

## Onzekerheid op de markten

**Luxemburg – 14 maart 2025. Vladimir Lenin zei ooit: "Er zijn decennia waarin niets gebeurt, en weken waarin decennia gebeuren." Die uitspraak lijkt vandaag toepasselijk op een weliswaar kleinere tijdschaal, aangezien de markten de afgelopen weken meer gebeurtenissen hebben gekend dan in het hele jaar daarvoor. Voor wie door de huidige volatiele bomen het bos niet meer ziet, is er dit overzicht. Daarin plaatsen we de gebeurtenissen in perspectief en geven we uitleg bij enkele verschuivingen in onze portefeuilles.**

De afgelopen weken zagen we een regimeshift met een merkbare impact op de markten. Dit onderstreept opnieuw waarom markttiming zo uitdagend is: de grootste rendementen – en verliezen – concentreren zich vaak in een handvol bepalende dagen.



We kunnen ons overzicht niet starten zonder Donald Trump, die de markten de voorbije weken flink in beweging bracht. Zijn constante en grillige dreiging met importtarieven wakkert de onzekerheid aan. Recent bevestigde de voormalige president invoertarieven op EU-goederen, Canadese en Mexicaanse producten, en voegde hij een extra heffing toe op alle Chinese import. Hoewel sommige van deze tarieven voor Canada en Mexico snel werden afgezwakt, blijft de boodschap duidelijk.

Trump's tarieven maken deel uit van zijn onderhandelingsstactiek, maar het blijft niet alleen bij dreigementen. Hij wil de handelstekorten verkleinen, de begroting op orde krijgen, de dollar verzwakken (iets wat hem in zijn eerste ambtstermijn trouwens totaal niet lukte) en lokale productie in de VS stimuleren. De wispelturigheid van de Trump-administratie vergroot de

(geo)politieke onzekerheid, wat leidt tot hogere risicopremies en dalende koersen. In een markt die al tegen historisch hoge waarderingen aanschoorde, resulteert dit in dalende multiples en een verhoogde volatiliteit.

De Trump Administration lijkt er momenteel niet van wakker te liggen dat deze plannen op korte termijn economische pijn zullen veroorzaken. De tarieven zouden een inflatoir effect kunnen hebben en aanvankelijk een negatieve invloed kunnen uitoefenen op de Amerikaanse economische groei. Daarnaast kunnen de tarieven nadelige gevolgen hebben voor Amerikaanse multinationals met wereldwijde activiteiten. Trump gaf zelf al aan een recessie niet te kunnen uitsluiten.

### Er zijn alternatieven

Decennialang investeerden beleggers in de Amerikaanse aandelenmarkten om drie belangrijke redenen: Amerikaanse bedrijven leverden een stabiele en hoogwaardige winstgroei, het beleid was uiterst beleggersvriendelijk en er waren geen betere alternatieven. De eerste stappen van het Trump-beleid lijken hier echter tegenin te gaan. Zijn maatregelen creëren een onzeker economisch klimaat, waardoor de stabiliteit van de winstgroei onder druk komt te staan.

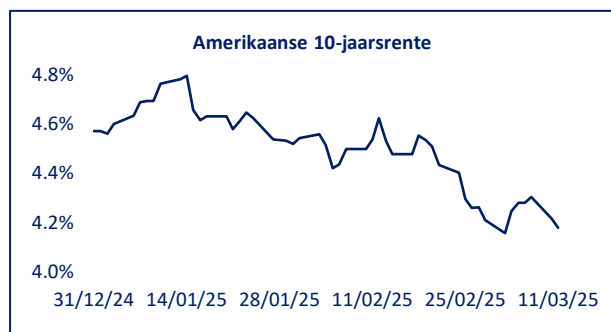
Waarschijnlijk bevinden de harde maatregelen van Trump zich aan het begin van zijn ambtstermijn – wat we nu dus zien – en komen de populairdere plannen pas later. Het idee is dat de groeivertraging in de eerste zes maanden snel wordt vergeten, vooral als belastingverlagingen en deregulering later volgen. Recente gebeurtenissen blijven doorgaans langer hangen. Na een tijdelijke vertraging in de groei kan de Fed de beleidsrente verlagen, waardoor de weg vrij komt voor een beleid dat de economie in de tweede helft van het jaar terug stimuleert.

### Vertragende economie?

Het tarievenbeleid van Trump wordt gezien als groeionvriendelijk, met een focus op bezuinigingen en het "opschonen van het huis", wat de recessievrees weer doet aanwakken. De laatste weken verschenen de eerste tekenen van een mogelijk vertragende Amerikaanse economie. De GDPNow-voorspeller van de Federale Reserve Bank of Atlanta, die in realtime probeert de BBP-groei in te schatten, voorspelde zelfs een negatieve groei voor de Amerikaanse economie in het eerste kwartaal. Dit cijfer moet echter worden

geïmporteerd voor de invoering van tarieven van kracht zouden komen. Desondanks zijn er tekenen van economische vertraging in de VS. Waar de economie de afgelopen jaren nog met 3 procent groeide, wijzen de meeste nowcast-modellen, die het huidige economische klimaat proberen in te schatten, nu eerder naar een groei van 1,5 procent.

