maanden af. In augustus bedroeg de nominale inkomensgroei weliswaar nog 4,7%, maar de hardnekkige inflatie snoept daar een aanzienlijk deel van af. De groei van het reëel beschikbare inkomen kwam uit op 1,9%. Deze gematigde ontwikkeling hangt samen met de afkoelende arbeidsmarkt. In augustus steeg het aantal banen met slechts 22.000, aanzienlijk minder dan de verwachte 75.000. Het driemaands voortschrijdend gemiddelde daalde van 35.000 naar 29.000. Daarnaast daalde het gemiddelde aantal gewerkte uren

per week – een verdere indicatie van een afnemende vraag. Tegelijkertijd liep de werkloosheid op tot 4,3%, het hoogste niveau in vier jaar. Van een ontslaggolf is echter geen sprake. Bedrijven zijn door de aanhoudende krapte nog altijd terughoudend met het ontslaan van hun personeel.

Fed verlaagt rente

De afkoelende arbeidsmarkt was voor de Federal Reserve aanleiding om de beleidsrente met 25 basispunten te verlagen, naar een bandbreedte van 4,0% tot 4,25%. Deze stap kwam voor beleggers niet als een verrassing. De eerste renteverlaging van het jaar was overigens niet vanzelfsprekend, want de inflatie ligt nog altijd boven de doelstelling van 2%. De PCE-core deflator, de voorkeursmaatstaf van de Fed, schommelt momenteel rond 2,9% op jaarbasis.

Uit het feit dat de Fed toch een rentestap zette, kan worden geconcludeerd dat de focus van de Fed is verschoven van prijsstabiliteit naar het waarborgen van economische groei. Naar verwachting zal de beleidsrente de komende maanden verder worden verlaagd. De mediane verwachting van het beleidscomité ligt op een rente van 3,625% eind dit jaar, wat duidt op nog

twee verlagingen in 2025. Financiële markten prijzen deze verlagingen al in: de tweejaarsrente bleef in september nagenoeg onveranderd. De vijf renteverlagingen die de markt tot eind volgend jaar inpriest, liggen aan de bovenkant van de bandbreedte die beleidsmakers hebben geschetst. Wij rekenen op minder renteverhogingen en verwachten dat de lange rente in de VS eerder gaat stijgen dan dalen.

Politieke impasse in Washington

Ondertussen blijft het rommelen op politiek vlak. Eind september ging de federale overheid gedeeltelijk op slot omdat Democraten en Republikeinen geen akkoord konden bereiken over de jaarlijkse begroting. Tijdens zo'n 'shutdown' worden alle niet-essentiële overheidsdiensten stilgelegd en ambtenaren met verlof gestuurd totdat

het Congres een akkoord bereikt over de financiering.

De laatste keer dat dit gebeurde was in 2018, toen de overheid 35 dagen gesloten bleef. Toen draaide het conflict om de financiering van Trumps voorgestelde muur aan de grens met Mexico. Uiteindelijk bond Trump toen in. Dit keer zien Democraten een zeldzame kans om concessies af te dwingen op het gebied van gezondheidszorg. Zij eisen verlenging van subsidies en het terugdraaien van bezuinigingen op de publieke zorgverzekering Medicaid, opgenomen in Trumps begrotingswet ('Big Beautiful Bill'). Trump dreigt op zijn beurt met massaontslagen onder federale ambtenaren om de overheid 'efficiënter' te maken. Vooralsnog lijkt een snelle oplossing niet in zicht.

Figuur 1: Franse spread is uitgelopen



Renteverlagingen Eurozone voorlopig van baan

In de eurozone lijkt de cyclus van renteverlagingen voorlopig ten einde. De Europese Centrale Bank liet de rente in september voor de tweede opeenvolgende vergadering ongewijzigd. Uit de toelichting van president Lagarde blijkt dat de centrale bank ook de komende maanden waarschijnlijk zal pauzeren, ondanks de verwachting dat de inflatie in 2026 en 2027 onder de doelstelling van 2% zal uitkomen. In de nieuwste ramingen wordt de inflatie nu geschat op 1,7% in 2026 (voorheen 1,6%) en 1,9% in 2027 (voorheen 2,0%). De kerninflatie blijft vrijwel onveranderd.

