



Global Financial Markets



EDDY MARKUS
Chief Economist

ICC CONSULTANTS

We publiceren tweewekelijks onafhankelijke analyses van de ontwikkelingen in- en de vooruitzichten voor de economie en de belangrijkste financiële markten voor het bedrijfsleven op middellange termijn. Onze visie is gebaseerd op een groot netwerk binnen de wereldwijd toonaangevende researchhuizen en meer dan 40 jaar ervaring in de financiële markten.

CONCREET VRAAGSTUK?

ICC ondersteunt al ruim 40 jaar (familie)bedrijven en semi-publieke instellingen als bank-onafhankelijk financierings- en treasury specialist; specifiek bij het aantrekken/verbeteren van (bancaire en non-bancaire) financieringen en bij het beheersen/afdekken van rente-risico's, valutarisico's en grondstoffenrisico's. Neem gerust contact met ons op om een vrijblijvend kennismakingsgesprek in te plannen! .

CONTACT

DAMIAN HONDERS
Account Manager Market Risk
d.honders@icc-consultants.nl
+31 (0)30 820 1221

Te grote overheidsschulden vormen de rode draad

donderdag, 10 juli 2025 | [Contents](#)

1. EXECUTIVE SUMMARY	2
2. MISBRUIK VAN KEYNES & FRIEDMAN	4
3. DE BRITSE KANARIE IN DE KOLENMIJN	7
4. NOODGREPEN	10
5. TOENEMENDE CRISISRISICO'S	13
6. GEVOLGEN VOOR DE FINANCIËLE MARKTEN	16
Rentes	17
Slotopmerking	21
Aandelen	21
EUR/USD	22
De Chinese yuan	23
Inflation hedges buiten goud	24

Executive summary

- > De *One Big Beautiful Bill*, het instellen van importtarieven, een toenemend wantrouwen richting de dollar, de wens om snel de rentes te verlagen et cetera hebben allemaal dezelfde achtergrond: vastlopende overheidsfinanciën.
- > We komen uit een tijdperk waarin moeilijke keuzes vermeden konden worden door er steeds meer geld bij te lenen. Inmiddels is de overheidsschuld echter zo ver opgelopen, dat de post 'te betalen rente' allerlei uitgaven begint te verdringen die noodzakelijk zijn voor toekomstige groei. Hierdoor dreigt een negatieve spiraal.
- > Uitvluchten worden nu ook gezocht via importtarieven, een lagere koers van de munt, het kunstmatig verlagen van de rente enzovoort. Allemaal kortetermijnoplossingen die op iets langere termijn de problemen alleen maar verergeren.
- > De enige echte oplossing voor het Westen is dat het snel een stuk concurrerender wordt. Dit kan door hogere scholing van de beroepsbevolking, meer investeren in infrastructuur en Research & Development, flexibilisering van de arbeidsmarkt, verbeteren van het ondernemersklimaat et cetera. De meeste van deze maatregelen zijn echter niet populair bij kiezers.
- > Het meest acuut zijn de problemen in het VK. Dit land heeft grote tekorten op de overheidsfinanciën en de lopende rekening. Dit moet gefinancierd worden door de instroom van buitenlands kapitaal. Gebeurt dit te weinig, dan verzwakt het pond en stijgen de Britse rentes.
- > Op dit moment hebben de markten weinig vertrouwen in de regering en de vooruitzichten voor de Britse overheidsfinanciën.
- > De VS zitten in een vergelijkbare situatie, maar krijgen makkelijker meer financiering van buitenaf, doordat de dollar DE reservevaluta is. Zoals de Amerikaanse regering de laatste tijd bezig is, loopt echter het vertrouwen in de VS snel terug.
- > Men let de laatste tijd vooral op wat Trump met de importtarieven doet. Het algemene gevoel is dat wat hij daarover zegt meer onderhandelingsstactiek is dan dat het werkelijkheid wordt.
- > Bedacht moet echter worden dat de importtarieven van de VS tot voor kort gemiddeld rond de 3% lagen, maar nu bij minstens 13% komen te liggen. Samen met een flinke daling van de dollarkoers zorgt dit ervoor dat flinke veranderingen in de concurrentiepositie optreden.
- > Gecombineerd met een grote rem op de immigratie zien we hierdoor ook meer opwaartse druk op de loonstijgingen en inflatie ontstaan.
- > Temeer daar Trump op zoek is naar een nieuwe Fed-voorzitter die bereid is kunstmatig de rente en de koers van de dollar te verlagen.



- > Uitbraken naar boven van de goud- en zilverprijs – boven \$3.500 respectievelijk \$37 – zouden in dit verband een veeg teken zijn.
- > De kans op het uitbreken van een handelsoorlog wordt onderschat.
- > De groei van de Amerikaanse economie zien we de komende tijd meevallen, maar dit betekent ook opwaartse druk op de inflatie. We denken daarom dat de markten te veel van lagere rentes uitgaan.
- > De rente op tienjarige Amerikaanse staatsobligaties – nu ongeveer 4,35% – zien we niet veel verder dalen en eerder geleidelijk aan oplopen. Een stijging boven 4,6% en zeker boven 5% zou wijzen op verdere stijging.
- > De ECB zal de rente dit jaar mogelijk nog 1 à 2 keer met 0,25 procentpunt verder verlagen, voordat een bodem bereikt wordt en in de loop van het volgend jaar de rente weer langzaam verhoogd zal worden.
- > De rente op tienjarige Duitse staatsobligaties – nu ongeveer 2,65% – zien we voorlopig tussen ongeveer 2,4% en 3% blijven fluctueren. Wel verwachten we dat dalingen daarbinnen steeds moeilijker en stijgingen steeds gemakkelijker zullen gaan.
- > Het valt moeilijk te voorspellen hoe ver de S&P 500 index de komende tijd nog verder zal stijgen, maar over niet al te lange tijd verwachten we dat een tegenvallende renteontwikkeling in de VS roet in het eten gaat strooien.
- > EUR/USD zien we binnenkort draaien en richting 1,12 dalen, voordat een stijging naar minstens 1,25 – 1,30 begint.

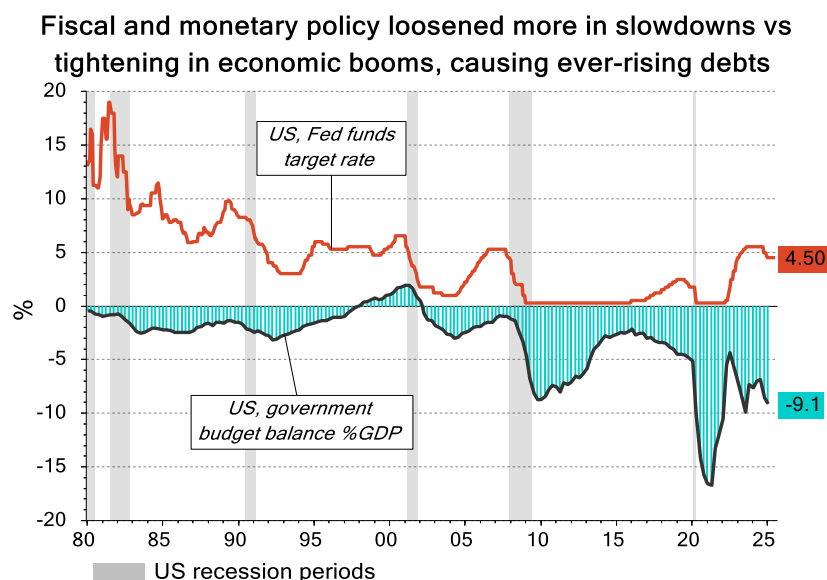


Misbruik van Keynes & Friedman

De laatste tijd maken de markten zich erg druk over de *One Big Beautiful Bill* die voor grote tekorten gaat zorgen en over de hoogte van de importtarieven die Trump wil instellen. Deze laatste moeten voor een flink deel de belastingverlagingen compenseren. In Europa heerst steeds meer het idee dat nu een mooie kans biedt om van de euro een concurrent van de dollar als reservevaluta te maken. Maar het continent is – o.a. door de uiteenlopende staten van de overheidsfinanciën in de verschillende landen – te verdeeld om de kans met beide handen aan te grijpen.

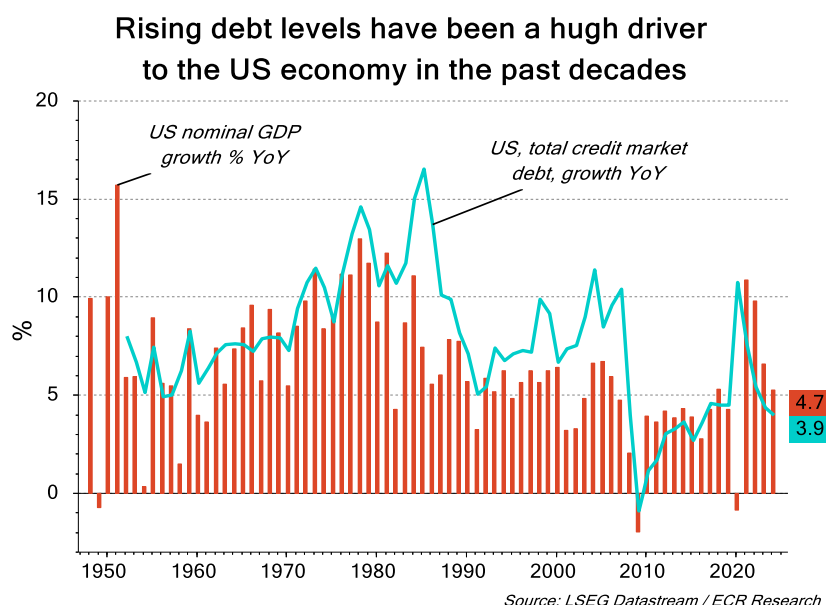
Zo zijn er nog vele voorbeelden te noemen die in feite allemaal dezelfde achtergrond hebben: overheidsfinanciën die dreigen vast te lopen. In het VK ontstond daardoor vorige week zelfs een kortstondige crisis. De grote boosdoeners bij dit alles zijn John Maynard Keynes en Milton Friedman. Waarom, zullen we hieronder uitleggen.

