



### Wat vooraf ging

In november reageerden beleggers enthousiast op de verkiezing van Donald Trump als 47<sup>e</sup> president van de Verenigde Staten. Aandelenmarkten vestigden nieuwe records en liepen daarmee al vooruit op de door Trump tijdens zijn verkiezingscampagne aangekondigde maatregelen. Daarbij werd ervan uitgegaan dat hij er alles aan zal gaan doen om de economische groei te stimuleren door middel van belastingverlagingen en deregulering. Dit stuwde financiële markten verder op. Ook na de inauguratie vorige maand bleef het sentiment onder beleggers positief, ondanks het feit dat mogelijke effecten van de voorgenomen plannen van de regering-Trump zover uiteenlopen dat dit ook een negatief effect op de economie kan gaan hebben. Zo kan het op grote schaal doorvoeren van importheffingen de inflatie opnieuw aanwakkeren. Dat zou de Federal Reserve aan kunnen zetten tot renteverhogingen, wat op haar beurt weer een rem zet op de economische activiteit en daarmee slecht is voor de ontwikkeling van bedrijfswinsten. Hoe dan ook, in de eerste weken van zijn presidentschap heeft hij weer veel stof doen opwaaien. Welke kant het kwartje ook op valt, één ding is zeker, 2025 wordt een turbulent beleggingsjaar met veel onzekerheden. Dit betekent doorgaans een bovengemiddelde beweeglijkheid op financiële markten.



### Economie en inflatie

De ECB heeft de verwachtingen voor de economische groei in **Europa** voor de komende jaren iets naar beneden bijgesteld. Volgens haar laatste prognoses zal de economie van de muntunie dit jaar met 1,1% groeien, waar zij in oktober nog uitging van een groei van 1,3%. Voor 2026 en 2027 zijn de groei-verwachtingen respectievelijk 1,4% en 1,3%.

De inflatie in de eurozone zal de komende jaren verder dalen om vervolgens rond haar doelstelling te blijven bewegen, zo verwacht de ECB. Volgend jaar komt de inflatie naar verwachting uit op 2,1%, hetgeen conveniënt is met haar beleidsdoelstelling: een inflatie van 2% op de middellange termijn. Voor 2026 wordt 1,9% geprognosticeerd en een eerste raming voor 2027 wijst op 2,1%.

De **Verenigde Staten** bevinden zich nog altijd in een omgeving met een sterke economische dynamiek, krappe arbeidsmarkt en het vooruitzicht van een verder oplopend begrotingstekort. Tegen die achtergrond kan zich zomaar een scenario voordoen waarin de inflatie toch weer gaat stijgen. Als dit daadwerkelijk gebeurt of als de inflatie te lang te hoog blijft, is het goed denkbaar dat de Fed haar beleidsrente weer moet verhogen. Omdat deze hogere geldontwaarding verankerd raakt in de verwachtingen van beleggers zullen zij een hogere vergoeding eisen wanneer zij hun geld voor langere tijd uitlenen aan de Amerikaanse overheid. Dit komt tot uitdrukking in een stijgende kapitaalmarktrente.

In september, toen de Fed startte met het verlagen van haar beleidsrente, bedroeg de rente op tienjarige Amerikaanse staatsobligaties circa 3,7%. Dit referentiepunt voor de risicovrije kapitaalmarktrente stond aan het einde van het jaar op zo'n 4,6%, bijna een vol procentpunt hoger dan in september. Extra pikant, omdat de Fed haar beleidsrente in de onderhavige periode, vanwege een licht afkoelende arbeidsmarkt en afnemende inflatie, juist met 100 basispunten had verlaagd. Het tijdperk van een inverse yield curve - een fenomeen dat tot nu toe een uiterst betrouwbare voorspeller van een economische recessie was - kwam daarmee ten einde, terwijl een recessie ook in 2025 ver weg lijkt. "Will this time be different?"



