Trump, Tarieven, Twijfel

Door *Jules Stevens* & *Marc Stevens*

Jules Stevens
Senior Portfolio Manager

Marc Stevens
Wettelijk vertegenwoordiger

De onzekerheid over de economische conjunctuur neemt toe. Importtarieven en aanhoudende geopolitieke spanningen zorgen ervoor dat 2025 anders wordt ingezet. De winnende bedrijven van 2024 moeten terrein maken voor sectoren en regio's die we uit het oog waren verloren. De winstgroeivooruitzichten beginnen af te nemen. Groeiaandelen blijken overgewaardeerd en zagen hun koersen in 2025 met 10% dalen; de prijzen van value-aandelen blijken vandaag ondergewaardeerd en stegen 10%.

Het initiële doel van Trump om (1) illegale immigratie terug te dringen, (2) het jaarlijkse handelstekort van 1.000 miljard USD te doen krimpen en (3) de Amerikaanse welvaart sneller te doen groeien, is lovenswaardig. Duidelijke -economisch zinvolle- doelen, waar de financiële markten initieel positief op reageerden.

De onzekerheid over de economische conjunctuur neemt toe. Importtarieven en aanhoudende geopolitieke spanningen zorgen ervoor dat 2025 anders wordt ingezet.

Tabel 1: Reciprocal Tariff cheat sheet
Bron: Bloomberg 11 maart 2025

Target countries	Tariffs charged to the USA	USA Discounted Reciprocal Tariffs
China	67%	34%
European Union	39%	20%
Vietnam	90%	46%
Taiwan	64%	32%
Japan	46%	24%
India	52%	26%
South Korea	50%	25%
Thailand	72%	36%
Switzerland	61%	31%
Indonesia	64%	32%
Malaysia	47%	24%
Cambodia	97%	49%
United Kingdom	10%	10%

Target countries	Tariffs charged to the USA	USA Discounted Reciprocal Tariffs
South Africa	60%	30%
Brazil	10%	10%
Bangladesh	74%	37%
Singapore	10%	10%
Israel	33%	17%
Philippines	34%	17%
Chile	10%	10%
Australia	10%	10%
Pakistan	58%	29%
Turkey	10%	10%
Sri Lanka	88%	44%
Colombia	10%	10%

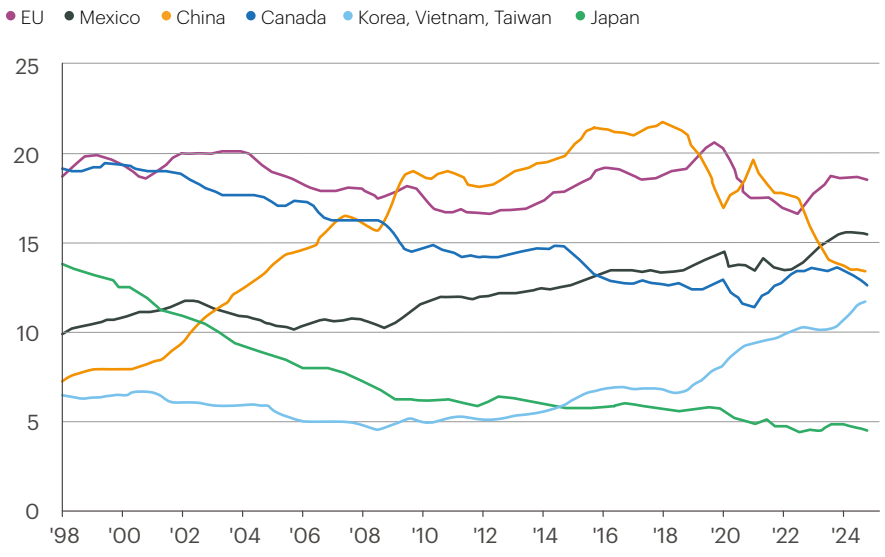
TARIEVEN

Maar sinds eind februari ’25 is dat optimisme gekeerd en is de S&P 500 de winst sinds 5 nov 2024 meer dan verloren. De mediatiek gebrachte maar chaotisch uitgevoerde tarievenkwestie speelt daar een belangrijke rol in.

