



Visie op Asset Allocatie

Mei 2025

- Financiële markten kalmeren na pauze handelsoorlog
- Voorlopende economische indicatoren verslechteren
- Cashpositie verlaagd ten gunste van staatsobligaties eurozone

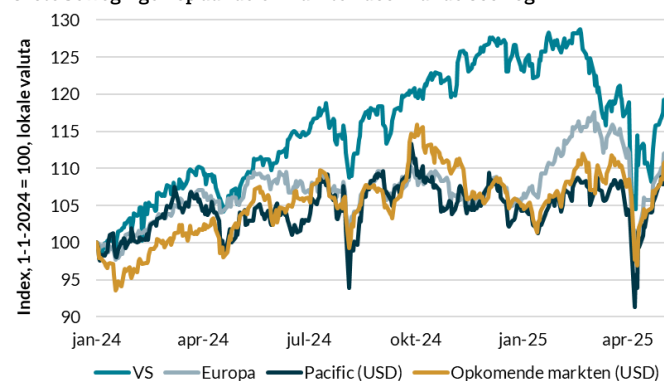
Ook in april waren financiële markten in de ban van de Amerikaanse invoerheffingen. Ondanks het feit dat president Trump de op 2 april aangekondigde heffingen al snel verzachtte, bleef de onzekerheid groot. Door deze onzekerheid rijst de vraag of een recessie in de VS nog kan worden voorkomen. Vertrouwensindicatoren zijn flink verzwakt. Verder kijken vooral aandelenbeleggers naar de winstcijfers uit de VS. Uiteraard naar de resultaten zelf, maar vooral naar de vooruitzichten die bedrijven geven. Daarin overheersen onzekerheid en terughoudendheid.

in euro's gerekend was de daling van de S&P 500 een stuk groter.

In de VS waren rentemarkten onrustig, maar was per saldo een lichte daling van de tienjaarsrente te zien. De tweejaarsrente daalde sterker, met als gevolg een versteiling van de rentecurve. In Duitsland was de daling van de tweejaars- en de tienjaarsrente vergelijkbaar en is de stijging na de aangekondigde fiscale plannen eerder dit jaar vrijwel ongedaan gemaakt. Risico-opslagen op bedrijfsobligaties liepen wat verder uit.

In ons beleggingsbeleid hebben we onze cashpositie verlaagd ten gunste van eurozone staatsobligaties. Door de renteverlagingen van de ECB vinden we cash minder aantrekkelijk. We vinden dat het te verwachten monetaire beleid redelijk is verdisconteerd in staatsobligaties. De aantrekkelijkheid van deze categorie zit hem vooral in de renteopbrengsten. We hebben onze neutrale positie in aandelen gehandhaafd. We verwachten lage economische groei en de winstdynamiek is verslechterd, wat negatief is voor aandelen, maar markten kunnen bij een doorbraak in onderhandelingen over invoerheffingen snel opleven.

Grote bewegingen op aandelenmarkten door handelsoorlog



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Dankzij de opluchting dat de draconische invoerheffingen van 2 april met 90 dagen werden uitgesteld, kalmeerden aandelenmarkten. De wereldwijde aandelenindex van MSCI wist in Amerikaanse dollars een plusje te boeken, net als de subindices voor geïndustrialiseerde landen en voor opkomende markten. Deze indices werden geholpen door valuta-effecten, aangezien de euro en de Japanse yen apprecieerden ten opzichte van de dollar. In lokale valuta zetten de S&P 500 en de STOXX 600 een stapje terug. En

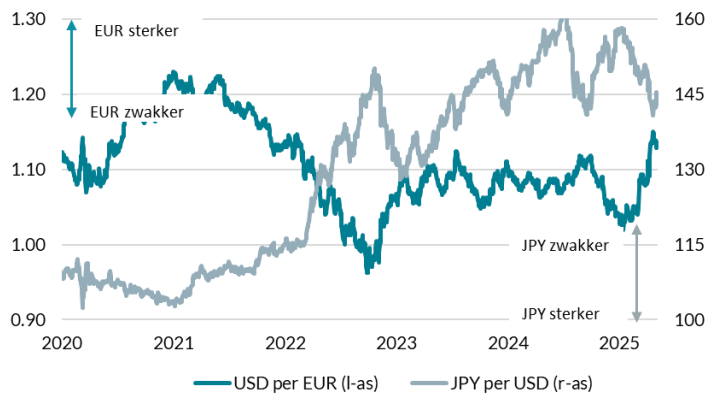
Trump draait bij

Op 2 april waren de draconische invoerheffingen nog met veel bombarie aangekondigd. In een speciale ceremonie werden de maatregelen op *Liberation Day* gepresenteerd. Na zo'n aankondiging leek het er niet op dat dit nieuwe beleid snel zou worden gewijzigd. Maar al op 9 april werden de nieuwe heffingen met 90 dagen uitgesteld en vervangen door een algemene heffing van 10%. Naast de heffingen van 25% op aluminium, staal en auto's. Behalve

voor China. Dat land had na 2 april direct tegenmaatregelen aangekondigd, waardoor de handelsoorlog tussen de VS en China juist escaleerde met invoerheffingen ver boven de 100%. Het gevolg is dat de gemiddelde invoerheffing in de VS nog steeds ergens rond 20% ligt, terwijl dat voor de handelsoorlog slechts enkele procenten bedroeg. Nog steeds een negatieve schok dus, en dan vooral voor de Amerikaanse economie.

De draai van Trump kan een onderhandelingsstactiek zijn. Eerst laten zien hoe ver je bereid bent te gaan en vervolgens ruimte bieden voor onderhandeling. Maar markten lieten ook van zich horen. De S&P 500 verloor van 3 tot 8 april 12%, gelijk aan de grootste vierdaagse dalingen tijdens de dotcom-zeepbel en de afgelopen dertig jaar alleen overtroffen door dalingen tijdens de financiële crisis in 2008 en tijdens de coronapandemie. Over het algemeen functioneren staatsobligaties als veilige haven bij dalingen van aandelenmarkten. Maar dat werkte deze keer niet. Ook de prijzen van staatsobligaties daalden, vooral van obligaties met lange looptijden. De rentestijgingen die daaruit volgden behoorden tot de grootste van de afgelopen dertig jaar. Over het waarom hiervan is druk gespeculeerd. Het kan zijn dat buitenlandse beleggers Amerikaanse effecten verkochten. De dollar, die normaal ook als veilige haven fungeert, daalde immers ook. Een andere mogelijkheid is dat beleggers liquiditeit nodig hadden om verliezen op speculatieve posities te dekken. Een aanwijzing hiervoor is dat in deze dagen ook de goudprijs, eveneens een veilige haven in tijden van onrust, daalde.