Ook het jobcijfer van vorige week vrijdag wees in diezelfde afremmende richting. Wereldschokkend was dat evenwel niet: er kwamen 151.000 banen bij, terwijl er 160.000 werden verwacht. De werkloosheidsgraad staat momenteel op 4,1 procent. De Amerikaanse economie bloeit dus niet, maar er is voorlopig ook niets heel verontrustends aan de hand. Fed-voorzitter Powell gaf aan zich voorlopig geen grote zorgen te maken. Ook de meeste economen bij grote banken hebben hun verwachtingen nog niet drastisch bijgesteld, al loopt die groep traditioneel wel fel achter wanneer de economische realiteit plots begint te verschuiven. De markten maken zich zoals gezegd wél meer zorgen. De Amerikaanse langetermijnrente is de voorbije weken stevig gezakt. Volgens ons is dat waarschijnlijk wel een te paniekerige reactie op de cijfers.



Bron: Bloomberg

### Europa wordt wakker

De beelden van de openlijke ruzie tussen Trump en zijn Oekraïense 'collega' Zelensky gingen de wereld rond. In de nasleep daarvan kondigde Trump een tijdelijke stop aan van wapenleveringen en financiële steun aan Oekraïne door de VS. Ondertussen stemde Oekraïne in met een voorstel van de VS voor een staakt-het-vuren van een maand. Trump doet aan realpolitik, dat zich richt op praktische overwegingen en de veiligheidsbelangen van de VS in plaats van ideologische of morele principes. Hij

zoekt toenadering tot Rusland, niet alleen voor de oorlog in Oekraïne, maar ook voor een bredere geopolitieke heroriëntatie. Hij wil de oorlog beëindigen, de stabiliteit in het Midden-Oosten herstellen – waar hij de Russen nodig heeft – en de focus verleggen naar interne kwesties zoals de rivaliteit met China. Door de VS minder militair te betrekken bij buitenlandse conflicten, hoopt Trump middelen her te verdelen en diplomatieke wegen te verkennen om langdurige instabiliteit te verminderen. Dit zou een verschuiving betekenen naar een strategie van strategische machtsbalans in plaats van militaire interventies.

De oorlog zal waarschijnlijk eindigen met een deal tussen de VS en Rusland. Als de Amerikanen hun steun stoppen, zal Oekraïne simpelweg niet verder kunnen. Europese regeringsleiders hebben wel besloten om Oekraïne verder te steunen, maar het Oude Continent heeft simpelweg niet de militaire slagkracht om de strijd aan de gang te houden. Trump heeft terecht aangehaald dat de NAVO te lang werd ondergefinancierd vanuit Europa. Voor Europa is deze situatie een uitgelezen kans om wakker te worden, zijn defensie op orde te krijgen en zijn belangen beter te verdedigen.

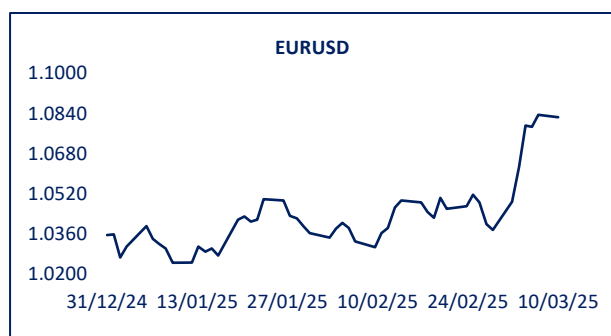
### Geschiedenis

We waren de voorbije weken getuige van niets minder dan een stukje geschiedenis. Voor het eerst sinds de Tweede Wereldoorlog laat Duitsland, onder de nieuwe bondskanselier Friedrich Merz, zijn strikte begrotingsregels los. Die regels vinden hun oorsprong in de hyperinflatie van de jaren 1920 en de schuldenberg na de Eerste Wereldoorlog. Bijna een eeuw lang hield Duitsland vast aan de fameuze "Schwarze Null": de overheid mocht niet in het rood gaan.

Nu wordt die koers doorbroken, al is daarvoor een grondwetswijziging nodig die nog door het parlement moet worden goedgekeurd. Dit is niet enkel een strategische keuze, maar ook een economische noodzaak in een tijd van geopolitieke spanningen. Naast extra defensie-uitgaven wordt de schuldenrem tijdelijk opgeheven om een speciaal infrastructuurfonds op te richten, goed voor 500 miljard euro investeringen over tien jaar. Daarnaast krijgen deelstaten en gemeenten meer ruimte om tekorten te maken.