In feite zijn op datum van redactie op 24 maart 2025, alleen de 10% op alle import vanuit China en de 25% op staal- en aluminiumimport in voege. Grafiek 1 toont de gevolgen van tarieven op import vanuit China van tijdens Trumps eerste termijn. Er wordt minder geïmporteerd vanuit China, en tegelijk neemt import vanuit de rest van Azië in dezelfde mate toe. Je kan je dus vragen stellen bij de stand-alone effectiviteit van importtarieven en hun invloed op de handelsbalans. Ze dienen volgens ons voornamelijk als onderhandelingstechniek, om bedrijven ervan te overtuigen om in de VSA te komen produceren i.p.v. naar de VSA te exporteren.

Er is 24/7 vers nieuws over tarieven, zowel positief als negatief. Die wispelturigheid leidt tot onzekerheid zowel bij beleggers als bij ondernemers en consumenten. Voor de aandelenbeleggers vertaalt zich dat op de beurs tot verhoogd risico, verhoogde volatiliteit en dus gemiddeld lagere koersen. Ondernemers en consumenten zullen geleidelijk investeringen/bestedingen beginnen uitstellen. Hoe kan het ook anders?

Grafiek 1: Procentuele verdeling grootste importeurs in VSA
Bron: JP Morgan Guide to the markets – feb 2025



Maar de Trumpisten hebben onverwachte steun gekregen van Jerome Powell, de voorzitter van de Amerikaanse Centrale Bank (Fed), die stelde dat het inflatoir effect van importtarieven transitoir is. Dat is levensbelangrijk. Indien transitoir hoeft de FED de rente niet te verhogen bij een opstoot van inflatie.

STAGFLATIE

De economische groeiverwachtingen nemen nu al af; de vrees voor inflatie neemt toe. Het is ondenkbaar dat de impact van de importtarieven volledig door de uitvoerder wordt geabsorbeerd. Die kosten zullen worden doorgerekend aan de eindconsument en dat leidt tot inflatie. Afnemende groei en stijgende inflatie, daar bestaat een woord voor: stagflatie – alhoewel het hier vooralsnog een milde vorm betreft want de groei is nog niet negatief.

Maar de Trumpisten hebben onverwachte steun gekregen van Jerome Powell, de voorzitter van de Amerikaanse Centrale Bank (Fed), die stelde dat het inflatoir effect van importtarieven transitoir is. Dat is levensbelangrijk. Indien transitoir hoeft de FED de rente niet te verhogen bij een opstoot van inflatie.

In the Federal Reserve's Summary of Economic Projections (SEP) vertalen de gewijzigde economische verwachtingen zich als volgt.

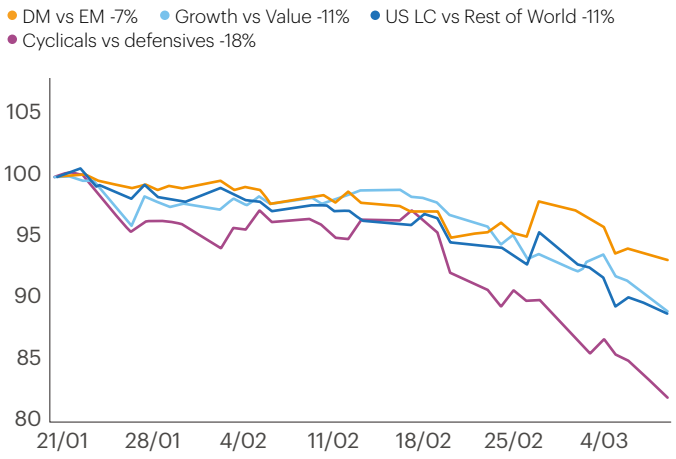
Het huidige rentepeil van 4,25%-4,50% is nog steeds restrictief. Uit tabel 2 kunnen we afleiden dat de FED van een neutraal rentepeil spreekt wanneer het inflatie-objectief van 2% bereikt is bij een beleidsrente van 3%. Alleszins heeft de Fed nu al besloten om het tempo van kwantitatieve versoepeling te vertragen van 25 mia USD/maand tot 5 mia USD/maand. Dit is geen onbelangrijk signaal net zoals de stelling dat het inflatoir effect van importtarieven transitoir is.