Amerikaanse dollar onder druk



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

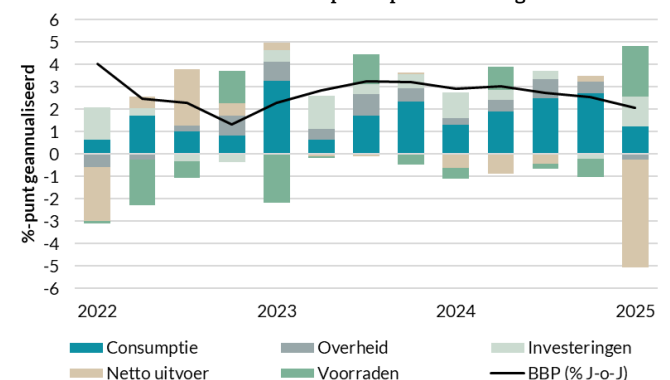
Hoe het ook zij, de stress op financiële markten en de druk van invloedrijke beleggers en bankiers leidden Trump naar zijn grote draai op 9 april. Zelf zei hij dat de draai werd ingegeven doordat mensen een beetje bang werden. Geen vooraf bedachte onderhandelingsstactiek dus. De draai van Trump had een grote opluchting als gevolg, waarbij de S&P 500 in één dag bijna 10% steeg. Die opluchting lijkt op het eerste gezicht opvallend, aangezien de gemiddelde

invoerheffing met de escalatie tussen China en de VS, tussen 2 april en 9 april maar weinig is gedaald. Maar de draai opent wel de weg naar onderhandelingen. Dat de Chinese overheid enkele goederencategorieën uitsloot van heffingen werd gezien als een klein gebaar van goede wil. Wellicht komen we dan uit op een algemene invoerheffing van 10% en een heffing van 60% voor Chinese invoer. Met mogelijk de nodige uitzonderingen. Dat zijn cijfers die Trump in zijn verkiezingscampagne heeft genoemd. Dat zou nog altijd behoorlijk negatief zijn voor de VS en voor China, maar zou voor Europa een beperkt effect hebben.

Recessie VS?

Vorige maand schreven we al over tegenvallende Amerikaanse cijfers en de twijfel over de Amerikaanse consument. Dat is de afgelopen maand niet verbeterd, al blijven de harde economische data recentelijk op peil. Volgens de eerste raming kromp de Amerikaanse economie in het eerste kwartaal van 2025. Met een daling van 0,1% ten opzichte van het voorgaande kwartaal was de krimp minimaal. Bovendien was de krimp sterk vertekend doordat gezinnen en bedrijven vooruitliepen op de invoerheffingen. Zo steeg de invoer met 9,0% ten opzichte van het laatste kwartaal van vorig jaar. Met een lichte stijging van de uitvoer droeg de buitenlandse handel daarmee per saldo ruim 1%-punt negatief bij aan de groei. Invoer wordt in de berekening van het BBP immers afgetrokken van de consumptie, investeringen en overheidsuitgaven. Daardoor is hogere invoer negatief voor de groei. Die invoer kwam voor een groot deel terecht in voorraden, waarmee de voorraden juist positief bijdroegen aan de groei.

Groei VS sterk vertekend door anticipatie op invoerheffingen



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Als we de effecten van de buitenlandse handel en de voorraden buiten beschouwing laten, groeide de zogenoemde binnenlandse finale vraag met 0,6%. Dat is lager dan de voorgaande zes kwartalen, maar geen slecht cijfer. Toch zijn ook hier effecten van anticiperen op de

handelsoorlog te zien. De groei van de consumptie vertraagde tot 0,4%, ondanks het feit dat de autoverkopen in maart zeer sterk stegen. En de bedrijfsinvesteringen in machines stegen ook opvallend sterk gezien de stand van de economie en de onzekere situatie.

Behalve de binnenlandse groei zijn er meer indicatoren die goed op peil blijven. Zo was de banengroei in maart en april sterk. Het aantal gewerkte uren bij bedrijven is blijven stijgen. Vaak laten bedrijven werknemers eerst minder uren werken alvorens ze te ontslaan, maar daar is dus geen sprake van. De afname van het aantal tijdelijke banen is tot stilstand gekomen, wat ook een gunstig teken is. Verder zijn de aanvragen voor nieuwe werkloosheidsuitkeringen laag gebleven. De groei van de uurloren is wat afgenomen, maar genereert inkomensgroei voor huishoudens en is met een groei van de arbeidsproductiviteit van 2% verenigbaar met 2% inflatie. Behalve bij de overheid is er geen sprake van een toename van het aantal gedwongen ontslagen. De orders en verschepingen van kapitaalgoederen laten een licht opwaartse trend zien. En de groei van de inkomens van huishoudens is de afgelopen maanden versneld.

Vooruitkijkende indicatoren schetsen echter een somberder beeld. De daling van het consumentenvertrouwen zette in april onverminderd door voor de vierde maand op rij. Volgens de enquête van de universiteit van Michigan is het vertrouwen van consumenten nu vergelijkbaar met de dieptepunten tijdens de financiële crisis en de coronapandemie. Consumenten maken zich zorgen over oplopende inflatie en een verslechterende arbeidsmarkt. Werkzoekenden worden geconfronteerd met minder openstaande vacatures. Tot nu toe is de afkoeling van de arbeidsmarkt vooral te zien geweest in minder openstaande vacatures, maar naarmate het aantal openstaande vacatures daalt, komt het moment dichterbij dat de afkoeling gaat leiden tot hogere werkloosheid.

Volgens de werkgelegenheidscomponent van de ISM-indices zijn grote bedrijven minder geneigd om nieuw personeel aan te nemen. Deze component is gedaald tot een niveau dat duidt op een daling van de werkgelegenheid. Ook kleine bedrijven zijn minder geneigd om nieuw personeel aan te nemen. Ten slotte staat de investeringsbereidheid van bedrijven flink onder druk door de grote onzekerheid.