Na de crisis van de jaren 30 in de vorige eeuw bestond er grote behoefte aan een economische politiek die een herhaling van een dergelijke crisis zou voorkomen. Deze vormde namelijk uiteindelijk aanleiding tot de Tweede Wereldoorlog. Vrij snel werden daarom de theorieën van Keynes en Friedman omarmd. Hun theorie kwam in feite op iets heel simpels neer: reserves opbouwen als de economie groeit en deze uitgeven als recessie dreigt of optreedt. Bij Keynes ging dit door middel van overschotten en tekorten bij de overheidsfinanciën – zowel via de belastingen als via de uitgaven – en bij Friedman via de rentes en de groei van de geldhoeveelheid. De bedoeling van beiden was om over de gehele cyclus bekeken in slechte tijden evenveel reserves besteden als in de goede tijden waren opgebouwd. Al spoedig kregen de politici en anderen echter door dat, als de economie bijvoorbeeld met 2% groeide, dit naar 3% of 4% verhoogd kon worden door minder reserves op te bouwen dan nodig was of zelfs door te gaan met het interen op de reserves.

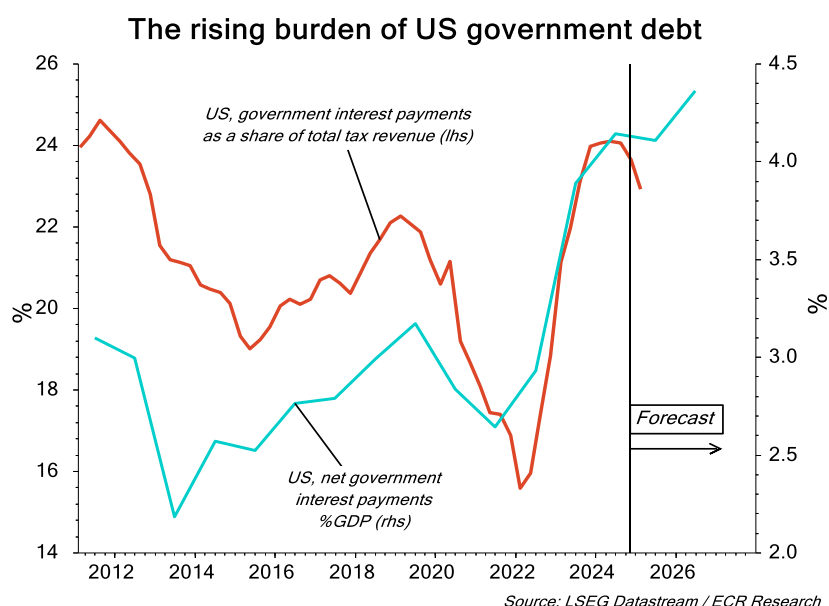


Met reserves wordt bij dit alles bedoeld de mate waarin geleend werd. Dus in goede tijden de leningen minder laten toenemen dan de economie groeit en in slechte tijden precies het omgekeerde. Op de lange termijn zou dan de *debt/GDP ratio* gelijk blijven. Door in goede tijden veel te blijven lenen – om de groei van de economie naar een nog hoger niveau op te krikken – werd dus de *debt/GDP ratio* steeds verder opgepompt.

Zeer veel politieke confrontaties zijn op deze manier opgelost. Bestond bijvoorbeeld veel onenigheid of de overheid meer aan scholing en sociale ondersteuning moest gaan uitgeven en minder aan bijvoorbeeld infrastructuur en Research & Development, dan werd uiteindelijk besloten beide te doen en dit te financieren door de schulden op te voeren.



Uiteindelijk loopt dergelijk beleid natuurlijk vast. De schulden worden op een gegeven moment zo groot ten opzichte van de verdien capaciteit van de economie dat niemand er meer in gelooft dat de schulden ooit terugbetaald worden. Bovendien gaat de post 'te betalen rente' steeds meer van de belastingopbrengsten opeisen.



In 2008 liep de zaak dan ook vast. De markten verloren naar aanleiding van een daling van de onroerendgoedprijzen hun vertrouwen erin dat de overheidsschulden volledig terugbetaald zouden worden. Het gevolg hiervan was een diepe crisis. Daar is men echter weer uitgekomen door de trukendoos te openen en de schulden nog verder op te voeren.

Maar daarbij deed zich een vervelend verschijnsel voor. Voor elke dollar of euro die erbij geleend werd, viel de toename van de economische groei die daardoor veroorzaakt wordt, steeds verder terug. Dit valt gemakkelijk te illustreren. Na de val van het communisme ging het Westen als gevolg van globalisering, internet et cetera steeds meer importeren uit de opkomende landen, met name uit China. De consumptie van deze goederen leverde een steeds lagere *multiplier* op.

In principe zou dit een win-winsituatie hebben moeten opleveren, want wat in het Westen geïmporteerd werd kostte veel minder dan dat het betreffende artikel bij productie in eigen land zou kosten. Met andere woorden, de consument hield geld over voor andere zaken. Dit zouden dan producten en diensten moeten zijn die in de opkomende landen nog niet gemaakt konden worden. Met andere woorden, in het Westen moesten er snel nieuwe bedrijven bij komen die nieuwe producten zouden gaan produceren. Zij zouden dan ook het personeel moeten absorberen die bij de oude bedrijven overbodig waren geworden door de goedkope import.

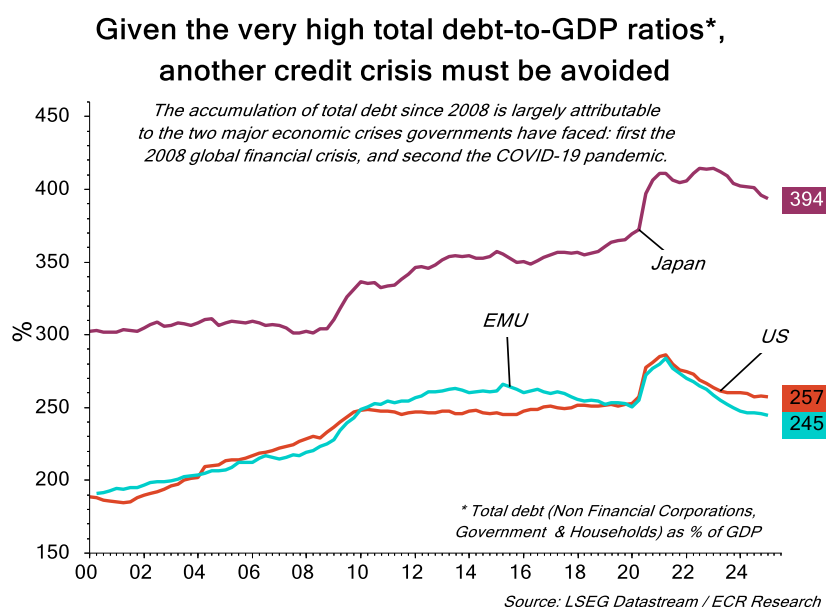
Dit is ook gedeeltelijk gebeurd, maar al spoedig bleek dat die nieuwe bedrijven ook hun nieuwe producten in de opkomende landen gingen produceren, omdat het daar allemaal veel goedkoper was. Met andere woorden, de westerse economieën dreigden langzaam leeggezogen te worden.

Het juiste recept hiertegen zou natuurlijk zijn: zorgen dat je als Westen weer een stuk concurrerender wordt. Bijvoorbeeld door veel meer te investeren in infrastructuur, Research & Development enzovoort. Ook moet men dan kijken naar het ondernemersklimaat, flexibilisering van de

arbeidsmarkt en deregulering in het algemeen. Dit kost echter vaak veel geld en zou dus in theorie gefinancierd moeten worden door te bezuinigen op de sociale uitgaven of door de belastingen te verhogen. De meeste kiezers zien dit echter niet zitten, zodat de (relatieve) achteruitgang van de westerse economie alleen nog maar opgevangen kon worden door verder te gaan met steeds meer lenen.

De Britse kanarie in de kolenmijn

De grote kredietcrisis in 2008 was eigenlijk al een duidelijk teken dat er in de politiek van almaar meer lenen – het steeds verder opvoeren van de debt/GDP ratio – scheuren begonnen te ontstaan. Vervolgens brak een paar jaar later de euro-crisis uit, veroorzaakt door te hoge schulden in een aantal Europese landen (met name in Griekenland). Met kunst en vliegwerk wist men dit echter weer onder controle te krijgen.