Tabel 2: Federal Reserve's Summary of Economic Projections – 19 maart 2025
Bron: Financial Times, Federal Reserve's Summary of Economic Projections

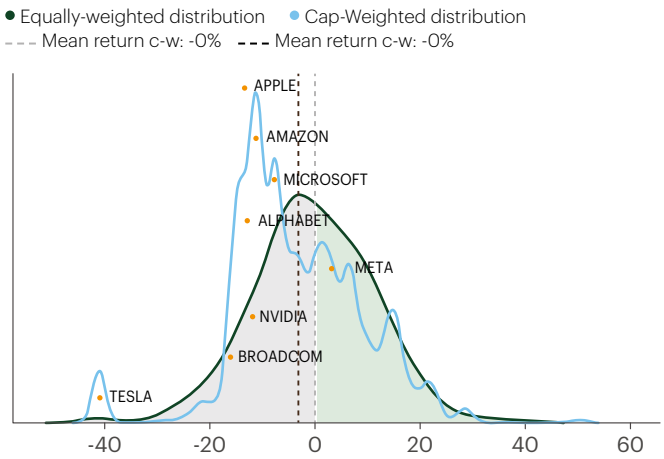
Percent

Variable	Median[1]			
	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1,7	1,8	1,8	1,8
December projection	2,1	2,0	1,9	1,8
Change in real GDP	4,4	4,3	4,3	4,2
December projection	4,3	4,3	4,3	4,2
PCE inflation	2,7	2,2	2,0	2,0
December projection	2,5	2,1	2,0	2,0
Core PCE inflation[4]	2,8	2,2	2,0	
December projection	2,5	2,2	2,0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3,9	3,4	3,1	3,0
December projection	3,9	3,4	3,1	3,0

Grafiek 2: Aandelenrotatie – sinds inhuldiging
Bron: Bloomberg, Forvis Mazars 10/3/2025



Grafiek 3: Return distribution S&P 500: 31/12/2024 to 17/03/2025
Bron: Bloomberg I.,P., Broadgate – Quantitative Strategies



REALLOCATIE VAN KAPITAAL

Stijgende onzekerheid laat de financiële markten niet onberoerd. Sinds Trumps inhuldiging op 20 jan 2025, lopen de Amerikaanse beurzen achter op de rest van de wereld. Dat was de afgelopen jaren anders. De winnaars van ’23 en ’24 blijken in 2025 tot nog toe de grootste verliezers: van Mag 7 naar Sad 7. Dat komt niet zozeer door tegenvallende bedrijfsresultaten, dan wel door reallocatie van kapitaal en dus een aanpassing van de waardering. Beleggers gaven de voorkeur aan goedkoop Europa en dito groeilanden t.o.v. de dure VSA en dito technologiesector. De S&P 500 bevond zich op 13 maart 2025 zelfs in een correctie, ofwel 10% onder het vorige hoogtepunt. Geen reden tot paniek: het was namelijk al langer duidelijk dat waarderingen in de VSA te ver waren uitgelopen. Een afkoeling was gezond en welkom. Financiële markten werken efficiënt: op basis van lange termijn gemiddelden prijzen ze financiële activa aan hun fundamentele waarde. Op korte termijn is het een onophoudelijke, onbegrijpelijke afwisseling van overdrijving en onderschatting. Kan er iemand mij de 100% koersstijging van Tesla tussen 5 nov ’25 en 17 dec ’25 verklaren?

Naast een geografische reallocatie, wint ook *value* terug aan interesse. Beleggers trachten veiligheid te vinden bij lager gewaardeerde bedrijven en zo de volatiliteit enigszins te bedwingen.