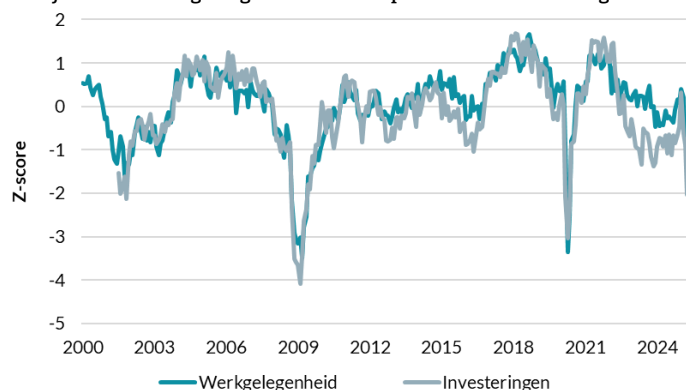
Met over het algemeen nog degelijke reële indicatoren en verslechterende voorlopende indicatoren voorzien wij weinig groei voor de Amerikaanse economie in de komende kwartalen. Groeicijfers kunnen flink vertekenen door sterke veranderingen van de invoer, maar per saldo ligt stagnatie op de loer. Als er wat meer duidelijkheid komt over de invoertarieven en deze lager uitkomen dan op 2 april aangekondigd, kan een recessie worden vermeden. Ook het ontbreken van grote onevenwichtigheden bij consumenten en bedrijven, zoals te hoge schulden of overinvesteringen, pleiten tegen een recessie. De zwakke overheidsfinanciën, met een groot begrotingstekort en een oplopende staatsschuld, geven minder ruimte om de economie te ondersteunen.

Groei eurozone valt mee

De groei in de eurozone in het eerste kwartaal met 0,4% ten opzichte van het voorgaande kwartaal was een meevaller. Vooral de Spaanse economie groeide degelijk met 0,6%, als was dit wel lager dan in voorgaande kwartalen. De 0,3% groei in Italië was het hoogste in twee jaar. In Duitsland wisselen kwartalen van krimp en groei elkaar al bijna twee jaar af. Deze keer groeide de economie met 0,2% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Maar de Duitse economie is nog altijd kleiner dan op het hoogtepunt in het derde kwartaal van 2022. De Franse en de Nederlandse economie groeiden met 0,1% ten opzichte van het laatste kwartaal van vorig jaar. Daarmee zwakte de groei in Nederland af, maar met een groei van 2,2% op jaarbasis heeft de Nederlandse economie het relatief goed gedaan.

Er zijn een paar redenen om aan te nemen dat het groeitempo van de eurozone in het eerste kwartaal niet houdbaar is. Ten eerste ligt dit groeitempo boven het gemiddelde wat de economie van de eurozone op lange termijn kan realiseren. Ten tweede groeide de Ierse economie zeer sterk, terwijl de groei in Ierland volatiel is vanwege de grote invloed van fiscale constructies en bovendien nogal eens wordt herzien. Ten derde heeft een sterke uitvoer naar de VS naar alle waarschijnlijkheid bijgedragen. Details van de BBP-cijfers zijn nog niet bekend gemaakt, maar afzonderlijke cijfers laten zien dat de uitvoer van de eurozone naar de VS in januari en februari met 15% groeide ten opzichte van het laatste

Bedrijven VS minder geneigd tot uitbreiden personeel en investeringen



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

kwartaal van vorig jaar. Dit uiteraard vooruitlopend op de invoertarieven en dus van tijdelijke aard. De invoering van die tarieven zal juist een rem zetten op de groei in de eurozone, al denken we dat dit beperkt kan blijven zolang de tarieven van 2 april, na de pauze, niet alsnog ingevoerd gaan worden.

Voorlopende indicatoren bieden niet al te veel hoop. De Duitse Ifo-index boekte een miniem winstje in april, maar staat nog altijd op een zeer laag niveau. De ZEW-index, die een stuk volatieler is, maar wel wat voorloopt op de Ifo-index kelderde juist in april. De Economic Sentiment Index daalde naar onderin de bandbreedte waar de index al sinds eind-2024 in zit. Een bandbreedte die wijst op een stagnerende economie. De inkoopmanagersindex voor de industrie was in april vrijwel ongewijzigd op 48,7, terwijl de index voor de dienstensector daalde naar 49,7. Daarbij wijzen beide indices op krimp. Net als in de VS neemt de bereidheid van bedrijven om nieuw personeel aan te nemen af. Ten slotte, het consumentenvertrouwen daalde in april naar het laagste niveau in ruim twee jaar.

Inkoopmanagersindices eurozone wijzen op krimp



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Voor de eurozone rekenden we vooral op de consument om de kar te trekken in 2025. Met een lage werkloosheid en een gunstige inkomensontwikkeling is dat nog altijd mogelijk. Maar het dalende consumentenvertrouwen is wel een teken aan de wand. We verwachten dat het negatieve effect van de handelsoorlog in de eurozone kleiner zal zijn dan in de VS. De groei in de eurozone zal steun ondervinden van de fiscale plannen in Duitsland en de defensieplannen in het algemeen, maar het kost tijd om die te implementeren. De effecten daarvan zullen pas later in het jaar merkbaar worden. Daarmee kan het zo zijn dat de groei in de eurozone in 2025 vergelijkbaar zal zijn met die in 2024, terwijl de groei in de VS fors afneemt.

China: handelsoorlog, structurele problemen en stimulering

In 2024 groeide de Chinese economie met 5%, precies het doel dat de overheid nastreefde. In het laatste kwartaal van vorig jaar en in het eerste kwartaal van dit jaar was de groei zelfs 5,4% op jaarbasis. Enige scepsis over de Chinese groeicijfers is terecht, maar dat de waaier aan stimuleringsmaatregelen die in de herfst van vorig jaar zijn aangekondigd enig effect hebben, is niet zo verrassend. Toch pakken deze maatregelen de structurele problemen nog niet aan. Zo kunnen consumenten subsidie krijgen als ze consumptiegoederen vervangen. Dat leidt tot meer vraag op korte termijn, maar het effect valt weg zodra de regeling stopt. Verder worden er meer obligaties uitgegeven om vooral lagere overheden financieel te assisteren, maar investeringen in nog meer infrastructuur is niet wat China op dit moment nodig heeft. Structurele maatregelen om de overmatige besparingen van huishoudens omlaag te krijgen, zoals een beter sociaal vangnet of betere toegang tot gezondheidszorg of kinderopvang, zijn grotendeels uitgebleven.