### Oorlog tegen inflatie

Tegen deze achtergrond moet de Fed uiterst behoedzaam opereren. Enerzijds wil ze een zachte landing van de economie realiseren door haar beleidsrente niet onnodig op het huidige restrictieve niveau te houden, maar anderzijds moet ze laten zien bereid te zijn om krachtig op te treden tegen een hardnekkig te hoge of zelfs verder oplopende inflatie. Voorgaande verklaart waarom de Fed het voor 2025 houdt bij hooguit twee verlagingen. Powell wil de verwachtingen tijdig managen en voorkomen dat financiële markten in een kramp schieten bij een onverwachte/abrupte renteverhoging. Deze behoedzame houding gaat onherroepelijk leiden tot oplopende spanningen tussen de Fed en president Trump, die een heel andere agenda heeft. Trump's plannen kennen elementen die inflatie in de hand kunnen werken (hogere importheffingen, strengere immigratieregels, enz.) alsook kunnen verlagen (belastingverlagingen, deregulering, enz.)

### Staatsschuld loopt op

De Amerikaanse overheid moet volgend jaar maar liefst \$7.000 miljard aan aflopende staatsschuld doorrollen, ofwel nieuwe staatsleningen met eenzelfde totale waarde uitgeven. De rente op het vervangend schuld papier is doorgaans aanmerkelijk hoger dan de rente op de obligaties die in 2025 aflopen. Kortom, de rentelasten, die al gigantisch zijn, worden nog hoger. Daar komt bij dat extra staatspapier moet worden uitgegeven om het hoge begrotingstekort te financieren.

Als we daarbij in ogenschouw nemen dat de Amerikaanse overheidsschuld de afgelopen twintig jaar is verdrievoudigd tot een niveau van ruim 120% van het BBP, bij een stevig begrotingstekort van 7% in 2024, dan kunnen stijgende rentes potentieel een behoorlijk financieel probleem opleveren voor de Amerikaanse overheid en daarmee ook voor de Amerikaanse economie. Tot nu toe heeft het nog niet tot problemen geleid. De dollar fungeert nog altijd als de belangrijkste reservemunt en 'US Treasuries' worden nog altijd gezien als een veilige haven. Als Trump zijn beleid daadwerkelijk doorvoert kan dit de onzekerheid over de inflatie verder voeden. Het is dan ook niet uit te sluiten dat zijn beleid getest wordt door de kapitaalmarkt. Het is de vraag of dit hetzelfde effect heeft als in het VK toen de kersverse Prime Minister Liz Truss haar onconventionele economische plannen bekend maakte. Zij werd linearecta teruggefloten door financiële markten via een spectaculair stijgende kapitaalmarktrente, terwijl de Britse Pond hard daalde. Een dergelijk scenario zal Trump koste wat kost willen voorkomen. Hij moet dus omzichtig optreden. Hij heeft weliswaar een lange arm, maar hij heeft geen directe invloed op de ontwikkeling van de kapitaalmarktrente.

### Dollar ook first in 2025

De Amerikaanse dollar was verreweg de sterkste munt in 2024. De consensusverwachting onder analisten is dat dit ook in 2025 zo blijft en dat de euro wel eens minder waard kan worden dan de greenback. De Amerikaanse dollar was superieur aan andere belangrijke valuta, zoals de euro, yen, yuan en pond. De belangrijkste oorzaak voor het feit dat de dollar de wind in de zeilen had, was de relatief hoge economische groei in de VS, in combinatie met het feit dat andere – veelal opkomende - landen sneller de rente aan het verlagen zijn. De economische kracht van de VS zorgt ervoor dat de Federal Reserve zich heeft vastgelegd op een langzamere renteverlagingscyclus dan elders.

### Pariteit binnen handbereik

De Bloomberg Dollar Spot Index – die de dollar afzet tegen een mandje andere munten – is vorig jaar meer dan 7% gestegen. De euro komt er iets beter vanaf met een verlies van 5,5% tegenover de dollar. De euro-dollarkoers beweegt nu rond een niveau van 1,04. Als Trump met meer importtarieven op Europese producten komt, dan heeft dat een negatief effect op de euro-dollarkoers en komt pariteit (een-op-een) snel in zicht.



## Terughoudend met obligaties

Na de nederlaag bij de Europese verkiezingen van juni, heeft president Macron het Franse parlement ontbonden en nieuwe nationale parlementsverkiezingen uitgeschreven. Dat zorgde voor onrust, wat leidde tot hogere rentes die Frankrijk moet betalen op staatsleningen. De spread bovenop de Duitse rente lag op ongeveer 50 basispunten en is deze zomer opgelopen naar een hoogtepunt van meer dan 80 basispunten. In de laatste week van november was er wederom spanning als gevolg van de politieke discussies omtrent de Franse begroting, waardoor de Franse 10-jaars rente zelfs even boven de Griekse 10-jaars rente handelde. Perifere landen zagen de spread met Duitsland daarentegen kleiner worden.

