

# VISIE OP ASSET ALLOCATIE

NOVEMBER 2025

- 
- *Oktober verliep in grote lijnen vergelijkbaar met september.*
  - *ECB op pauze, Fed verdeeld over te voeren beleid*
  - *Overweging Amerikaanse aandelen door winstgroeivooruitzichten*
- 

Oktober verliep op financiële markten in grote lijnen vergelijkbaar met september. Aandelenmarkten boekten winst, met opkomende markten voorop. Kapitaalmarktrentes daalden licht, waardoor ook obligaties positieve rendementen opleverden. Er was weinig nieuws.

## **Weinig economisch nieuws uit VS**

Zoals eerder gemeld, ligt sinds 1 oktober een groot deel van de Amerikaanse federale overheid stil omdat het Congres geen overeenstemming heeft bereikt over nieuwe begrotingswetten. Honderdduizenden ambtenaren werden met verlof gestuurd en verschillende niet-essentiële diensten, waaronder de bureaus die normaal gesproken economische data verzamelen en publiceren, sloten hun deuren.

Het groeicijfer over het derde kwartaal is hierdoor nog niet gepubliceerd, maar de consensusschatting van economen komt uit op een groei rond 2,5 procent op kwartaalbasis. De 'GDP Now'-tracker van de Federal Reserve Bank van Atlanta voorspelt zelfs een groei van 4 procent. Daarmee zou de Amerikaanse economie een vergelijkbare groei laten zien als in het tweede kwartaal.

Particuliere instellingen bleven wel cijfers publiceren, waardoor enig zicht op de stand van de economie behouden bleef. Die cijfers schetsen een gematigd positief beeld: de inkoopmanagersindices voor

zowel de industrie als de dienstverlening stegen in oktober tot het hoogste niveau van dit jaar. Minder rooskleurig is het consumentenvertrouwen. Dat daalde de afgelopen drie maanden, zowel volgens de metingen van de Conference Board als die van de Universiteit van Michigan — de twee belangrijkste graadmeters van het sentiment onder Amerikaanse huishoudens. Vooralsnog is dit geen reden tot zorg, maar het wijst wel op een voorzichtiger consument.

Of er in november wel weer officiële cijfers beschikbaar zijn, blijft onzeker. Eind oktober leek er nog geen oplossing voor de shutdown. De Democraten willen dat de regering bezuinigingen op de gezondheidszorg terugdraait, terwijl de Republikeinen eerst een einde aan de sluiting eisen voordat zij verder willen onderhandelen over de zorguitgaven. De komende weken moet blijken wie als eerste toegeeft.

## **Eurozone**

In Europa zijn de groeicijfers over het derde kwartaal wel gepubliceerd. De economie van de eurozone groeide met 0,2 procent ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Duitsland en Italië, respectievelijk de grootste en de derde economie van het eurogebied, noteerden een nulgroei en droegen daarmee niet bij aan de stijging. Frankrijk en Spanje, de nummers twee en avier, presteerden daarentegen bovengemiddeld, terwijl de Nederlandse economie met een groei van 0,4% een

---

solide resultaat liet zien.

Het inflatiebeeld is de afgelopen maanden stabiel gebleven. In oktober stegen de consumentenprijzen in de eurozone met 2,1% jaar-op jaar, iets hoger dan de 2,0% in de voorgaande maanden, maar nog steeds dichtbij de doelstelling van de ECB. De kerninflatie liep eveneens licht op naar 2,4%, na vijf maanden stabiel te zijn gebleven op 2,3%. We verwachten niet dat deze stijging doorzet.

Wij gaan ervan uit dat het afgelopen kwartaal voorlopig het zwakste zal blijken. De effecten van eerdere renteverlagingen en de afgenomen onzekerheid rond handelstarieven zullen naar verwachting voor meer groeimomentum zorgen. Daarmee kan de groei weer in de buurt komen van het trendmatige niveau, wat een neutrale rente rechtvaardigt: het renteniveau dat de economie noch

stimuleert, noch afremt.

### **ECB op pauze, Fed verdeeld over vervolgstappen**

De Europese Centrale Bank (ECB) schat de neutrale rente op 1,75% tot 2,25% in nominale termen. Met het belangrijkste beleidsrentetarief op 2% bevindt het monetaire beleid zich dus ongeveer op dat evenwichtsniveau. Het was dan ook geen verrassing dat de ECB haar rente in oktober opnieuw ongewijzigd liet. Wij verwachten dat de beleidsrente voorlopig 2 procent blijft en voorzien daarom weinig beweging in de Duitse tweejaarsrente. De tienjaarsrente daalde in oktober, maar gezien de verbeterde groeiverwachtingen in de eurozone verwachten wij dat deze weer iets zal oplopen.

Over het beleid van de Federal Reserve bestaat meer onzekerheid. De afkoelende arbeidsmarkt rechtvaardigt een rente



---

onder het neutrale niveau, maar de hardnekkige inflatie pleit juist voor een rente boven het neutrale niveau. Momenteel slaat de balans uit in het voordeel van de arbeidsmarktsituatie. In oktober verlaagde de Fed de beleidsrente met 0,25%-punt tot een bandbreedte van 3,75-4,0%.