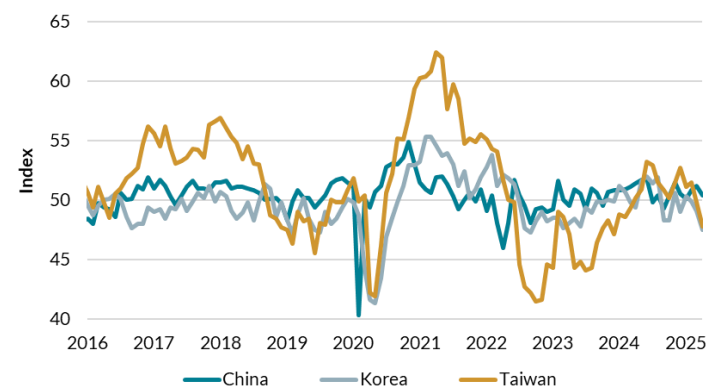
De problemen in de vastgoedmarkt zijn wat afgenomen. Maatregelen om projectontwikkelaars financieel te steunen en zo het vertrouwen van kopers terug te winnen, lijken wat effect te sorteren. Zo is de daling van de verkoop van woningen en commercieel vastgoed vrijwel tot stand gekomen. Aangezien er veel te veel werd gebouwd, dalen de bouwactiviteiten nog wel. Toch neemt het aantal te koop staande woningen nog licht toe. Prijzen staan dan ook nog onder druk. In maart lag de gemiddelde prijs van nieuwe woningen 4,5% lager dan een jaar eerder en die van een bestaande woning 6,7% lager. Dat zijn wel wat lagere dalingen dan enkele maanden geleden. Dit heeft echter nog niet geleid tot herstel van het consumentenvertrouwen.

Op dit moment geldt voor Chinese producten een exorbitante Amerikaanse invoerheffing van 145%. Omgekeerd hanteert China een tarief van 125% voor Amerikaanse producten. De gevolgen hiervan beginnen al duidelijk te worden. Havens in de VS melden minder inkomende producten vanuit Azië in het algemeen en China in het bijzonder. Er is melding gemaakt van een daling van de boekingen van containers met 60%. In de VS wordt al gewaarschuwd voor lege schappen in winkels voor producten afkomstig uit China.

De uitvoer van China naar de VS bedraagt ongeveer 2,5% van het BBP. Dat is de afgelopen jaren afgenomen. Sinds de vorige keer dat Trump invoertarieven verhoogde, heeft China zijn afhankelijkheid van de VS afgebouwd. Enerzijds door nieuwe markten aan te boren, anderzijds door delen van de productie naar andere landen te verplaatsen. Desondanks kan de Chinese groei met de huidige enorm hoge tarieven gemakkelijk met 1 tot 1,5%-punt dalen. Het

vertrouwen van ondernemers in de industrie en in de dienstensector daalde dan ook in april.

Inkoopmanagers Aziatische industrie somberder



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Dat was ook het geval in andere Aziatische landen. Deze regio is over het algemeen sterk afhankelijk van de uitvoer en dan vooral de uitvoer naar de VS. De inkoopmanagersindices voor de industrie in Zuid-Korea, Taiwan, Indonesië, Maleisië en de Filippijnen daalden onder de 50, wat duidt op krimp.

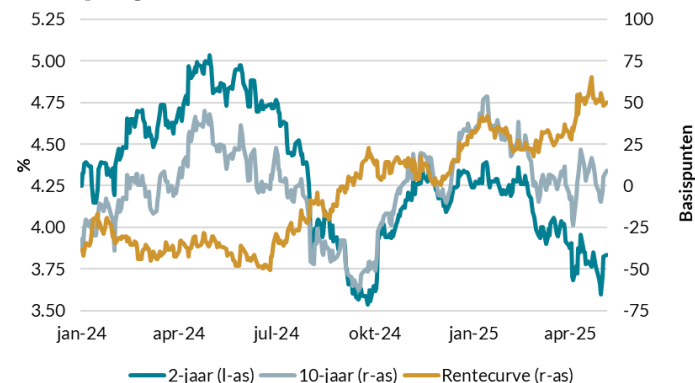
Langer lopende obligaties aantrekkelijker

De afgelopen maand daalden rentes in de VS aan de korte kant meer dan aan de lange kant van het looptijdspectrum. Hogere inflatie als gevolg van de invoerheffingen zou kunnen leiden tot minder renteverlagingen, maar zwakkere groei juist tot meer. De Fed heeft haar toon op dit gebied aangepast. In maart zei Fed-voorzitter Powell nog ervan uit te gaan dat het inflatoire effect van invoerheffingen tijdelijk zou zijn. Een enigszins pikante uitspraak, aangezien de Fed de inflatiegolf tijdens de coronapandemie in eerste instantie ook als tijdelijk zag. Maar daarna toch flink aan de bak moest met renteverhogingen om die inflatie te bestrijden. Recente uitspraken duiden op een meer afwachtende houding. Half april liet Powell weten dat de invoerheffingen hoger waren dan gedacht en zouden leiden tot hogere inflatie en lagere groei. De inflatoire effecten zouden ook hardnekkiger kunnen zijn. Gezien deze tegenstrijdige ontwikkelingen voor het monetaire beleid, liet Powell weten te kunnen wachten met enige renteveranderingen tot er meer duidelijkheid is. Toch prijst de markt voor futures op het rentetarief van de Fed na het negatieve groei cijfer over het eerste kwartaal en lager dan verwachte inflatiecijfers nu drie renteverlagingen voor het einde van het jaar in. Dat lijkt ons veel als de Fed het rentebeleid de komende maanden onveranderd laat.

Na de paniecreactie op obligatiemarkten begin april, waarin de Amerikaanse tienjaarsrente in een paar dagen

steeg van 4,0% naar 4,5%, is de rust op deze markt weergekeerd. Tijdens die onrust werd druk gespeculeerd dat buitenlandse beleggers niet meer bereid zouden zijn te beleggen in Amerikaanse staatsobligaties en het einde van de dollar als wereldwijde sleutelvaluta.