In de VS zijn aandelenkoersen het afgelopen jaar hard gestegen en in termen van waardering “priced for perfection”. Het hoge begrotingstekort, dat door mogelijke beleidsmaatregelen van Trump zelfs nog verder op zou kunnen lopen, zet de houdbaarheid van die hoge waarderingen onder druk. Kleine tegenvallers kunnen dan ook grote gevolgen hebben. Veiliger geachte obligaties met een hoge kredietwaardigheid, die door de gestegen rente een mooie vergoeding geven, zijn dan een goed alternatief.

Toch blijven wij voor staatsobligaties enigszins terughoudend. Zorgen over hogere inflatie en een oplopend begrotingstekort, wat opwaartse druk geeft op de Amerikaanse kapitaalmarktrente, nopen ons enige voorzichtigheid te betrachten. Europa zal zich hier niet volledig aan kunnen onttrekken, is onze verwachting, want ook verschillende Europese landen, waaronder Frankrijk, worden geconfronteerd met toenemende tekorten. We positioneren onze obligatieportefeuille qua rentegevoeligheid daarom wat beneden die van onze benchmark. Omdat we echter wel oog houden voor het diversificatieaspect dat obligatiebeleggingen met zich meebrengen ten opzichte van zakelijke waarden, houden we een neutrale positie aan.

De risico opslagen voor zowel **investment grade** als **high yield bedrijfsobligaties** zijn sterk ingekomen en bevinden zich, zeker in de VS, op historisch lage niveaus. De extra vergoeding ten opzichte van staatsobligaties is hiermee beperkt, wat ze op dit moment relatief onaantrekkelijk maakt. Dat geldt vooral voor high yield obligaties. Bedrijven in deze categorie zijn scherper en vaker met variabele rentes gefinancierd. Daarbij zijn looptijden van dit type leningen in de regel korter. Vanwege de gestegen kapitaalmarktrente leidt dit tot stijgende rentelasten. Bovendien weten we dat als het solide sentiment op deze markt verslechtert, de liquiditeit van deze obligaties snel opdroogt en risico-opslagen snel kunnen stijgen. Vanwege het relatieve niveau van de kredietopslagen en de verwachte onderliggende renteontwikkeling, schatten we de kansen voor Europese bedrijfsobligaties relatief hoger in dan in de VS en verkiezen we investment grade obligaties boven minder kredietwaardig high yield papier. Andere categorieën zoals EMD-obligaties en Asset Backed Securities zijn interessante alternatieven.

## Aandelen

In historisch perspectief vinden we de meeste aandelenmarkten niet te hoog gewaardeerd. Echter, de Amerikaanse aandelenmarkt is eind 2024 met een koerswinstverhouding van 22 voor de komende 12 maanden duidelijk hoger gewaardeerd dan het historische gemiddelde sinds 1990. Dit vindt haar oorsprong in de enorme beursrally vanaf oktober 2022. Deze werd tot voor kort grotendeels gedragen door een beperkte groep aandelen. Hierdoor is de weging van de tien grootste aandelen in de Amerikaanse S&P 500 in 2024 tot een recordniveau gestegen en heeft de technologiesector in de S&P 500 een veel hoger gewicht dan in andere regionale of landenindices. De waanzinnige groeipercentages en miljardenwinsten die dit selecte gezelschap de afgelopen jaren kon voorleggen, heeft tot een behoorlijk concentratierisico geleid. Omdat in de VS onder de oppervlakte de kloof in winstgroei tussen de megacap technologiebedrijven en de rest van de markt kleiner is geworden, biedt de voor 2025 verwachte dubbelcijferige winstgroei wat ons betreft zicht op een verbreding van de markt en daarmee een aantrekkelijk rendementsperspectief voor de overige sectoren en marktkapitalisaties van de Amerikaanse aandelenmarkt.