Met een gematigde economische groei en een inflatie rond de doelstelling zien markten voorlopig ook geen reden om nog meer renteverlagingen in te prijzen. Wij delen die inschatting. Zolang de economie veerkrachtig blijft en op koers ligt voor verder herstel in 2026, verwachten wij geen nieuwe verlagingen.

Politieke puinhoop in Frankrijk

De aandacht van obligatiebeleggers richtte zich de afgelopen maand dan ook op de markt waar wel iets speelde: Frankrijk. In augustus had de Franse premier Bayrou een vertrouwensstemming uitgeschreven nadat zijn plan om 44 miljard euro te bezuinigen op veel weerstand stuitte. Afgelopen maand verloor hij deze stemming, waarop hij zijn ontslag aanbood aan president Macron.

Lecornu, de minister van Defensie, werd benoemd tot nieuwe premier - de vijfde in twee jaar tijd. Zijn opdracht is om alsnog politieke consensus te smeden over de begroting voor 2026.

Voor Fitch, een van de meest toonaangevende ratingbureaus, was de maat echter vol. De voortdurende politieke instabiliteit en het uitblijven van effectieve maatregelen tegen de snel oplopende staatsschuld waren aanleiding om de kredietstatus van Frankrijk te verlagen van AA- naar A+. Hierdoor eisen beleggers nu een hogere risicopremie om Franse staatsobligaties te kopen.

BoJ zet volgende stap richting normalisering beleid

In Japan verraste de Bank of Japan de financiële markten met de aankondiging dat zij begint met de afbouw van haar enorme portefeuille aan exchange-traded funds (ETF's) en vastgoedbeleggingsfondsen (REIT's). Na de eerdere renteverhoging betekent dit opnieuw een stap richting normalisering van het beleid. De maatregel zette Japanse aandelen tijdelijk onder druk, maar het trage tempo van de verkopen – die pas begin volgend jaar starten – zal betekenen dat het tientallen jaren duurt voordat alle posities zijn afgebouwd. De koersen herstelden dan ook snel.

De BoJ handhaafde haar verwachting dat de economie zich gematigd zal blijven herstellen, maar waarschuwde dat Amerikaanse tarieven drukken op

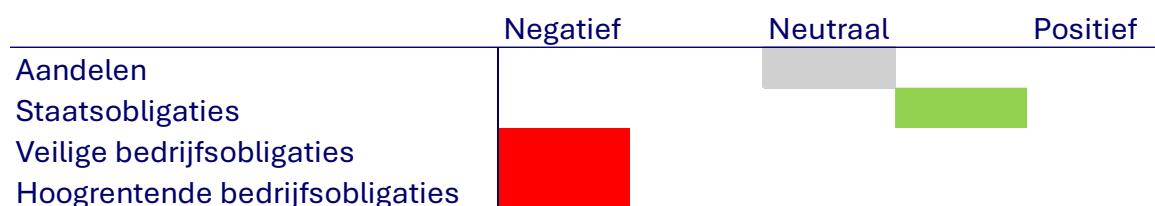
de winsten van Japanse exporteurs.

Geen wijzigingen in de asset allocatie

We hebben geen wijzigingen aangebracht in onze asset allocatie. Wij handhaven een neutrale positie in aandelen. Bij bedrijfsobligaties - zowel investment grade als high yield - achten wij de risico-opslagen laag. Hoewel wij geen grote golf aan wanbetalingen verwachten, is er weinig ruimte voor spreads om nog verder te dalen. Daarom blijven wij onderwogen in beide segmenten.

Binnen veilige bedrijfsobligaties geven wij overigens de voorkeur aan Europese boven Amerikaanse. In de eurozone zijn de risico-opslagen relatief minder krap en maken zij een groter deel uit van de totale rentevergoeding. Bovendien zijn de bedrijfsbalansen in Europa gemiddeld sterker. Hoewel wij niet verwachten dat de rentes op Amerikaanse en Europese staatsobligaties veel verder zullen dalen, blijven wij licht overwogen in deze categorie - vooral vanwege de krappe spreads op bedrijfsobligaties.

Figuur 2: Asset allocatie





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.