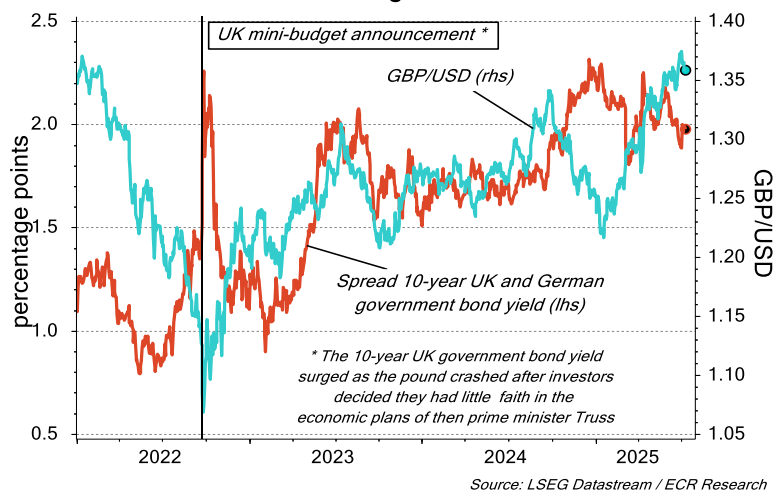


De laatste tijd dient zich een nieuw slachtoffer aan: het Verenigd Koninkrijk. Een paar jaar geleden dreigde daar de situatie al volledig uit de hand te lopen, toen premier Liz Truss en haar minister van Financiën het plan hadden opgevat om de belastingen sterk te verlagen en flink te snijden in de overheidsuitgaven. De markten hadden echter al snel door dat het parlement helemaal niet van plan was veel te gaan bezuinigen, maar naar veel lagere belastingen had het wel oren. Net zoals nu bij Trump betreffende de One Big Beautiful Bill het geval is, werd dit verdedigd door te stellen dat lagere belastingen voor veel hogere groei zouden zorgen. Zelfs bij lagere belastingtarieven zouden dan toch de belastingopbrengsten ongeveer gelijk blijven. De markten geloofden daar echter niet in en voorzagen veel grotere overheidstekorten. Hierdoor zagen ze de debt/GDP ratio snel verder stijgen, waardoor ook de rentes hoog zouden blijven. Bij hoge rentes loopt het tekort echter nog extra hard op als gevolg van de snel toenemende rentelasten, zodat een zichzelf voedende spiraal op gang komt. Vandaar dat beleggers snel begrepen dat de Bank of England al spoedig in de situatie terecht zou komen



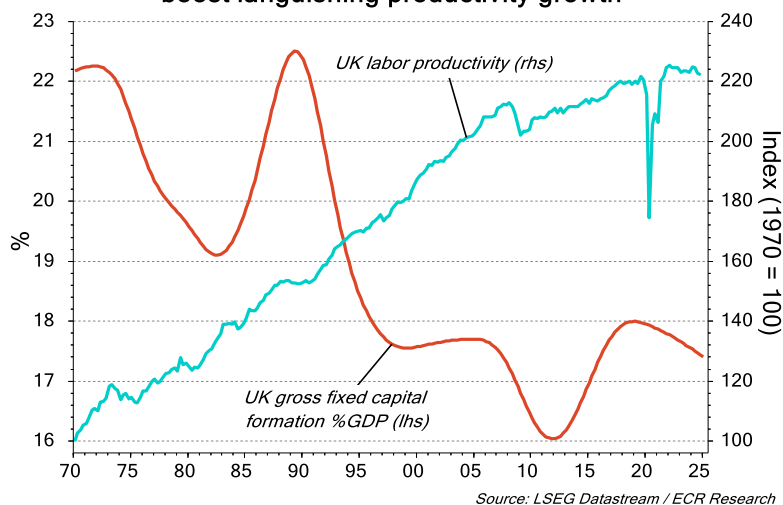
dat het niet meer anders kon dan steeds meer overheidsschuld zelf te gaan opkopen. In feite betekent dit het voeren van een inflatiepolitiek. Iets waarop de wisselkoers van het pond snel daalde – hetgeen door hogere importprijzen de inflatie weer voedt – en de Britse langetermijnrentes omhoogschoten. De crisis werd bezworen door vakkundig ingrijpen door de Bank of England en het aftreden van Truss.

Disastrous UK mini-Budget of 2022 proves cautionary tale for other governments

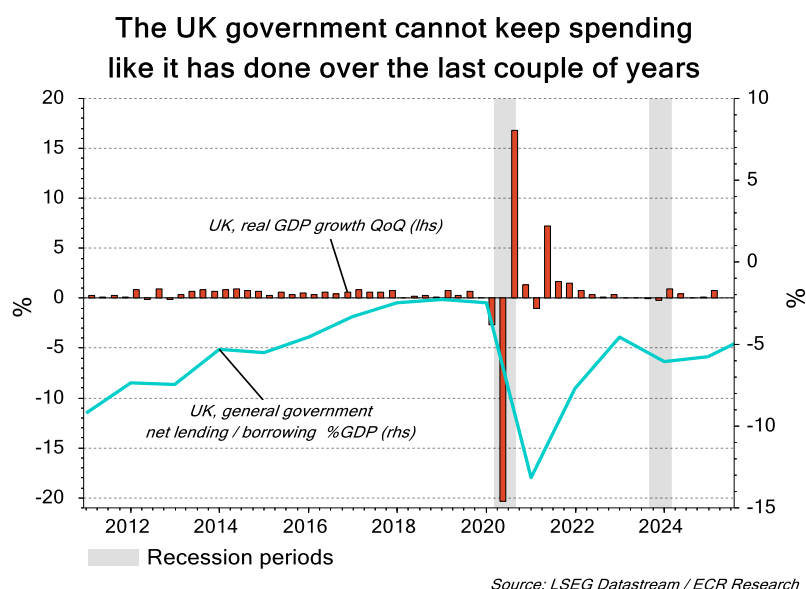


Gedurende een paar jaar heeft dit tot relatieve rust geleid, maar vorige week schoot weer de vlam in de pan. Aanleiding hiertoe was dat de Britse economie al geruime tijd kampt met gebrek aan investeringen en daardoor de toename van de productiviteit laag ligt. Dit houdt de groei van de economie weer tegen, temeer nu er door Brexit veel buitenlandse werknemers het VK hebben verlaten, waardoor een gebrek aan arbeidskrachten bestaat. Dit zorgt er overigens voor dat loonstijgingen en inflatie gemakkelijk kunnen oplopen, zodat de Bank of England de rente vrij hoog moet houden.

Without more investments, it is difficult to boost languishing productivity growth



De lage economische groei zorgt voor lage belastingopbrengsten en oefent opwaartse druk uit op de overheidsuitgaven. De Britse overheidsfinanciën staan er echter zeker bij de huidige rentestand zo slecht voor, dat het VK zich niet meer grote tekorten kan veroorloven. Vandaar dat de minister van Financiën een plan had bedacht om flink te bezuinigen op de sociale ondersteuning en om de belastingen te verhogen. Dit laatste kan echter maar in zeer beperkte mate, wil het niet tot minder bereidheid om te investeren en dus veel lagere groei leiden. Het tekort moest daarom vooral door middel van bezuinigingen teruggebracht worden. De eigen Labourpartij kon daar niet mee leven. Begrijpelijk dat de markten hierdoor dachten dat de overheidstekorten veel te groot zouden worden. Net zoals een paar jaar geleden daalde daardoor de koers van het pond en schoten de Britse langetermijnrentes omhoog.

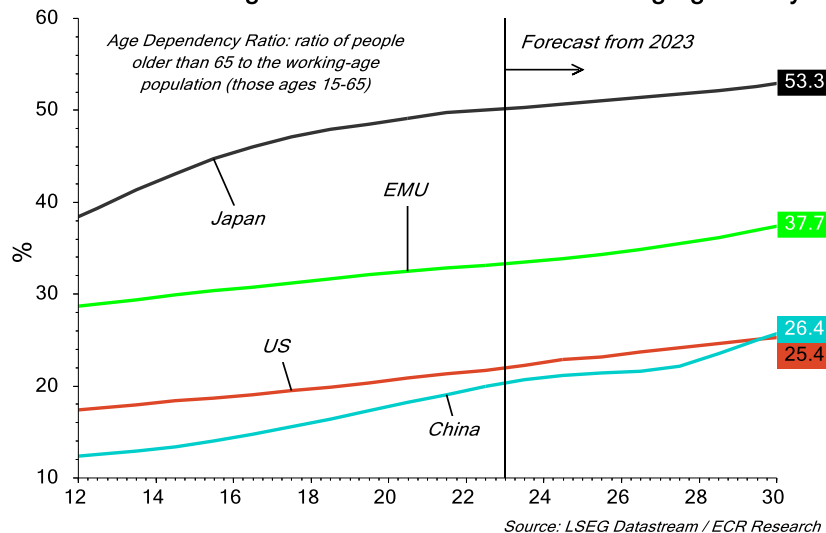


Gelukkig wisten premier Starmer en de Bank of England de situatie weer snel te sussen, maar het blijft voor de regering op eieren lopen. Het is namelijk zeer goed mogelijk dat de regering niet in staat is dit probleem op te lossen en bij de volgende begroting in het najaar de vlam weer in de pan slaat.

Het VK is een goed voorbeeld van hoe de westerse economieën steeds meer vastlopen op een politiek van almaar meer lenen. De overheidstekorten blijven veel te groot, met name door de vergrijzing van de bevolking, relatief hoge rentes en lage economische groei (de groei wordt steeds meer afgeremd door demografische ontwikkelingen en weerstand tegen immigratie).