Van consensus was echter geen sprake. Eén lid stemde tegen elke verlaging, terwijl de door Trump aangestelde beleidsbepaler juist een grotere stap wilde zetten. Markten waren daarom vooral geïnteresseerd in de toelichting van Fed-voorzitter Jerome Powell, die benadrukte dat een renteverlaging in december verre van een uitgemaakte zaak is. Als gevolg hiervan liepen de marktrenten op. Eerder in de maand oktober waren deze juist gedaald, waardoor de marktrenten per saldo over de maand vrijwel onveranderd bleven.

### **Sterke winstcijfers VS stuwen beurs omhoog**

De stemming op de aandelenmarkten bleef in oktober positief. De meeste beurzen sloten met winst, waarbij vooral de opkomende markten goed presteerden. Dat was mede te danken aan het sterke Amerikaanse cijferseizoen.

In de Verenigde Staten heeft inmiddels ongeveer de helft van de bedrijven in de S&P 500 de resultaten over het derde kwartaal gepubliceerd. De winstgroei bedraagt tot nu toe 11% ten opzichte van een jaar eerder, terwijl de omzet met circa 6% toenam. Dat betekent dat bedrijven hun winstmarges weten te verbeteren. Analisten reageren dan ook positief: het aantal winstverwachtingen dat naar boven wordt bijgesteld, neemt toe, en het winst-momentum, oftevel de mate waarin

winstprognoses de afgelopen drie maanden zijn verhoogd, blijft sterk.

De combinatie van stevige winstgroei en een voorzichtig beleggerssentiment heeft ons ertoe gebracht de wegging van Amerikaanse aandelen te verhogen van neutraal naar overwogen. We handhaven onze neutrale wegging voor Europese aandelen. Daar is het winstbeeld namelijk veel gematigder.

Ook in Europa heeft ongeveer de helft van de bedrijven uit de STOXX 600 inmiddels gerapporteerd. De winstgroei bedraagt 6%, terwijl de omzet bijna 1% is gedaald. Europese ondernemingen weten hun marges dus wel te verbeteren, maar niet dankzij hogere verkopen. De stijgende winsten zijn vooral het gevolg van kostenbesparingen, een ontwikkeling die op termijn niet houdbaar is en de economische activiteit zelfs kan afremmen.

Ook voor aandelen uit andere regio's blijven we neutraal gewogen. Per saldo hebben we nu echter een overweging.

### **Toenadering tussen VS en China**

Daarnaast kwam er goed nieuws over de handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China. Tijdens de APEC-top in Zuid-Korea spraken de presidenten van beide landen elkaar voor het eerst in zes jaar. Zij kwamen overeen om de handelsoorlog voor een jaar te pauzeren.

President Xi Jinping beloofde onder meer de beperkingen op de uitvoer van zeldzame aardmetalen en aanverwante producten op te schorten, de uitvoer van de synthetische drug fentanyl en de grondstoffen daarvoor strenger te controleren en opnieuw sojabonen van

---

Amerikaanse boeren te importeren. In ruil daarvoor kondigde president Donald Trump aan dat de VS de invoerheffingen op Chinese goederen gedeeltelijk zal verlagen, van gemiddeld 57 naar 47% en dat er opnieuw gesprekken volgen over structurele handelskwesties zoals intellectueel eigendom en markttoegang. De afdrank van de meeste analisten is dat deze uitkomst vooral de zwakte van de Amerikaanse onderhandelingspositie heeft blootgelegd.

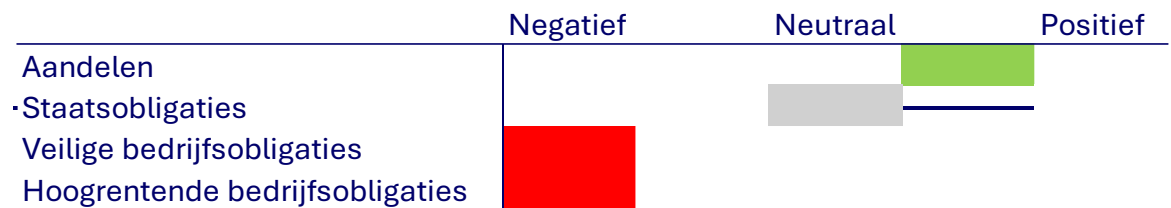
Overigens moeten wij nog zien hoe lang het 'staakt het vuren' duurt. Trump staat bekend om zijn onvoorspelbare koerswijzigingen, waardoor we de kans groot achten dat de spanningen tussen beide

grootmachten binnen een jaar weer zullen oplopen.

Hierdoor blijft het moeilijk om de gevolgen van de handelsoorlog in te schatten. Ook het IMF benadrukt in de meest recente 'World Economic Outlook' dat de onzekerheid over de economische groeivoorzichten onverminderd hoog blijft. Wel heeft de organisatie de groei-verwachtingen voor de wereldeconomie naar boven bijgesteld ten opzichte van de 'outlook' van een half jaar geleden. Het IMF verwacht nu voor 2025 een groei van 3,2 procent voor de wereldeconomie (was 2,8 procent in april) en voor 2026 een groei van 3,1 procent (was 3 procent in april).

---

**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.