Onrust op obligatiemarkten VS, rentecurve versteild



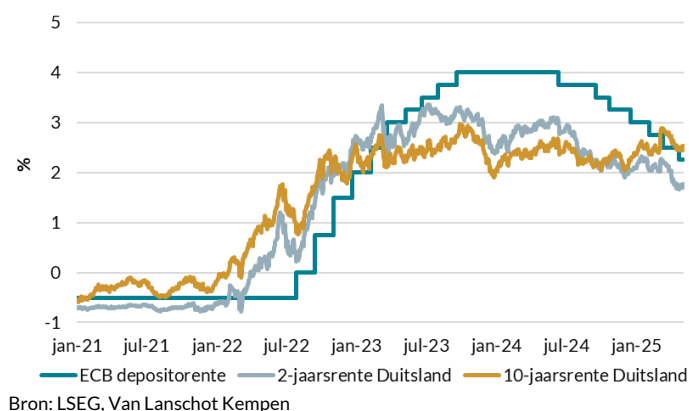
Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

We snappen de zorgen over het Amerikaanse begrotingstekort. Door de grote tekorten, oplopende rentes en het feit dat de Amerikaanse overheid haar schuld relatief kort heeft gefinancierd, zijn rentelasten snel opgelopen tot ruim 20% van de inkomsten van de federale overheid. Invoerheffingen zullen geld in het laatje brengen voor de overheid. Hoeveel is onzeker, aangezien de definitieve heffingen nog onbekend zijn en de invoer zal dalen als gevolg van de heffingen. En als ook de economische groei afneemt, zullen belastinginkomsten dalen. Rekening houdend met al deze effecten lopen schattingen van de netto inkomsten van een gemiddelde invoerheffing van 15% uiteen van 200 tot 400 miljard dollar per jaar. Dat is een significant bedrag, maar lang niet genoeg om het federale tekort van 2000 miljard dollar te dichten. En ook niet genoeg om de belastingverlagingen die Trump in 2017 invoerde te verlengen. Deze verlagingen lopen eind dit jaar af. Als die niet verlengd worden, betekent dat een belastingverhoging voor Amerikaanse gezinnen. Verlenging kost volgens het Congressional Budget Office 460 miljard dollar per jaar. Kortom, ook de komende jaren zal het begrotingstekort in de VS zeer hoog zijn. Dat kan rentes onder opwaartse druk zetten en vragen oproepen over de status van de dollar. Maar aangezien er geen reële alternatieven zijn, denken wij dat doemscenario's over een dollarcrisis overdreven zijn. We denken wel dat het neerwaartse potentieel voor de Amerikaanse lange rente voorlopig beperkt is. Niet zozeer vanwege zorgen over de financiële situatie van de overheid, maar vooral omdat we denken dat de Fed de rente de komende maanden niet zal verlagen.

In de eurozone heeft de ECB het gemakkelijker dan de Fed. De economische groei is laag en de inflatie daalt. In april

was de totale inflatie onveranderd op 2,2%, wat nog maar iets boven het doel van de ECB van 2% is. De kerninflatie steeg weliswaar van 2,4% in maart naar 2,7% in april als gevolg van een stijging van de inflatie van diensten, maar dat heeft vooral te maken met de timing van Pasen. Als Pasen laat in april valt, is de kerninflatie in die maand doorgaans hoger. Om dan in mei weer terug te vallen. Een deflator effect van de handelsoorlog in een traag groeiende economie en afkoelende looninflatie pleiten voor een verdere afname van de inflatie in de dienstensector. Daarmee hoeft het inflatiecijfer van april niet zorgwekkend te zijn voor de ECB. Toch zal de ECB de rente niet elke beleidsvergadering blijven verlagen. Voor het einde van het jaar prijzen markten nog twee renteverlagingen in, terwijl er nog vijf vergaderingen zijn. In maart hintte de ECB nog op een pauze, aangezien de bank sinds de zomer van 2024 de rente al met 150 basispunten had verlaagd. Met toegenomen onzekerheid verlaagde de ECB de rente in april toch. En werden alle opties open gehouden. Blijft het feit dat de rente al sterk is verlaagd, inmiddels met 175 basispunten en daarmee minder, of wellicht zelfs niet meer, restrictief is. Waarmee de ECB de rente in een lager tempo kan verlagen en dus pauzes kan inlassen.

ECB heeft de rente al fors verlaagd



Aangezien we het op het punt van renteverlagingen met de markt eens zijn, denken we dat het potentieel voor verdere rentedaling aan de lange kant beperkt is. Zeker nadat de Duitse rente na de piek begin maart behoorlijk is gedaald. Het opwaartse effect dat de fiscale plannen van de nieuwe regering had, is helemaal verdwenen. Met dalende inflatie en trage groei achten we de kans op een rentestijging beperkt. Vooral dit laatste heeft ons ertoe aangezet om een deel van onze cashpositie te beleggen in eurozone staatsobligaties. Eind februari lag de Duitse tienjaarsrente 10 basispunten hoger dan de driemaandsrente. Inmiddels is dat verschil opgelopen tot ruim 60 basispunten. En als de ECB de rente verder verlaagt zoals verwacht, gaan we ervan uit dat dit renteverschuif groter wordt. Waarmee cash dus relatief nog onaantrekkelijker wordt.

Winstverwachtingen onder druk

Een daling van de S&P 500 met 0,8% en van de STOXX 600 met 1,2% in april en beide indices die al vrijwel terug zijn op het niveau van voor 2 april. Het lijkt er wel op alsof beleggers ervan uit gaan dat alles weer bij het oude is. De hoop dat onderhandelingen zullen leiden tot beduidend lagere Amerikaanse invoerheffingen dan op 2 april aangekondigd, heeft zijn uitwerking op aandelenmarkten niet gemist. Ondanks dat nog geen enkel concreet resultaat te melden is omtrent handelsakkoorden. We snappen die hoop wel. Wij gaan er ook niet vanuit dat de heffingen van 2 april alsnog worden ingevoerd. De schade aan economieën en op financiële markten zou simpelweg te groot zijn. Maar geen enkele verhoging van de Amerikaanse invoerheffingen lijkt ons erg onwaarschijnlijk. Toch is de range van opties op dit gebied groot.

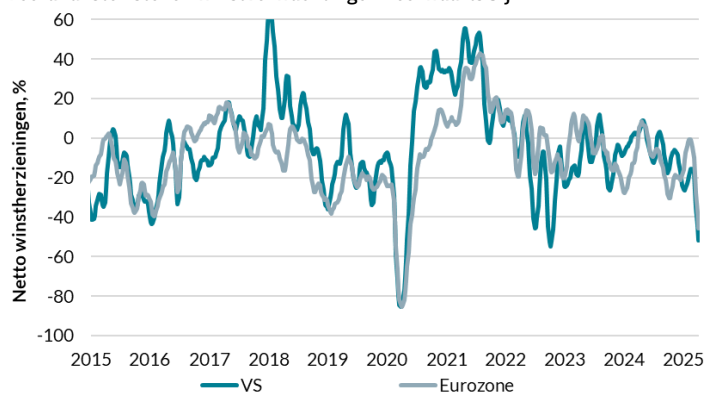
De vraag is of er wellicht al zoveel schade is aangericht dat de Amerikaanse economie in een recessie terechtkomt en de groei in de wereldeconomie sterk vertraagt. Zoals hierboven beschreven is de ontwikkeling van veel economische indicatoren niet al te bemoedigend in dit opzicht. Wij gaan ervan uit dat een recessie kan worden vermeden, maar het zal erom spannen.