Weak demographic fundamentals for Western countries and China. A shrinking work force must shoulder an aging society



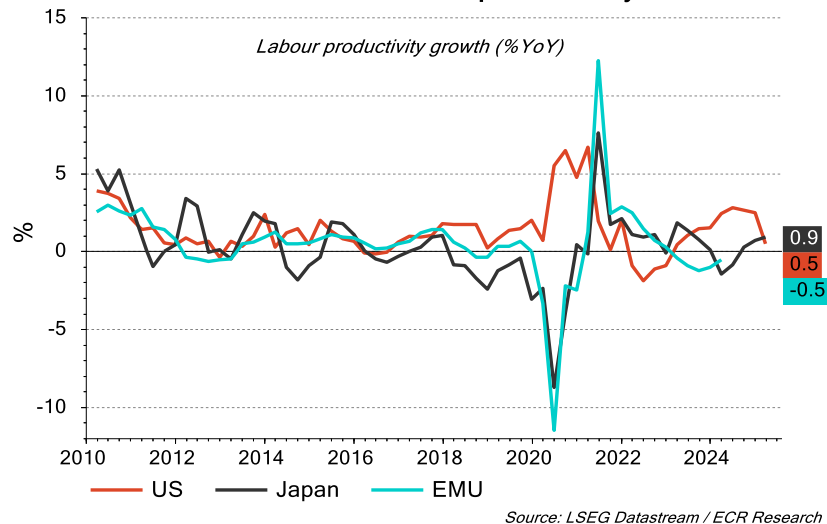
De markten vrezen dat deze vooruitzichten de rentes verder opdrijven en dat centrale banken dan gedwongen worden rentestijging tegen te gaan door (veel) meer geldcreatie. In feite betekent dit dan het volgen van een inflatiepolitiek. Dit drijft dan de rentes nog verder op, dus moet er dan nog meer geld bij gecreëerd worden enzovoort. Dit leidt er vervolgens bij de politiek toe dan maar op een andere manier de economie te helpen. Bijvoorbeeld door middel van importtarieven of door de centrale bank nu al te forceren de rente te verlagen en daarmee de groei te verhogen.

Noodgrepen

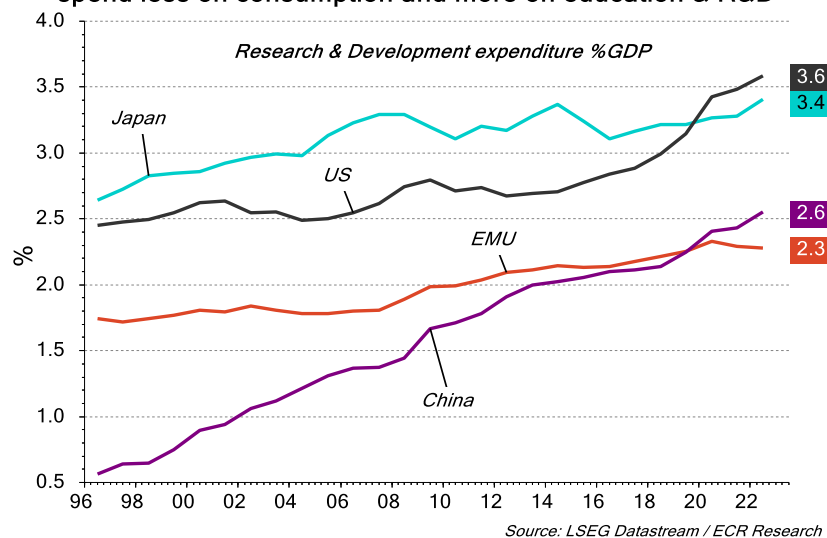
Zoals hiervoor aangegeven, is de ruimte voor politici om kiezers tevreden te stellen een stuk beperkter geworden. Nogmaals, wat er werkelijk moet gebeuren, is dat de productiviteit sneller toeneemt. De arbeidskrachten die daardoor vrijkomen, moeten vervolgens een nieuwe baan vinden bij nieuwe bedrijven die nieuwe producten op de markt brengen. Dit gebeurt nu veel te weinig. Natuurlijk kan daar verbetering in gebracht worden door te investeren in infrastructuur, scholing, Research & Development, flexibilisering van de arbeidsmarkt, verbetering van het ondernemersklimaat et cetera. Voor politici is echter het vervelende hieraan dat er eerst veel in deze zaken geïnvesteerd moet worden en de vruchten hiervan pas jaren later geplukt kunnen worden. Los daarvan moet er veel geld voor vrijgemaakt worden en veelal kan dit niet anders dan op de sociale uitgaven te bezuinigen. Allemaal niet erg populair bij kiezers.



Western countries need to focus on policies that increase labour productivity



Besides structural economic reforms, Western countries must spend less on consumption and more on education & R&D



Er al van uitgaande dat politici beseffen dat hervormingen de koninklijke weg naar hogere groei zijn, zullen ze daarom de benodigde gelden liever erbij lenen. Al jarenlang gaat dit echter door de verslechterende overheidsfinanciën steeds moeilijker. Vergrijzing en minder immigratie verergeren dit probleem, waardoor men steeds meer het volgende ziet:

- > De kwaliteit van de politici in veel landen loopt snel terug. Goede politici moeten steeds meer opboksen tegen populistische partijen die met simpele, maar niet werkende oplossingen voor deze problemen komen.

Bijvoorbeeld de extra gelden die nodig zijn, kunnen gemakkelijk verkregen worden door de belastingen te verhogen. Met name bij de rijken en bedrijven. De belastingen zijn echter al hoog en

deze verder verhogen, heeft alleen maar een averechts effect. Zo probeerde men in het VK recentelijk de belastingen voor rijke buitenlanders te verhogen. Een paar maanden later kwam men hierop terug, omdat veel vermogende buitenlanders daarop het VK verlieten. Eenzelfde effect krijgt men als belastingen voor bedrijven verhoogd worden en het ondernemersklimaat daardoor verslechtert. Hoe het ook zij, in steeds meer landen ziet men kundige mensen de politiek mijden. Het gevolg is daarom dat de kwaliteit van de politici dusdanig terugloopt dat er grote brokken ontstaan. Ook ziet men dat er in de plaats van kundige mensen steeds meer extremisten bij komen. Die vergroten de tweedeling in de maatschappij (voornamelijk ontstaan door de globalisering en de moderne techniek).

- > Een andere reactie die men op het vastlopen van de overheidsfinanciën ziet, is die van Trump en de Republikeinen. Zij gaan ervan uit dat als de belastingen maar flink verlaagd worden, de economische groei aanzienlijk gaat toenemen. Vervolgens blijven dan daardoor, ondanks de lagere belastingen, de belastingopbrengsten gelijk. Iets dat vaak is geprobeerd, maar vrijwel nooit is gelukt.

Trump geeft daar echter een nieuwe draai aan. Hij wil namelijk dat de Fed tegelijkertijd de rente verlaagt. De economie wordt dan zowel fiscaal als monetair gestimuleerd. Iets dat ongetwijfeld hogere groei zal opleveren. Sowieso levert dit dan echter ook hogere inflatie op, maar nu nog meer, omdat er dan door de stop op de immigratie meteen een gebrek aan arbeidskrachten ontstaat. De vraag is daarom in hoeverre deze politiek gaat werken, want hogere groei, inflatie en loonstijgingen drijven snel de langere-termijnrentes op.

- > Het wordt overigens nog interessant om te zien in hoeverre Trump denkt dit voor elkaar te krijgen. Er zullen niet veel kundige mensen bestaan die bereid zijn tot de Fed toe te treden als ze geacht worden zo'n politiek te voeren. Daarbij helpt ook niet dat hij in het openbaar de huidige voorzitter van de Fed, Jay Powell, die tot nu toe een vrij uitgebalanceerd beleid heeft gevoerd, continu voor een idioot uitmaakt. De vraag is daarom of Trump werkelijk denkt iemand te kunnen vinden die bereid is de rente behoorlijk omlaag te brengen en een veel te ruim monetair beleid te voeren. Misschien schopt hij alleen maar zo hard tegen Powell aan om eventueel straks deze de schuld ervan te kunnen geven als zijn One Big Beautiful Bill op een economisch fiasco uitloopt. Overigens ziet men aan het koersgedrag van de verschillende markten al snel of men er inderdaad in gelooft dat Trump in staat is de Fed zover te krijgen dat er een inflatiepolitiek gevoerd zal worden. De goudprijs en de langetermijnrentes schieten dan namelijk omhoog en de koers van de dollar omlaag.
- > Een andere reactie op het vastlopen van de overheidsfinanciën is het instellen van importtarieven en -restricties. Deze hebben namelijk om te beginnen het voordeel dat ze de groei van de economie helpen door middel van een verbetering van de handelsbalans. Daarnaast financieren ze ook een stuk van de belastingverlagingen. Er zitten echter ook nadelen aan vast. Ze verhogen de inflatie en de onzekerheid waarin bedrijven en consumenten verkeren. Dit beperkt weer hun investeringen en uitgaven. Twee dingen moet men zich hierbij bedenken. Ten eerste doet Trump het voorkomen alsof hij nu bezig is allerlei handelsakkoorden af te sluiten die goed voor de VS zijn. Het afsluiten van handelsakkoorden neemt echter vele jaren in beslag. De akkoorden die nu worden afgesloten, stellen daarom nauwelijks iets voor of – wat meestal het geval is – betreffen slechts raamwerken om eventueel tot een akkoord te kunnen komen. Of het ook daartoe zal leiden, is meestal maar de vraag. Bovendien hebben ze juridisch gezien niet veel waarde, temeer daar ze grotendeels op

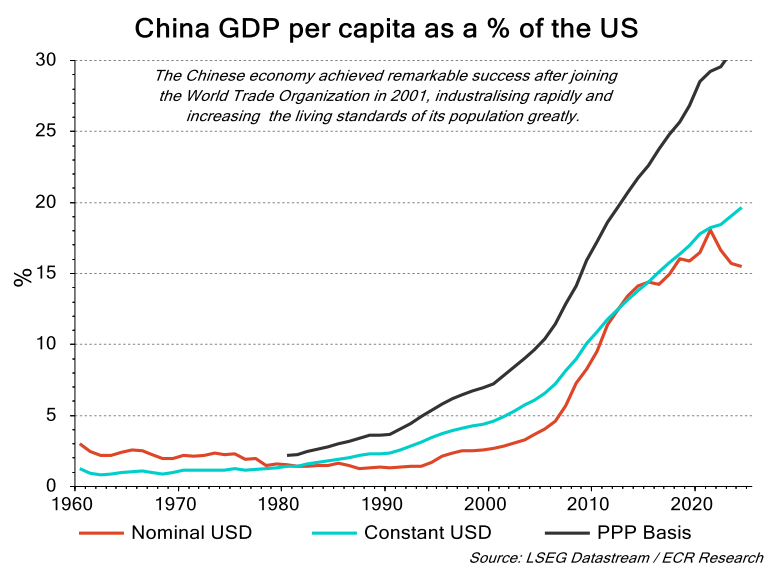


bevoegdheden voor Trump zijn gebaseerd, waarvan nog maar de vraag is of de rechterlijke macht het ermee eens is dat de president die heeft. Dit betekent dat er na 1 augustus voor bedrijven en consumenten helemaal geen zekerheid ontstaat omtrent de importtarieven. Dit kan nog jaren duren.