### Kansen voor small-cap aandelen

Tegen de achtergrond van het 'America First'-beleid en de hogere economische groei in de VS, zien wij mogelijkheden voor beleggingen in Amerikaanse small-cap aandelen. Wereldwijd hebben small caps de afgelopen jaren behoorlijk wat tegenwind ervaren. De meeste last hadden ze van de hogere rente en zorgen over de economische cyclus. De hogere rente trof small caps op twee manieren: hogere leenkosten hadden een grotere impact omdat kleinere bedrijven meer schulden met variabele rente hebben. De zorgen over economische groei raakten kleinere bedrijven door hun cyclische aard. In 2025 zou dit tij kunnen gaan keren, want hoewel het inflatiebeeld nog deels onduidelijk is, biedt een dalende trend ruimte voor additionele renteverlagingen. Ook kunnen de aangekondigde stimulerende maatregelen van Trump een positieve impuls geven aan op de binnenlandse economie gerichte bedrijven. Van beide ontwikkelingen zouden kleinere bedrijven kunnen profiteren.

### Opkomende markten laag gewaardeerd

Ook voor internationale aandelenmarkten neemt de verwachte winstgroei in de komende kwartalen weer toe, zij het op lagere niveaus dan in de VS. De waarderingen van aandelen uit opkomende markten, met name in China, zijn nog steeds relatief laag. Hoewel geopolitieke risico's de afgelopen jaren regelmatig hoog opliepen en per saldo zijn toegenomen, hadden deze meestal slechts een kortstondig effect op de aandelenmarkten. Het verloop van de oorlog in Oekraïne en de onrust in het Midden-Oosten hebben, afgezien van de impact op energie- en graanprijzen, geen negatieve invloed gehad op wereldwijde aandelenmarkten.

### China worstelt

We verwachten dat China stevig zal reageren op Amerikaanse tarieven. In de afgelopen jaren heeft het al enkele van zijn meest gevoelige invoerstromen uit de VS verlegd naar die van andere leveranciers, zoals Brazilië. Denk daarbij aan sojabonen. Voor president Xi is het belangrijk om te laten zien dat China vanuit een positie van kracht opereert: het economisch beleid in China wordt bepaald door de Partij, niet door de Verenigde Staten. En China wil ook laten zien dat ze onafhankelijk van het Amerikaanse 'ecosysteem' kan opereren als dat nodig is. Toch is er in veel industrieën sprake van overcapaciteit en moet deze productie ergens worden verkocht. Als China echt onder druk komt te staan door het Amerikaanse beleid en haar productie niet makkelijk in de rest van de wereld kan afzetten, zou het alsnog kunnen besluiten een aanzienlijke binnenlandse vraagstimulans te ontketen.

De Chinese economie heeft de afgelopen jaren ondermaats gepresteerd, grotendeels door aanhoudende problemen in de vastgoedsector. Sinds september hebben Chinese beleidsmakers een reeks maatregelen aangekondigd om de groei te stimuleren. Het pakket aan maatregelen is omvangrijk, maar overwegend gericht op nog meer productie en naar verwachting onvoldoende om een sterk en duurzaam herstel van de binnenlandse vraag te waarborgen. De groei voor 2025 wordt nu geraamd op 4,7%. Ook wij rekenen erop dat het groeiniveau iets onder het officiële doel van het Politbureau zal uitkomen. Vanwege de bijzonder lage waarderingen en omdat we in de loop van 2025, eventueel in reactie op nieuwe handelstarieven vanuit de regering Trump, aanvullende stimuleringsmaatregelen verwachten, houden onze relatief kleine positie in Chinese aandelen nog aan. Mochten deze meer op het ondersteunen van de binnenlandse consumptie zijn gericht in plaats van op nog meer productie, dan kunnen we daar met deze positie bij uitstek van profiteren.

### Alternatives als diversifier

Het onzekere en diffuse beeld, in combinatie met de soms hoge waarderingen bij traditionele assets zoals aandelen en obligaties, biedt perspectief voor alternatieve beleggingen. Zij bieden toegang tot andere rendementsbronnen en voegen daardoor in tijden van onzekerheid en volatiliteit op financiële markten iets extra's toe in de vorm van diversificatie.



## Goudkoorts

Met de komst van Donald Trump in het Witte huis is de geopolitieke onzekerheid, die toch al bovengemiddeld hoog was, verder toegenomen. Hierdoor zullen overheden structureel extra reserves blijven aanleggen, wat de vraag naar het gele edelmetaal de komende tijd ondersteunt. Voorts speelt de dalende trend van de beleidsrentes assets die geen rendement opleveren in de vorm van rentes of dividenden, waaronder goud, in de kaart. Al met al zien we voldoende argumenten voor goud als onderdeel van een goed gespreide beheerportefeuille. We houden daarom vast aan onze positie in een fysieke goud ETC.