In de VS rapporteren bedrijven tot nu toe een sterke winstgroei van 13% in het eerste kwartaal ten opzichte van het eerste kwartaal van 2024. Dat is ruim 8%-punt hoger dan verwacht. In de sectoren energie en basisindustrie zijn de winsten met bijna 20% gedaald, in de sector niet-duurzame consumptiegoederen met bijna 5%. In de overige sectoren zijn de winsten gestegen, variërend van 2% in de sector industrie tot ruim 50% in de sector gezondheidszorg. In Europa is het beeld minder rooskleurig. Winsten zijn hier tot nu toe (ongeveer de helft van de bedrijven heeft gerapporteerd) met bijna 9% gedaald. Gedreven door de sectoren energie, industrie, duurzame consumptiegoederen en financiële dienstverlening. Over het algemeen zijn bedrijven terughoudend in hun vooruitzichten, onzekerheid is troef. Het aantal Amerikaanse bedrijven dat zijn vooruitzichten verlaagt, ligt rond het gemiddelde van de afgelopen jaren, maar het aantal bedrijven dat optimistischer wordt, ligt relatief laag.

Dit is ook doorgedrongen tot aandelenanalisten. Een overgrote meerderheid van de analisten stelt winstverwachtingen neerwaarts bij. Het netto percentage analisten dat de winsten neerwaarts bijstelt, ligt nog niet op recessie-niveau, maar zit daar ook niet heel veel meer boven. Dit zegt iets over de breedte van de winstherzieningen, maar nog niet alles over de mate waarin winsten neerwaarts worden bijgesteld. Dat valt nog mee. De gemiddelde winstverwachting voor 2025 en 2026 is tot nu toe dit jaar met ruim 3% neerwaarts bijgesteld.

Gemiddeld werden winsten de afgelopen tien jaar (met uitzondering van het coronajaar 2020) in de VS tot eind april nauwelijks neerwaarts bijgesteld, in Europa met bijna 1%. Maar de spreiding is vrij groot. Bijstellingen van -3% zijn niet uitzonderlijk negatief. Het momentum van de winstverwachting, wat wij definiëren als de verandering van de verwachte winsten in de afgelopen drie maanden, is in de VS afgenomen tot ongeveer nul, en in Europa tot zo'n -10%. In het geval van een recessie zouden winsten normaal gesproken verder neerwaarts bijgesteld moeten worden. Al met al is de winstdynamiek de afgelopen weken flink verslechterd. Dit terwijl aandelenmarkten juist een herstel hebben laten zien. Dit maakt aandelen kwetsbaar.

Veel analisten stellen winstverwachtingen neerwaarts bij



Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Toch hebben we onze aandelenpositie neutraal gehouden. Redenen voor een onderweging zijn de negatieve signalen van voorlopende indicatoren en de verslechterde winstdynamiek. Tegen een onderweging pleiten reële indicatoren, zoals de degelijke arbeidsmarktcijfers in de VS en de afwezigheid van grote onevenwichtigheden in de private sector in de VS en Europa. Wat ook helpt is dat bedrijven hun winstmarges gemiddeld genomen goed op peil weten te houden. Maar bovenal pleit de onvoorspelbaarheid van de ontwikkelingen rond de handelsoorlog voor een neutrale houding. Bij goed nieuws kunnen aandelenmarkten snel positief reageren, maar bij slecht nieuws kunnen markten ook snel omlaag gaan.