- > Minstens zo belangrijk is dat we ons steeds meer zorgen maken over de tegenacties op de Amerikaanse importtarieven. Om te beginnen is het voor de meeste landen, gezien het voorafgaande, zeer moeilijk om met de VS te onderhandelen. Trump dreigt wel met van alles, maar of dit juridisch stand houdt, is maar zeer de vraag. Daarnaast heeft China ook sterke troeven in handen in de vorm van de export van zeldzame metalen. Hetzelfde geldt voor Europa op het gebied van diensten. Dit sterkt China en Europa er dan ook in om eventueel tegenmaatregelen te treffen. Minstens zo gevaarlijk is dat men zich er in Europa steeds meer zorgen over maakt dat China, nu het minder naar de VS kan exporteren, dit meer naar Europa zal doen tegen dump prijzen. Binnen het Franse parlement gaan er daarom stemmen op om op Chinese import hogere tarieven te gaan instellen. China reageert daar weer op met maatregelen tegen Europa. Dit moet men ook weer zien tegen de achtergrond van de sterk verslechterde overheidsfinanciën. De mogelijkheid om schokken van buitenaf op te vangen door middel van meer fiscale stimulering bestaat er nauwelijks meer. En monetair verruimen betekent dat neerwaartse druk op de betreffende valuta ontstaat. Nu er zoveel rond de importtarieven speelt, is dit zeer gevaarlijk.

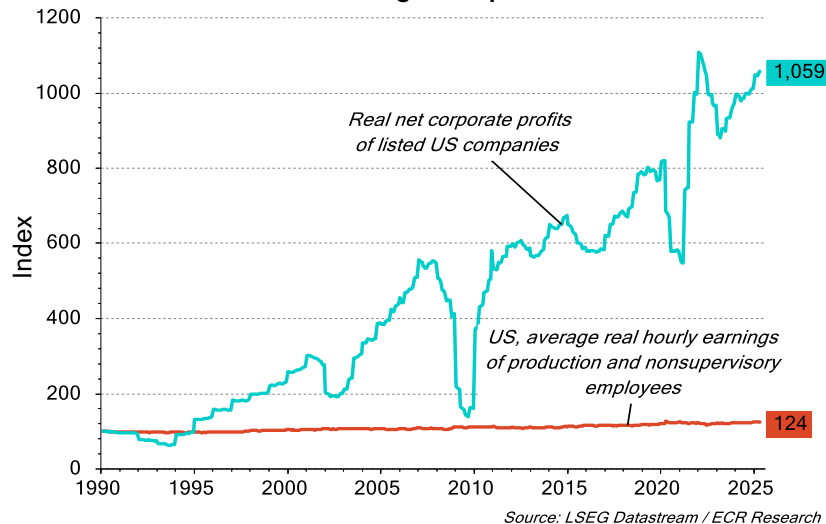
Toenemende crisisrisico's

Al een paar decennia is er sprake van grote concurrentie uit het Oosten, met name vanuit China. Iets dat in het Westen de inflatie omlaag heeft gedrukt, maar ook voor een grote tweedeling in de maatschappij heeft gezorgd. Steeds meer arbeidskrachten moesten namelijk concurreren met veel goedkopere arbeiders in de opkomende landen. Hun reële inkomens zijn hierdoor al decennialang nauwelijks gestegen.



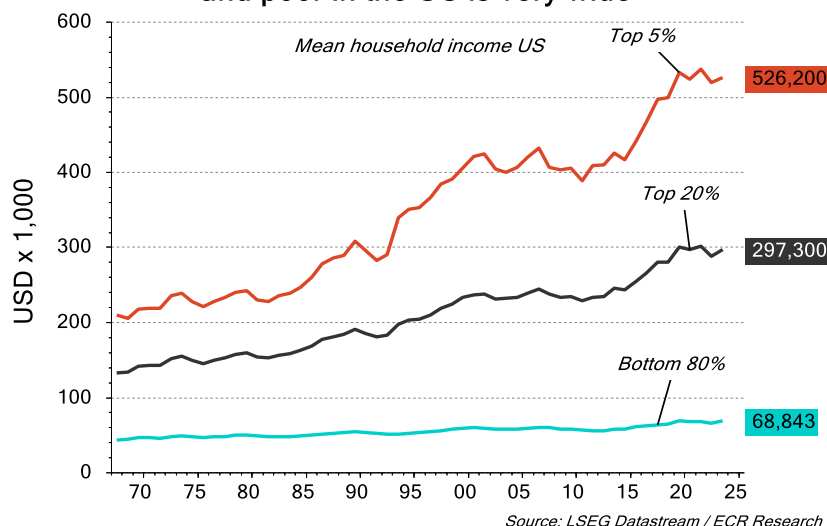


Unlike businesses, US workers have hardly seen an increase in earnings the past decades



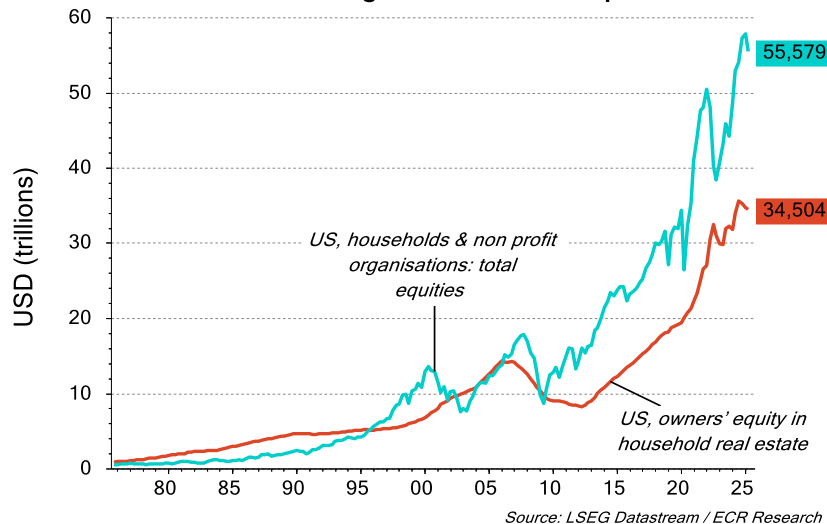
Daartegenover waren er ook mensen in het Westen die juist profiteerden van de globalisering en de moderne techniek. Meestal betrof dit de hoger opgeleide mensen of mensen met speciale vaardigheden. Zij zagen niet alleen hun reëel besteedbaar inkomen flink toenemen, maar het was ook deze groep die het meest profiteerde van de stijging van de aandelen-, obligatie- en onroerendgoedprijzen. Dit alles speelde het meest in de VS, omdat de stijgende koers van de dollar de buitenlandse concurrentie extra hevig maakte.

The haves and have-nots: The gap between rich and poor in the US is very wide



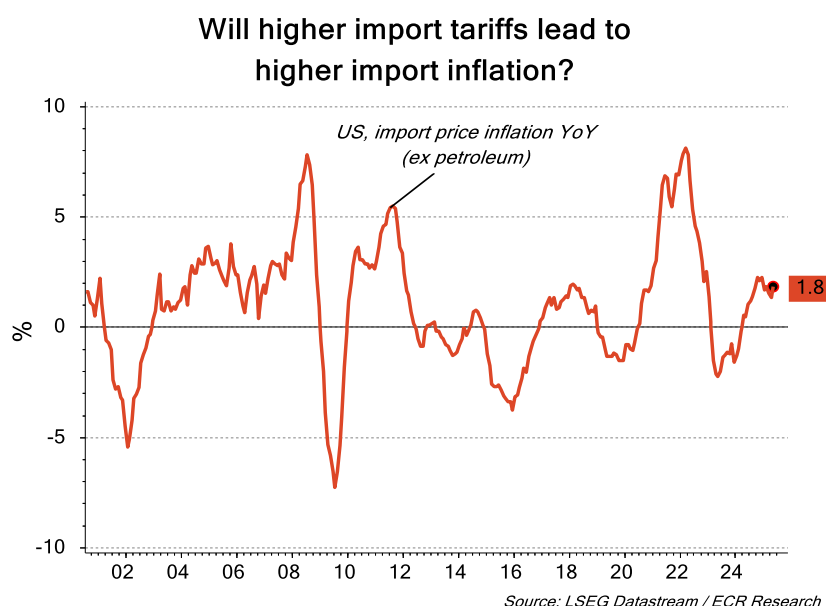


Real estate (and equities) have been the engines of US household wealth generation in the past decade