Een derde duidelijke trend zien we in de defensiesector, als antwoord op felle verhogingen in defensiebudgetten van verschillende Europese landen vanwege aanhoudende geopolitieke spanningen.

Grafiek 3 toont de verdeling van de YTD-rendementen van 2025 voor de S&P 500. Hieruit valt af te leiden dat de grootste bedrijven van de index het gemiddelde scheef trekken. Door de sterkere beursprestatie van de allergrootste bedrijven t.o.v. de anderen over de afgelopen jaren, nam hun gewicht gestaag toe in de index. Hierdoor werd de gehele S&P 500 afhankelijk van de beursprestatie van een klein aantal mega-aandelen. Dit heeft als gevolg dat sinds begin 2025, het gemiddelde rendement van de market cap gewogen index op -3.2% staat terwijl dat van de gelijk gewogen index op 0% ligt.

CONCLUSIE

De onzekerheid is ontegensprekelijk toegenomen. Maar we staan nog mijlenver van extreme onzekerheid zoals we in 2008-09 hebben meegemaakt, of tijdens de eerste wereldwijde lockdown tijdens C19. De beursstijging sinds Trumps verkiezing, destijds gedragen door optimistische verwachtingen, is teruggegeven en heeft de hoge waardering getemperd.

Voorspellingen maken is moeilijk, maar wij durven toch te veronderstellen dat president Trump het niet zo hard gaat spelen dat hij een Amerikaanse recessie uitlokt. In de VSA is main street nog altijd meer Wall Street dan in de rest van de wereld. Quasi alle Amerikanen beleggen hun pensioenopbouw in de aandelenmarkt. Aandelen vormen een steunpilaar van hun welvaart en dus van hun consumptiegedrag. Geen enkele beleidsmaker wil die onderuithalen. Wij verwachten dat er wel degelijk extra importtarieven in werking zullen treden.

Indien:

- de Amerikaanse en reciproke importtarieven geen vernietigende handelsoorlogen uitlokken
- het inflatoir effect van importtarieven transitoir is
- het negatief conjunctuureffect beperkt blijft tot een tijdelijke periode van lagere groei, zonder evenwel in negatieve groei te vervallen

dan kan de economie deze periode van onzekerheid doorkomen zonder grote kleerscheuren. En dat is op dit moment ook de globale consensus. Klinkt niet onmogelijk maar voor de hand liggend is het evenmin. •

SECURITIES
DE MUNTER

LUXEMBURG
120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxemburg
Tel (+352) 453929-1

BELGIË
Franklin Rooseveltlaan 142
B-1050 Brussel
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200
B-2020 Antwerpen
Tel (+32) 3 220 00 60

BTW LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER
Copyright © 2025 Securities De Munter.
Alle rechten voorbehouden.

Disclaimer. Dit magazine is een publicatie van Securities De Munter, gereglementeerd door het CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) in het Groothertogdom Luxemburg. Deze uitgave mag niet worden gezien als een beleggingsvoorstel. Dit is een informatief document dat de vennootschap in geen geval bindt. De vennootschap Securities De Munter garandeert niet dat de financiële instrumenten die in dit document gebruikt worden geschikt zijn voor u. Alle financiële transacties die u verricht, rekening houdend met de financiële informatie in deze brochure, worden uitgevoerd met uw volle verantwoordelijkheid. Beleggen in bepaalde financiële instrumenten (zoals aandelen) kan een aantal grote risico's met zich meebrengen. Vóór de uitvoering van alle transacties moet de belegger over een kennis- en ervaringsniveau beschikken dat nodig is om de risico's verbonden aan het gebruik van bepaalde financiële instrumenten te begrijpen. In sommige gevallen kunnen deze risico's leiden tot een tijdelijke vermindering of zelfs verlies van een deel of het geheel van het belegde kapitaal. Medewerkers van Securities De Munter kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden. De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden. Securities De Munter kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties.Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Securities De Munter. Deze publicatie is onderworpen aan het Luxemburgs recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Luxemburgse rechtbanken.