Een gelijkaardige logica speelde op Europees niveau. De Europese Commissie staat 150 miljard aan leningen toe

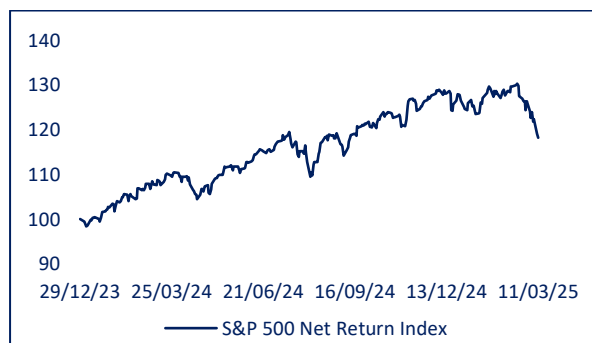
en 650 miljard aan defensie-uitgaven, bovenop de bestaande begrotingsregels. Hierdoor lopen de begrotingstekorten verder op, gedreven door fiscale pakketten voor defensie en infrastructuur. De langetermijnrente in de eurozone steeg sterk, terwijl die in de VS daalde door recessievrees. Het logische gevolg: de euro won stevig terrein ten opzichte van de dollar.



Bron: Bloomberg

### Herpositionering portefeuilles

De Europese en Chinese beurzen presteerden positief in februari en begin maart, terwijl de VS achterbleef. China profiteerde van consumptiesteun en het optimisme rond AI (DeepSeek), terwijl Europa vooral profiteerde van de verwachtingen van fiscale stimulus. De aanvankelijke euforie op de Amerikaanse aandelenmarkten na de verkiezing van Trump is inmiddels volledig weggezaakt. Aandelen en sectoren die sterk verbonden waren met zijn beleid zijn nu gedaald tot onder het niveau van voor de verkiezingen.



Bron: Bloomberg

De laatste weken normaliseren de aandelenwaarderingen, met vooral de Amerikaanse mega caps die corrigeren na jaren van hoge waarderingen. Paniek blijft uit op de financiële markten, maar de nervositeit is sterk voelbaar.

We blijven geloven in de VS op lange termijn, maar keren nu wel deels onze kar wat betreft de verhouding VS-Europa in onze portefeuilles. De voornaamste redenen: het wispelturige Amerikaanse beleid en de historische fiscale bazooka die Europa nu bovenhaalt. Europa staat op een kantelpunt waar het eindelijk beter kan gaan. Monetaire steun later dit jaar – via schuldopkopen of een verdere renteverlaging – zou niet verbazen.

We bouwden eerder tech af en namen na de correctie opnieuw wat momentumindex op. Berichten dat het uitzonderlijke van de VS voorbij is, moeten we nuanceren. De markt beweegt nooit in een rechte lijn en kan keren, maar Europa heeft nog een lange weg te gaan. De beste belegging voor de komende tien jaar blijft waarschijnlijk Amerikaanse tech en mega caps. Het zal nog veel vergen voor een Duitse industriële mid cap over tien jaar beter presteert dan Microsoft.

We namen ondertussen ook een positie in de S&P 500 gelijkgewogen index, waarbij alle aandelen binnen de S&P 500 index eenzelfde gewicht krijgen. Deze index biedt een aantrekkelijker waardering dan de traditionele marktkapitalisatiegewogen variant en zorgt voor een meer evenwichtige blootstelling aan de Amerikaanse aandelenmarkt, zonder de dominantie van de Magnificent Seven. We zijn ook minder positief geworden over Amerikaanse small caps. We zien dat de zorgen over een mogelijke recessie in de Amerikaanse economie zwaarder doorwegen op de prestaties van deze aandelen dan de positieve impact van de dalende langetermijnrente in de VS.

Binnen obligaties verminderen we onze USD-blootstelling ten voordele van euro obligaties waar de rentes nu interessanter zijn geworden.

Deze nieuwsbrief is een uitgave van Shelter Investment Management met als verantwoordelijke uitgever Benedict Peeters, Rue de l'Industrie 22, Windhof, Luxemburg. Behoudens de uitdrukkelijke bij wet bepaalde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave veeleenvoudig opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt worden, op welke wijze ook, zonder de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de uitgever. Dit document verstrekt commerciële informatie en mag in geen geval gelijkgesteld worden met beleggingsadvies. De verstrekte informatie vormt geen aanbod betreffende financiële, bank-, verzekerings- of andere producten of diensten. De informatie in dit document is afkomstig van zorgvuldig gekozen bronnen. Shelter Investment Management geeft echter geen enkele garantie over de actualiteit, de nauwkeurigheid, de juistheid, de volledigheid of de opportuniteit van de informatie, gegevens of publicaties. De uitgever kan niet aansprakelijk worden gesteld voor het niet-verwezenlijken van de verwachtingen.