Nu komt dit echter in de VS allemaal op zijn kop te staan. Import in de VS wordt niet alleen een stuk duurder door een veel lagere dollarkoers, maar ook door de importtarieven. Zo is de dollar ten opzichte van de euro ongeveer 12% in koers gedaald en moet op import uit Europa minstens 10% importtarief betaald worden. Samen vormt zo veel prijsverhoging dat het zeker consequenties heeft:

- > In theorie zou het moeten betekenen dat in de VS veel meer goederen en diensten gekocht worden die in eigen land worden gefabriceerd. Dit is echter een effect dat alleen maar voor de zeer lange termijn kan worden verwacht. Veel van de importartikelen worden namelijk helemaal niet meer in eigen land geproduceerd. Met andere woorden, er moeten nieuwe productie-eenheden in de VS voor worden opgebouwd. Daar zullen bedrijven echter niet snel aan beginnen, aangezien er veel onzekerheid bestaat over het verdere verloop van de importtarieven en de koers van de dollar. Het resultaat is daarom dat eerder de prijzen in de VS zullen oplopen dan dat er veel minder geïmporteerd zal worden en/of veel productie van buiten de VS naar Amerika verplaatst wordt. (Met betrekking tot dit laatste schermt Trump vaak met zeer grote bedragen, maar naar alle waarschijnlijkheid gaat het dan meer om intenties dan over daadwerkelijke investeringen). Met andere woorden, het drijft de inflatie in de VS op.
- > Amerikaanse bedrijven die tot voor kort moesten concurreren met allerlei (potentiële) goedkope import, krijgen nu plotseling meer ruimte om hun afzetprijzen te verhogen, maar vooral om hogere salarissen te bieden. Aan dit laatste bestaat bij veel bedrijven behoefte, gezien de krapte op de arbeidsmarkt.
- > Bedrijven die te maken hadden met veel buitenlandse concurrentie krijgen nu de ruimte om hun prijzen te verhogen, maar ook om hiermee hun winsten te vergroten.



Geleidelijk zal dit – als het aanhoudt – voor grote verschuivingen binnen de wereldeconomie zorgen. De vraag is hoe andere landen daarmee omgaan: zelf ook hogere importtarieven instellen, proberen een groter marktaandeel in andere landen dan de VS veroveren, de overheidstekorten vergroten? Ons inziens nemen in ieder geval de risico's op een crisis toe.

Gevolgen voor de financiële markten

De aandelenkoersen in de VS gedroegen zich alsof het land een zeer gunstige economische ontwikkeling tegemoet gaat: flinke economische groei en toename van de winsten gecombineerd met een neutraal zo niet ruim monetair beleid. Op zichzelf valt daar zeker iets voor te zeggen:

- > Zoals eerder aangegeven, is de concurrentiepositie van de VS de laatste tijd aanzienlijk verbeterd. Dit helpt de winsten van Amerikaanse bedrijven en verschaft de consument door middel van hogere loonstijgingen meer *buying power*, ook al loopt de inflatie iets op.
- > Er wordt alleen maar gesproken over het verlagen van de rente. Niet over het verhogen ervan. Sowieso is de kans op lagere rentes na mei volgend jaar groot. Trump zal daar door het aanstellen van nieuwe Fed-leden en van de Fed-voorzitter wel voor zorgen.
- > Dit zou in theorie tot chaos kunnen leiden, als de inflatie veel zou oplopen. Tot nu toe hebben de importtarieven de inflatie echter niet omhooggestuwd. Mogelijk gebeurt dit in de tweede helft van het jaar alsnog, maar de algemene opinie beschouwt dit dan als een eenmalige gebeurtenis die weer snel zal overwaaien.

- > De One Big Beautiful Bill remt de groei in de tweede helft van dit jaar iets af, maar stimuleert deze flink in 2026 en 2027 (wel belastingverlagingen, maar nog geen bezuinigingen). Pas in 2028 zal er sprake zijn van flinke afremming van de groei, maar voor die tijd kan er nog veel gebeuren.
- > Europa krijgt als gevolg van de Amerikaanse importtarieven te maken met minder groei van de export, terwijl de groei sowieso al zeer laag ligt. Het vooruitzicht is echter dat er binnenkort veel meer fiscaal gestimuleerd zal worden met name via hogere defensie-uitgaven. Hierdoor is er niet alleen sprake van een zwakke dollar, maar ook van een sterke euro. Dit drukt weer de Europese inflatie omlaag, hetgeen op zijn beurt ervoor zorgt dat de ECB geleidelijk aan het monetaire beleid verder kan verruimen. Dit is gunstig voor de aandelenkoersen.

Er bestaan echter ook risico's:

- > Het meest waarschijnlijk is dat Trump uiteindelijk akkoord gaat met algemene importtarieven van 10% en een aantal hogere tarieven voor specifieke producten en landen. Goed mogelijk dat de meeste landen dat dan maar zullen accepteren, ervan uitgaande dat de Amerikaanse importeur en consument dit grotendeels zullen betalen. Trump zal hierdoor vanzelf steeds meer tegengas krijgen, zodat de tarieven in ieder geval niet verder verhoogd en mogelijk zelfs over niet al te lange tijd verlaagd zullen worden. Het is echter niet uitgesloten dat Trump zijn hand overspeelt en andere landen tegenmaatregelen gaan nemen en er iets van een handelsoorlog uitbreekt.
- > Ook is het mogelijk dat groei en inflatie aan de hoge kant blijven en beleggers hierdoor meer rekening houden met hogere rentes. Dit kan nog eens versterkt worden als buitenlandse kapitaalbezitters steeds meer de VS gaan mijden.
- > Het is zeer goed mogelijk dat de grondstoffenprijzen – met name die van olie – roet in het eten gaan strooien. Gezien de geopolitieke spanningen wordt er niet veel geïnvesteerd in de productie van grondstoffen, terwijl veel landen wel hogere voorraden willen aanleggen. Als dan ook de economische groei niet veel afneemt en er een dreiging op een tarievenoorlog blijft bestaan, kan de vraag het aanbod gaan overtreffen.

Rentes

Op dit moment is de inflatie in de VS aan de lage kant en zwakt de economische groei iets af. Dit laatste met name door alle onzekerheid rondom de importtarieven. Zoals eerder aangegeven zal dit waarschijnlijk nog lang aanhouden, zij het dat we ons goed kunnen indenken dat hieromtrent de komende tijd meer rust ontstaat als binnenkort duidelijk wordt waar het voorlopig op neer zal komen. Waarschijnlijk gemiddeld ongeveer 13%. Verder denken we dat:

- > de economische groei in de VS geholpen wordt door de recent gedaalde rentes. Deze worden omlaaggedrukt doordat algemeen verwacht wordt dat Trump binnenkort iemand, die lagere rentes voorstaat, als nieuwe Fed-voorzitter zal voordragen



- > de consument behoorlijk geholpen wordt door een positief *wealth effect*. Zowel huizenprijzen als aandelenkoersen staan namelijk op recordhoogtes. Bedrijven profiteren daarbij van zeer lage risicopremies als ze geld lenen
- > de Amerikaanse buitenlandse handel geholpen zal worden door de verbeterde concurrentiepositie van de VS
- > minder buitenlandse concurrentie en een vrijwel stop op de immigratie tot hogere (reële) loonstijgingen zullen leiden.

De groei van de Amerikaanse economie in de tweede helft van dit jaar zal daarom meevallen. Tegelijkertijd verwachten we door de gedaalde dollarkoers en de importtarieven hogere inflatie (hogere importprijzen). Dit nog los van hogere loonstijgingen. Met andere woorden, we verwachten een combinatie van meevallende economische groei en opwaartse druk op de inflatie. Dit laatste al helemaal als inderdaad de grondstoffenprijzen gaan oplopen.

Tot slot zorgt de One Big Beautiful Bill ervoor dat het overheidstekort zeer groot blijft en de groei in 2026 en 2027 geholpen zal worden. Het is daarom maar de vraag of de Fed de rente zal verlagen. Natuurlijk kan Trump iemand als nieuwe Fed-voorzitter voordragen die een voorstander is van renteverlaging, maar om te beginnen is het maar zeer de vraag of de rest van de Fed-leden daarin zullen meegaan. En zelfs als deze dit zouden doen, is het goed mogelijk dat de langere termijnrentes uit angst voor hogere inflatie juist de andere kant opschieten.

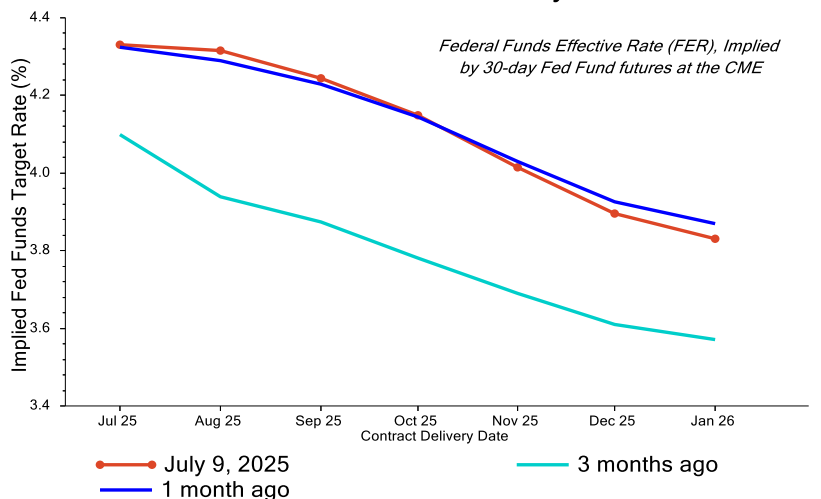
Dit kan een veel steilere *yield curve* opleveren. Al helemaal als buitenlandse beleggers steeds minder Amerikaanse obligaties gaan kopen.