Tactische vooruitzichten

Vermogenscategorie	
Aandelen	Neutraal
De wereldwijde aandelenindex van MSCI steeg in april in dollars gemeten, maar werd daarbij geholpen door valuta-effecten. De appreciatie van de euro, de Japanse yen en een reeks valuta uit opkomende markten, maakten aandelen uit deze landen duurder in Amerikaanse dollars, wat te zien was in de stijging van de wereldwijde index. Dat geldt ook voor de index voor geïndustrialiseerde landen. In lokale valuta daalden Amerikaanse en Europese aandelen licht, terwijl Japanse aandelen een klein plusje lieten zien. De volatiliteit was groot. Na de aankondiging van draconische invoertarieven door de Amerikaanse president Trump op 2 april kelderden aandelenmarkten, maar toen een week later een pauze werd ingevoerd, boekten vooral Amerikaanse aandelen historische winsten. Daarna hielp de hoop op onderhandelingen over tarieven aandelen in een licht opwaartse trend. Ondertussen pakken donkere wolken zich samen boven de Amerikaanse economie. Vooral voorlopende indicatoren schetsen een somberder beeld. Ook in de eurozone lijkt de economie de komende kwartalen weer te gaan stagneren. Daarnaast worden winstverwachtingen wereldwijd in sterk toenemende mate neerwaarts bijgesteld. Winstgroei van bedrijven is afhankelijk van nominale economische groei. In de eurozone kan een stagnerende economie en dalende inflatie de winstgroei onder druk zetten. In de VS zal de inflatie oplopen, wat de nominale groei helpt maar als die inflatie door hogere invoerheffingen komt, zal het winstmarges onder druk zetten. Er zijn dus genoeg redenen om voorzichtig te zijn met aandelen. Toch handhaven we onze neutrale positie. Een positieve doorbraak in de handelsoorlog kan immers leiden tot euforie op aandelenmarkten. Het is vooral deze onzekerheid die ons neutraal houdt.	
Staatsobligaties	Overwogen
In april daalde in de VS de tweejaarsrente met bijna 30 basispunten, de tienjaarsrente met maar 5 basispunten. De rentecurve versteilde dus verder. Die versteiling was ook te zien in het VK en in Duitsland, al was het minder dan in de VS. In het VK daalde de tweejaarsrente met bijna 40 basispunten, in Duitsland met 33 basispunten. De tienjaarsrente in het VK daalde met 23 basispunten, die in Duitsland met 29 basispunten. Vooral op Amerikaanse rentemarkten was grote volatiliteit te zien. Na de op 2 april aangekondigde Amerikaanse invoerheffingen baarden de gelijktijdige daling van aandelen, obligaties en de Amerikaanse dollar grote zorgen. Het zijn waarschijnlijk vooral deze zorgen die de Amerikaanse president Trump tot een pauze aanzetten, wat rust gaf op financiële markten. In de VS heeft de Fed een meer afwachtende houding aangenomen ten aanzien van de inflatoire effecten van de invoerheffingen. Bovendien maakt de druk van Trump op Fed-voorzitter Powell om de rente te verlagen het voor de Fed ook niet gemakkelijker om dit ook te doen. Daarmee zou immers de onafhankelijkheid van de Fed in gevaar komen. Wij denken dat de Fed de rente de komende maanden onveranderd zal laten en vinden het aantal door de markt ingeprijsde renteverlagingen aan de agressieve kant. Daarmee is ook het potentieel van rentedaling beperkt. Daarbij houden we uiteraard de economische vertraging nauwlettend in de gaten. Onze overwogen positie in Amerikaanse staatsobligaties is mede ingegeven door onze voorzichtige houding ten aanzien van aandelen. De positie is ook een gevolg van de grote onderweging die we hebben in Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties. Rekening houdend met die positie zijn we onderwogen Amerikaanse investment grade obligaties (staats- en bedrijfsobligaties samen) en zouden we dus profiteren van een rentestijging. Dat is niet iets dat we voorzien. De overweging in Amerikaanse staatsobligaties is vooral vanwege de renteopbrengsten. In de eurozone hebben we onze positie in staatsobligaties opgehoogd ten koste van onze cashpositie. In de eurozone voorzien we lage groei en dalende inflatie, waarbij we het monetaire beleid overigens redelijk geprijsd vinden. Ook hier zien we het potentieel voor rentedalingen beperkt, maar vanwege de steilere rentecurve vinden we obligaties met een langere looptijd aantrekkelijker dan cash. Met verdere renteverlagingen van de ECB in het vooruitzicht zien we deze aantrekkelijkheid van de renteopbrengsten van obligaties met een langere looptijd verder toenemen.	
Bedrijfsobligaties investment grade	Onderwogen
Investment grade bedrijfsobligaties hebben de onrust op financiële markten opmerkelijk goed doorstaan. In de VS was de risico-opslag op deze obligaties opgelopen tot bijna 100 basispunten. Op 9 april werd een piek bereikt van 121 basispunten, waarna richting het einde van de maand een geleidelijke daling volgde. Per saldo resulteerde voor de maand een stijging van 12 basispunten. De piek van 121 basispunten is historisch gezien laag en op dat niveau werd geen recessie ingeprijsd. In de eurozone was een vergelijkbare ontwikkeling te zien, met een piek van de risico-opslag op 125 basispunten en een maandelijkse stijging van 16 basispunten. In de VS is de risico-opslag van investment grade bedrijfsobligaties onaantrekkelijk ten opzichte van staatsobligaties. Zeker nu de kans op een recessie is toegenomen. We hebben onze onderweging gehandhaafd. De kans op outperformance is naar onze mening kleiner dan het risico op underperformance bij een oplopende risico-opslag. Dat punt komt in de eurozone ook steeds dichterbij. Maar in de eurozone is de risico-opslag relatief minder laag en maakt de risico-opslag bovendien een groter deel uit van de totale rentevergoeding. Vandaar dat we voor de eurozone nog wel een voorkeur hebben voor investment grade bedrijfsobligaties ten opzichte van staatsobligaties. Aangezien de onderweging in de VS groter is dan de overweging in de eurozone, zijn we per saldo onderwogen in deze beleggingscategorie.	

Vermogenscategorie	
Bedrijfsobligaties high yield	Onderwogen
In april liep de risico-opslag op high yield bedrijfsobligaties in de VS verder op met 39 basispunten. In de eurozone steeg de risico-opslag met 42 basispunten. De ontwikkeling gedurende de maand was vergelijkbaar met die op investment grade bedrijfsobligaties. Een piek na de verhoging van de invoerheffingen en een daling na de pauze van die heffingen. De uitslagen waren uiteraard groter. In de VS bereikte de risico-opslag 461 basispunten, in de eurozone 429 basispunten. In een recessie kunnen risico-opslagen op high yield bedrijfsobligaties oplopen tot 900 basispunten of meer. Een recessie werd ook in deze markten dus niet ingeprijsd. Aan het eind van de maand was de risico-opslag in de VS en in Europa gedaald naar zo'n 370 basispunten, wat iets lager is dan het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar. Wij denken echter dat de risico's hoger zijn dan de afgelopen vijf jaar. We voorzien lage groei met een verhoogde kans op een recessie. Zelfs als de economieën van de VS en van de eurozone de komende kwartalen blijven groeien, vinden wij de risico-opslag gering. Bedrijven hebben namelijk wel te maken met hogere rentelasten. Bovendien weten we dat als het solide sentiment op deze markt verslechtert, de liquiditeit van deze obligaties snel opdroogt en risico-opslagen stijgen. Met de lage risico-opslagen vinden we het opwaarts potentieel van high yield ook lager dan voor aandelen. We vinden risico-opslagen krap, waarmee deze categorie relatief onaantrekkelijk is ten opzichte van staatsobligaties.	
Staatsobligaties opkomende markten	Neutraal
De rente op een veel gebruikt mandje staatsobligaties van opkomende landen uitgegeven in US dollars (EMD HC) steeg in april naar 7,9%. Dit was de resultante van een licht dalende Amerikaanse staatsrente aan de ene kant en een stijgende risicopremie (17 basispunten) aan de andere kant. Beleggers krijgen vanuit de risico-opslag een extra rendement ten opzichte van de Amerikaanse rente van 368 basispunten, iets minder dan het gemiddelde over de afgelopen tien jaar (408 basispunten). Groei in opkomende landen is gemiddeld genomen voldoende op peil, maar staat onder druk door de handelsoorlog. Onzekerheden voor deze landen komen vooral vanuit de Amerikaanse overheid. (De wens voor) een zwakkere dollar is niet ongunstig. Maar (extra) Amerikaanse invoertarieven kunnen zorgen voor een afzwakkende groeidynamiek. De rentevergoeding voor een mandje staatsobligaties van opkomende landen, uitgegeven in lokale valuta, daalde in april iets naar 6,1%. Markten keken naar de mogelijkheden voor centrale banken in opkomende economieën om bij lagere groei de rente te verlagen. Maar bij een sterke groeivertraging kunnen rentes in deze landen juist ook oplopen als beleggers een hogere risicopremie verlangen. Wij vinden een gemiddelde vergoeding van 6,1% in het algemeen laag ten opzichte van rentes in ontwikkelde landen. Bovendien kunnen lokale valuta onder druk komen door Amerikaanse invoertarieven.	
Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
Vanaf 2022-2023, toen renteniveaus stegen, is beursgenoteerd vastgoed achtergebleven bij algemene aandelen. In april, na de marktonrust rondom handelsspanningen, deed beursgenoteerd vastgoed het echter beter dan algemene aandelen. De Duitse rente is sinds begin maart ongeveer -0,5% gedaald, mede vanwege de zorgen omtrent het handelsbeleid van de VS dat met name een deflatorisch effect heeft op de eurozone. Na de initiële onrust wist Europees beursgenoteerd vastgoed dan ook te stijgen in april. Het beeld was in de VS anders. Het handelsbeleid leidt tot een daling van de groei in de VS en zorgt voor verstoring van invoer- en productieketens. Meer cyclische sectoren als kantoren en winkels lieten een daling zien. Ook logistiek had het zwaar. Wij houden een neutrale visie. Onderhandelingen over het handelsbeleid zouden kunnen leiden tot een opleving en het oplopen van tegenmaatregelen tot verdere neerwaartse aanpassingen. Een stagflatie-scenario in de VS is een risico. In Europa zien we vanaf huidige niveaus niet veel verdere rentedaling, na de eerdere aankondiging van fiscale verzuiming in Duitsland. De waardering is relatief goedkoop ten opzichte van algemene aandelen. Ten opzichte van renteniveaus is wereldwijd ontwikkeld beursgenoteerd vastgoed duur en vinden we Europa neutraal gewaardeerd.	
Grondstoffen	Neutraal
Over het algemeen daalden de prijzen van grondstoffen in april. En zelfs meer dan aandelenindices. Terwijl er hoop was op onderhandelingen in de handelsoorlog, liepen de spanningen tussen de VS en China juist hoog op. Als de economie van China vertraagt en de wereldhandel terugvalt, is dat ongunstig voor grondstoffen. De brede grondstoffenindex van Bloomberg daalde dan ook met bijna 5% in april (in lokale valuta). Olieprijzen gingen met zo'n 15% omlaag, basismetalen met 7%. In deze onzekere tijden blijft goud het zeer goed doen. In april steeg de goudprijs met 6%. Voor olie geldt dat er voldoende productiecapaciteit is. Terwijl de vraag zwak is, kondigde de OPEC aan dat acht leden hun productie willen verhogen met in totaal ruim 400.000 vaten per dag vanaf juni. Voor basismetalen achten we vooral de groei van de Chinese economie niet sterk genoeg om een positie in te nemen. Goud blijft maar nieuwe records zetten. Op dit moment kunnen geopolitieke en economische onzekerheden genoemd worden als reden, maar gezien de hoge prijs is er al veel onzekerheid en/of rentedaling in de goudprijs verdisconteerd. We houden het erop dat vooral centrale banken met hun aankopen de goudprijs opdrijven en dat dit speculatieve beleggers aantrekt.	