## Olieprijs onder druk

Waar de olieprijs in december 2024 en de eerste weken van 2025 opliep is deze daarna weer teruggezak naar een niveau van ongeveer \$75 voor een vat Brent en ruim \$70 voor een vat WTI. Het lijkt erop dat diverse krachten de olieprijs min of meer in evenwicht houden. Enerzijds hebben de OPEC+ landen onlangs hun productiebeperkingen verlengd, maar is het een bekend geheim dat Saoedi-Arabië graag een verruiming ziet van de productie. De actuele prijs is echter dusdanig laag dat het een gat slaat in de begroting van het land en extra productie alleen maar meer prijsdruk zou opleveren. Anderzijds is de huidige wereldwijde vraag, mede door het moeizame herstel van de Chinese economie, matig. Tenslotte kan de wetenschap dat de productie in de VS verder opgevoerd gaat worden als gevolg van het Trump-adagium "Drill Baby Drill" extra prijsdruk creëren. De VS produceert nu al meer dan zij zelf nodig heeft en zou daarmee een nog grotere netto exporteur worden. Al met al zien wij weinig redenen voor een verdere prijsstijging.

## Crypto in een ander daglicht

Inmiddels zijn de meeste partijen er wel van overtuigd dat crypto geen vergankelijk iets is. Ook de koerswijziging die in Amerika is ingezet wijst op een verdere acceptatie. Niet alleen het openlijke enthousiasme van Trump over crypto, maar ook de toenemende regulering ondersteunen deze visie. In hoeverre deze asset een rol gaat spelen in portefeuillestrategieën van vermogensbeheerders is nog niet duidelijk. Wel stellen we vast dat er steeds meer onderzoek wordt gedaan naar de toegevoegde waarde van deze alternatieve beleggingscategorie en haar potentiële diversificatievoordelen. Voornamelijk vinden wij de rendementshistorie nog te beperkt en de argumenten te mager om deze case goed te kunnen onderbouwen.

## Samenvattend

In ons neutrale scenario voor de komende maanden voorzien we vanwege toegenomen onzekerheden een hogere volatiliteit. Omdat een dergelijk scenario zich daarbij tegen de achtergrond van een historisch hoge marktconcentratie in hooggewaardeerde Amerikaanse aandelen afspeelt, hechten we meer dan ooit aan een hoge mate van spreiding binnen onze portefeuilles. Tegenwind vanuit de economie of op geopolitiek vlak kunnen het positieve sentiment op de financiële markten flink verstoren. Het is weliswaar niet ons uitgangspunt dat dit gebeurt, maar dat wil niet zeggen dat we onze ogen sluiten voor dergelijke risico's. Met onze bredere spreiding over en binnen de diverse beleggingscategorieën, zijn we daarom beter op eventuele zwarte zwanen voorbereid.

*Duisenburgh Vermogensregie B.V.  
Februari 2025*



**Disclaimer**

*De informatie die is opgenomen in deze publicatie is uitsluitend bestemd voor algemene doeleinden. De in deze publicatie vermelde gegevens zijn ontleend aan door Duisenburgh betrouwbaar geachte bronnen en publiekelijk bekende informatie. Ondanks een zorgvuldige controle van deze informatie kunnen wij niet garanderen dat de informatie steeds correct of volledig is. Duisenburgh aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid voor eventuele onjuistheden. De informatie in deze publicatie is generiek van aard en houdt derhalve geen rekening met de specifieke beleggingsdoelstellingen, de persoonlijke financiële situatie en persoonlijke behoeftes. Het kan dan ook niet aangemerkt worden als een persoonlijk advies; het biedt onvoldoende basis voor het nemen van een beleggingsbeslissing. Wij adviseren u voorafgaand aan een eventuele actie deskundig advies in te winnen. Deze publicatie is geen aanbod en u kunt aan deze publicatie geen rechten ontlenen. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.*

*Duisenburgh Vermogensregie B.V. heeft een vergunning en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële markten en De Nederlandsche Bank.*