Meer concreet denken wij dat de Fed tot eind dit jaar de rente minder zal verlagen dan wat de markten nu voor deze periode verdisconteren. Het zou ons zelfs niet verbazen als de rente dit jaar helemaal niet verlaagd wordt.

Verder wordt er algemeen van uitgegaan dat de Fed de rente in 2026 nog veel verder zal verlagen, maar ook daar plaatsen we een vraagteken bij. Groei van de economie en de hoogte van de inflatie zouden naar onze mening weleens hoger kunnen uitvallen dan algemeen verwacht wordt. Vanwege dit laatste en ook wegens de groot blijvende overheidstekorten en minder toestroom van buitenlands kapitaal naar de VS toe, verwachten we in ieder geval, zoals eerder aangegeven, dat de *yield curve* een stuk steiler zal worden. Daalt de kortetermijnrente inderdaad niet veel verder, dan betekent dat dat de langere termijnrentes niet gaan dalen, maar gaan stijgen. Vandaar dat wij de rente op tienjarige Amerikaanse staatsobligaties – nu ongeveer 4,35% – goed in de gaten willen houden. Een stijging boven 4,60% betekent namelijk dat er charttechnisch een oranje licht gaat knipperen en bij een stijging boven de 5% een rood licht. Gebeurt dat laatste, dan kan de tienjarige Amerikaanse rente nog een stuk verder oplopen. Charttechnisch bezien verdwijnt dit gevaar pas bij een daling onder de 3,9%.



Fed funds futures imply 2 cuts of 25 bps in the remainder of this year



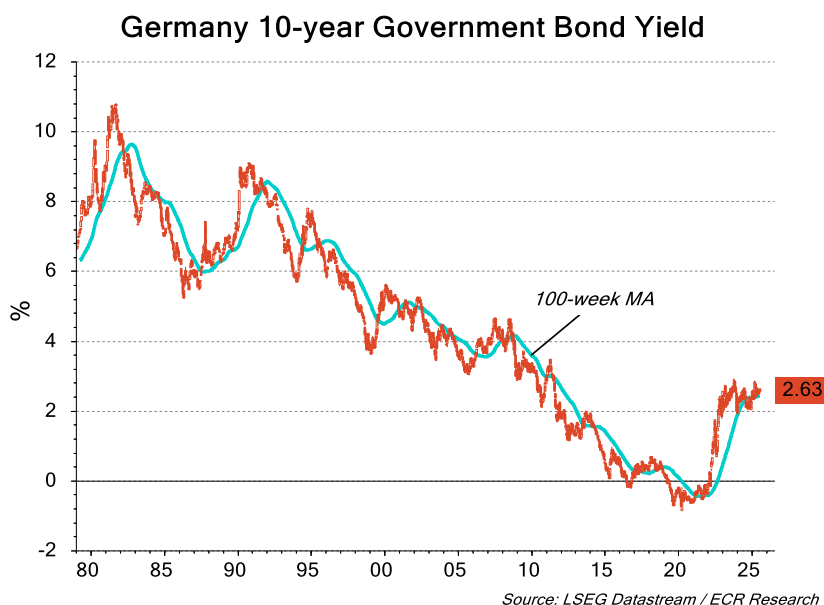
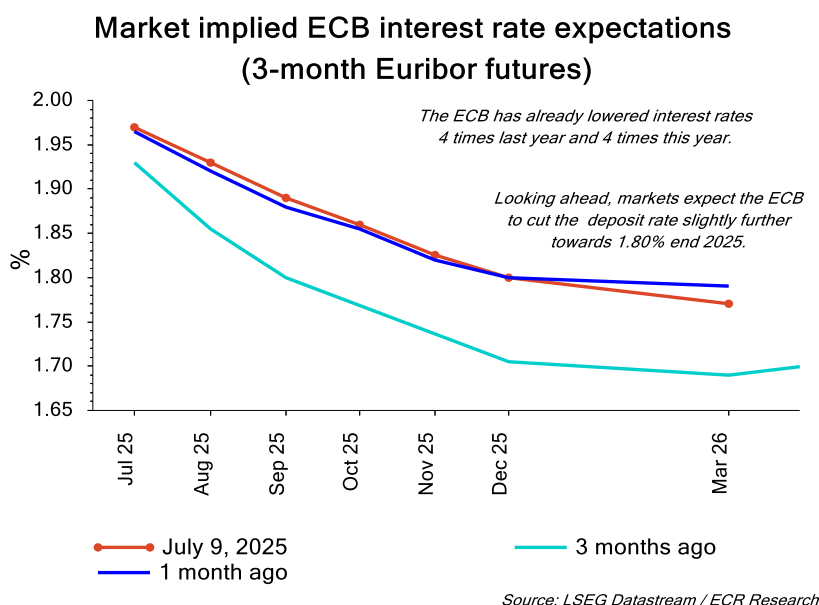
US 10-year Treasury Note yield



Wat Europa betreft, verwachten we dat kapitaalbezitters voorlopig de VS meer zullen mijden en meer in Europa zullen beleggen. De Europese economie, die toch al niet hard groeit, zal dan afgeremd worden door een verslechterende buitenlandse handel als gevolg van een sterkere euro en de Amerikaanse importtarieven. De sterkere euro zal ook helpen de Europese inflatie omlaag te drukken. Iets dat erg kan tegenvallen als de grondstoffen prijzen zouden oplopen en/of Europa ook veel importtarieven zou instellen. Voor zover dit al gaat gebeuren, zien we dit in het begin langzaam gaan. Vandaar dat we verwachten dat de ECB dit jaar nog wel de ruimte zal krijgen de rente 1 of 2 keer met 0,25 procentpunt verder te verlagen. In de loop van het volgend jaar zal deze dan misschien weer iets verhoogd moeten worden als de fiscale stimulering de economische groei gaat opvoeren.

Uiteraard is het wel zo dat zowel bij de Amerikaanse als de Europese rentes alles op zijn kop komt te staan, mocht er een echte handelsoorlog uitbreken. Temeer daar dit dan waarschijnlijk gepaard zal gaan met een valutaoorlog.

Kijken we ten slotte naar de rente op tienjarige Duitse staatsobligaties – nu ongeveer 2,65% – dan zien we deze voorlopig tussen de 2,4% en 3% blijven zweven. Het wordt echter steeds moeilijker de bodem van de range op te zoeken – laat staan naar ongeveer 2% verder te dalen – nu de Duitse economie lijkt uit te bodemen en geleidelijk aan de fiscale stimulering toeneemt. In ieder geval zou een stijging van de tienjarige rente boven de 3% wijzen op een nog veel verdere stijging, maar ons inziens is het nog niet zover.





Slotopmerking

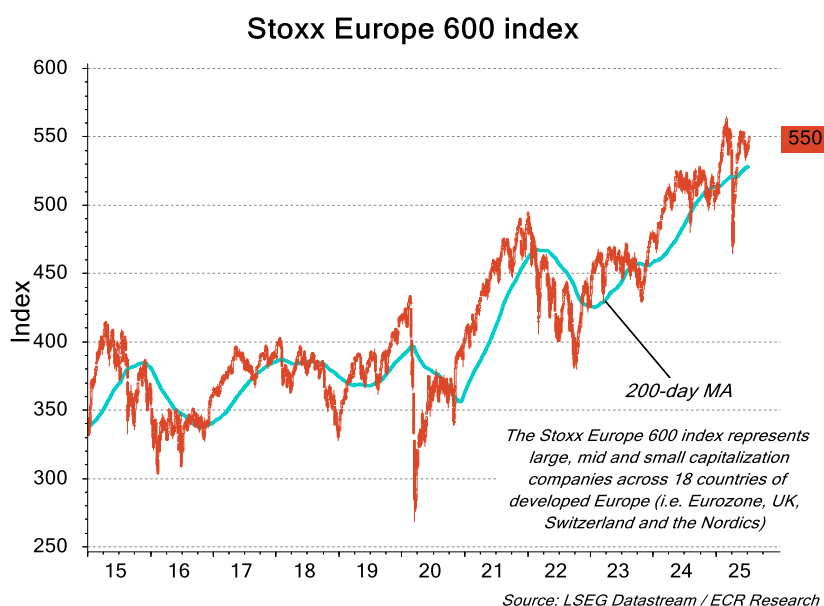
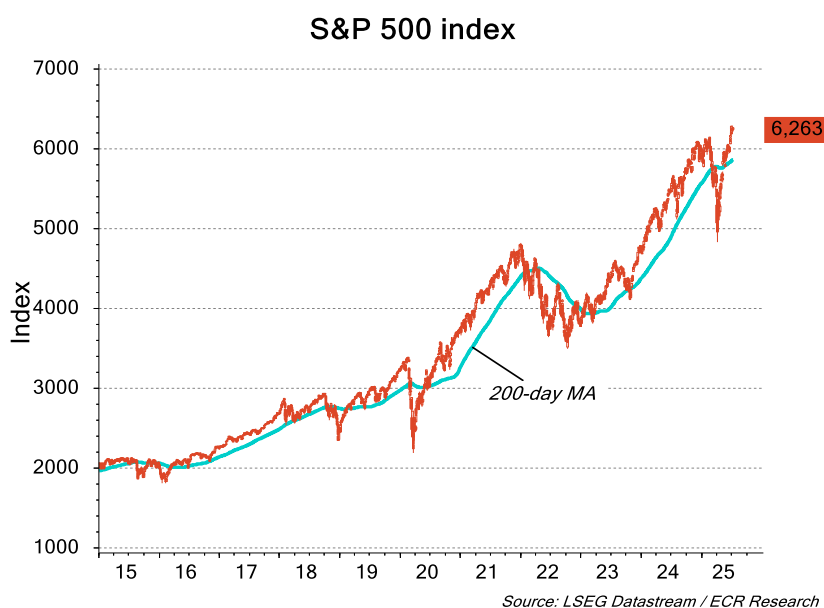
Vaak wordt er ook naar Japan gekeken als bron voor hogere langetermijnrentes. De Bank of Japan wil namelijk in principe de rente verhogen. Leidt dit ook tot een sterkere yen, dan kan veel Japans kapitaal dat nu in westerse markten belegd is, naar eigen land worden teruggehaald. In het Westen zou dit dan veel verkoop van obligaties opleveren. Ons inziens is dit een gevaar dat goed in de gaten gehouden moet worden, maar is het daarvoor nog te vroeg, zolang Japan mogelijk vrij hoge importtarieven in de VS opgelegd zal krijgen. Dit remt de Japanse economie zoveel af dat het nu nog te vroeg lijkt voor renteverhoging door de Bank of Japan.