Marktoverzicht

Aandelen

	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereldwijd (MSCI AC)	1140	10.7%	-2.9%	0.6%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	3707	11.5%	-3.7%	0.0%
Opkomende markten (MSCI EM)	1140	4.8%	4.0%	6.0%
Verenigde Staten (S&P 500)	5650	11.4%	-6.8%	-3.9%
Eurozone (EURO STOXX 50)	554	9.4%	2.8%	9.7%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	8596	6.7%	-0.3%	5.2%
Japan (Topix)	2688	8.3%	-2.1%	-3.5%
Nederland (AEX)	896	6.6%	-2.5%	2.0%

Staatsobligaties (10-jaar)

	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	4.34	33	-9	-23
Japan	1.25	7	-4	17
Duitsland	2.52	-5	16	16
Frankrijk	3.24	-9	17	5
Italië	3.62	-14	17	9
Nederland	2.76	-5	21	16
Verenigd Koninkrijk	4.50	5	6	-7

Bedrijfsobligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	105	-9	22	23
Eurozone	109	-4	18	8

Hoogrentende obligaties

	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2024 (bp)
Verenigde Staten	360	-85	91	68
Eurozone	365	-14	62	54
Opkomende markten (USD)	357	-27	40	32
Opkomende markten (Lokale valuta)	218	-27	14	17

Vastgoed

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Wereld	7.6%	0.8%	3.0%
Noord-Amerika	6.8%	-3.3%	-1.4%
Europa	9.2%	1.1%	4.7%

Grondstoffen

	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2024
Bloomberg index	1.5%	-2.9%	2.4%
Basismetalen	3.1%	-2.5%	0.8%
Brent olie (USD per vat)	62.17	-6.1%	-16.7%
Goud (USD per troy ounce)	3312	8.8%	15.4%

Rendementen in lokale valuta

bp = basispunt (0,01%)

Data per 5 mei 2025

Bron: LSEG, Van Lanschot Kempen

Auteur

Joost van Leenders
Senior beleggingsstrateeg
j.vanleenders@vanlanschotkempen.com
M +31 6 82 83 11 89

Van Lanschot Kempen Investment Strategy & Tactische Asset Allocatie

Pieter Heijboer – Hoofd Investment Strategy
Luc Aben – Hoofdeconoom
Joost van Leenders – Senior beleggingsstrateeg
Jorn Veeneman – Senior beleggingsstrateeg
Danny Dekker – Beleggingsstrateeg

Disclaimer

Van Lanschot Kempen Investment Management NV heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. Dit document dient slechts ter informatie. De inhoud is niet bedoeld als beleggingsadvies, biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen en dient ook niet te worden beschouwd als een aanbod of als een uitnodiging om enige van de hierin genoemde financiële instrumenten te kopen of te verkopen.

Overige informatie

Dit document van Van Lanschot Kempen Investment Management NV (VLK Investment Management) wordt u slechts ter informatie aangeboden en biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen. De informatie in dit document is niet compleet zonder de mondelinge toelichting gegeven door een medewerker van VLK Investment Management.

VLK Investment Management heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. VLK Investment Management wil uitdrukkelijk voorkomen dat de benchmarks die gebruikt worden in dit document gepubliceerd of beschikbaar worden gemaakt voor het publiek in de zin van de Benchmarkverordening. Daarom is de informatie in dit document uitsluitend voor intern zakelijk en niet commercieel gebruik aan u ter beschikbaar gesteld. Gebruik van (de informatie uit) dit document anders dan voor de doeleinden als hierboven beschreven, is alleen geoorloofd na voorafgaande toestemming van VLK Investment Management.



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00
vanlanschotkempen.com/investment-management