Aandelen

Zoals eerder aangegeven, begrijpen we waar het enthousiasme voor de aandelen vandaan komt. Misschien is wel het meest belangrijke dat Trump binnenkort waarschijnlijk een nieuwe Fed-voorzitter gaat voordragen, die de rente aanzienlijk wil verlagen. Met andere woorden, er een veel ruimere monetaire politiek gevoerd zal worden. Gecombineerd met zeer grote overheidstekorten hadden wij verwacht dat dit al tot hogere inflatieverwachtingen en langetermijnrentes zou hebben geleid. Vooralsnog valt dit echter mee. Zolang dit het geval blijft, zal de S&P 500 wel blijven stijgen, als er maar niet een echte handelsoorlog gaat uitbreken. Dit laatste verwachten we echter (nog) niet.

Wel is het zo dat de waarderingen al extreem ver zijn opgelopen, maar de markt wordt nu vooral door particuliere beleggers gedragen. Die laten zich daar niet door afschrikken. Overigens behoort grote deelname van particuliere beleggers bij het einde van een *bull market* maar zegt dit niets over wanneer de markt gaat keren. Onze *best guess* is dat het niet lang meer zal duren voordat de langetermijnrentes wat de aandelenkoersen betreft te veel gaan oplopen, maar in ieder geval vinden wij dat de *risk reward ratio* bij de S&P 500 snel aan het verslechteren is. Over 1 of 2 jaar verwachten we aanzienlijk lagere koersen dan nu.

Aangezien we steeds meer beleggingskapitaal de VS zien mijden, verwachten we dat de geldstroom naar Europa en de opkomende landen – zeker als de grondstoffenprijzen gaan stijgen – zal toenemen. Vandaar dat we daar een relatief betere performance van de aandelen verwachten ten opzichte van die in de VS.



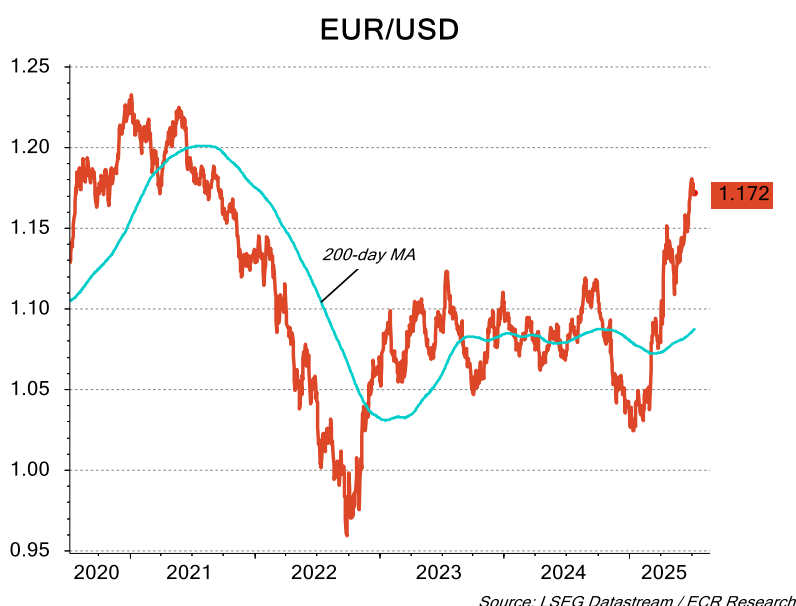
EUR/USD

Zoals eerder uiteengezet, verwachten wij dat de hoofdtrend bij EUR/USD de komende kwartalen tot jaren omhoog gericht zal blijven. Op de kortere termijn gezien is EUR/USD echter sterk *overbought* geraakt. Bovendien voorzien we een aantal ontwikkelingen waardoor de dollar sterker kan worden:

- > De groei van de Amerikaanse economie zien we de komende tijd meevallen en de Amerikaanse inflatie oplopen. Hierdoor zien we de Amerikaanse rentes minder dalen – of zelfs gaan stijgen – dan nu algemeen wordt verwacht.

- > Rondom de importtarieven verwachten we binnenkort eerst een periode van rust.
- > Mogelijk is men de laatste tijd iets te enthousiast geworden over de samenwerking binnen Europa en over de Europese economie.

Combineren we dit alles, dan verwachten we dat EUR/USD rond 1,19 een tijdelijke top vormt/heeft gevormd en daarvandaan zal terugzakken richting 1,12. Op de langere termijn bezien, zien we de koers echter op zijn minst naar 1,25 – 1,30 oplopen. Wel is het zo dat, mocht er over niet al te lange tijd een handelsoorlog uitbreken, de dollar waarschijnlijk juist sterker zal worden. Vooralsnog is dit echter niet aan de orde.



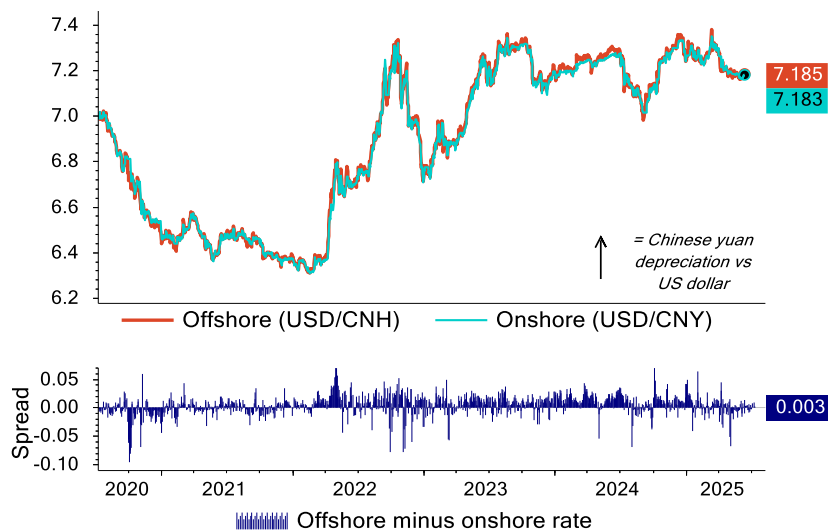
De Chinese yuan

De situatie ten aanzien van de yuan verandert niet veel. De Chinese economie groeit voor Chinese begrippen maar matig en de angst voor overcapaciteit en deflatie neemt toe. Een lagere koers van de yuan ten opzichte van de dollar zou daarom prima uitkomen. Alleen zal het Westen daarop meteen reageren met hogere tarieven op Chinese import. Zolang de dollar zwakt blijft, zal Beijing zelfs moeten accepteren dat de yuan iets gaat oplopen ten opzichte van de Amerikaanse munt. Wel kan de yuan dan iets met de dollar ten opzichte van de euro mee dalen.

Meer concreet zien we USD/CNH – nu ongeveer 7,18 – eerst een paar procent oplopen, omdat we de dollar sterker zien worden (zie ook bij EUR/USD). Daarna verwachten we echter een verdere val naar ongeveer 7,00. EUR/CNH – nu 8,43 – zien we daarbij eerst terugvallen naar ongeveer 8,30, voordat een stijging richting 8,50 begint.



Renminbi (Chinese Yuan) onshore and offshore rate



Inflation hedges buiten goud

In principe achten we het voor de meeste *inflation hedges* buiten goud – andere edele metalen, grondstoffen, onroerend goed – nog iets te vroeg om hard te gaan stijgen. Met name omdat we de Amerikaanse rentes minder zien dalen dan nu verwacht wordt. Het is echter zeer goed mogelijk dat Trump al vrij spoedig een nieuwe Fed-voorzitter gaat voordragen die wil dat de Fed de rente snel gaat verlagen. De inflatieverwachtingen gaan dan snel oplopen. Maar de grondstoffen kunnen al eerder in prijs oplopen vanwege de eerder aangegeven redenen.



Heeft u vragen over dit rapport? Of over ontwikkelingen in de financiële markten? Of over uw risk management in meest brede zin? Neem contact op met onze onafhankelijke rente-, valuta- en commodity adviseurs. Per telefoon op 030-8201221 of per email icc@icc-consultants.nl.

DISCLAIMER

© ICC Consultants BV, The Netherlands. All rights reserved. No parts of this publication may be reproduced, stored in a **retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording or** otherwise, without the prior written consent of the copyright owner. This publication is intended as general background information and not as definitive recommendation. The publishers and authors accept no liability whatsoever for any damage that may be incurred in connection with this publication should you consider concluding transactions on the basis of information supplied in this report.

