

Investment update

Achmea Investment Management

Deal or No Deal...

Drie scenario's die uitkomsten van de handelsoorlog verkennen

Samenvatting

- Sinds Trump op *Liberation Day* een handelsoorlog ontketende, heerst er grote onzekerheid op de financiële markten.
- Aandelenmarkten en de Amerikaanse dollar zijn fors in waarde gedaald, terwijl de status van Amerikaans staatspapier en de dollar als 'safe assets' onder druk is komen te staan.
- Met de scenario's *Deal*, *Fragmentatie* en *No Deal* verkennen we de mogelijke consequenties van drie uiteenlopende uitkomsten van de handelsoorlog op de korte termijn.
- Op de lange termijn heeft de reputatie van de Verenigde Staten onmiskenbaar schade opgelopen, ongeacht de uitkomst van de huidige crisis.
- Pensioenfondsen doen er verstandig aan de geschetste scenario's door te rekenen en zich vervolgens uit te spreken over dekkingsgraadbescherming, concentratierisico en de gewenste valutadekking.

De wereldwijde handelsoorlog die sinds 2 april woekert lijkt op het spel Deal or No Deal, waarin spelers moeten bepalen of ze wel of geen deal sluiten. Alleen zijn er dit keer geen koffertjes om uit te kiezen: spelers zoals de EU en China vernemen via X (voorheen Twitter) en persconferenties welke deals op tafel liggen. Beleggers, zoals pensioenfondsen, zijn in dit geopolitieke steekspel slechts toeschouwers, maar zij dragen wél de gevolgen van de handelsoorlog. Welke scenario's mogelijk zijn voor de economische groei, inflatie, rente en beleggingen verkennen we hier.

1. Een achtbaan van onzekerheid

Binnen korte tijd escaleerde het conflict met China, daalden aandelenbeurzen fors en ontstond er bijna een crisis op de Amerikaanse obligatiemarkt (zie figuur 2 op pagina 2 voor een tijdslijn van de gebeurtenissen). Sinds de aankondiging van wereldwijde handelstarieven op 2 april tijdens *Liberation Day* ontspoorde het handelsconflict in rap tempo. De aandelenmarkten reageerden geschokt en kelderden in slechts enkele dagen tijd. Verschillende landen dreigden met tegenmaatregelen tegen Trumps beleid, maar alleen China voegde de daad bij het woord door importheffingen in te voeren op Amerikaanse producten.

AUTEURS



Thomas van Galen
Chief Strategist



Reinout van Tuyll
Senior Investment Strategist

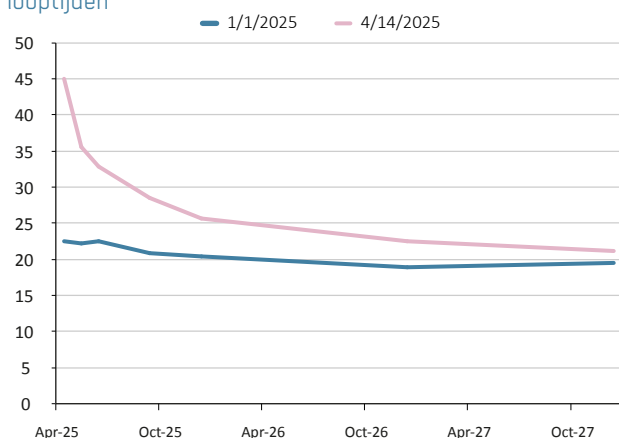
Sinds Trump op Liberation Day een handelsoorlog ontketende, heerst er grote onzekerheid op de financiële markten.



Pas toen Trump een week na zijn aankondiging op de pauzeknop drukte, keerde de rust enigszins terug.

De onzekerheid komt vooral tot uiting in de ingeprijsde volatiliteit. De prijzen van (put)opties geven een scherp beeld van de onzekerheid die beleggers verwachten. Het grillige beleid van Trump heeft ertoe geleid dat opties met een expiratedatum eind 2025 inmiddels zo'n 25% duurder zijn. Waar de implied volatility op 1 januari nog rond de 20% lag, is deze inmiddels opgelopen tot net boven de 25%.

Figuur 1: Implied volatility S&P opties voor verschillende looptijden



Bron: Bloomberg, Achmea IM

2. Drie scenario's voor ontknopning van de handelsoorlog

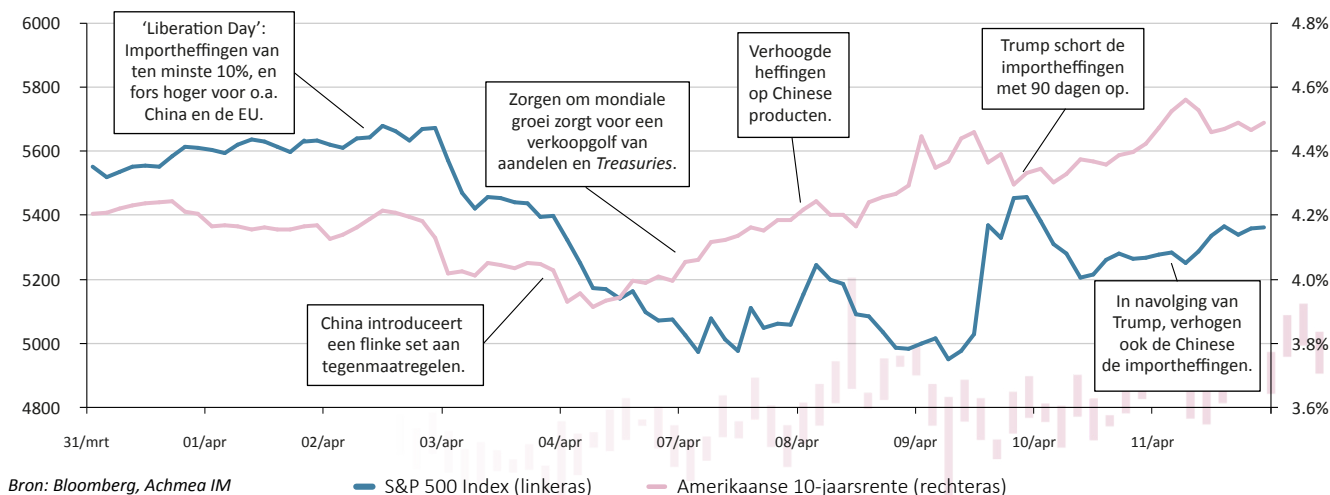
De eerste schok na Liberation Day is achter de rug, wat ruimte biedt om stil te staan bij plausibele toekomstscenario's. De meeste handelspartners van de Verenigde Staten

worden door de tijdelijke pauze momenteel met een importheffing van 10% geconfronteerd, voor Europa vier keer meer dan voor 2 april het geval was. Ondertussen zijn China en de Verenigde Staten verwickeld in een wedloop van oplopende tarieven. Voor beleggers dringt zich dan ook de vraag op: hoe kan deze handelscrisis zich verder ontwikkelen? In dit artikel beschrijven we drie mogelijke scenario's die ieder een ander verloop van het conflict schetsen. Komt er een acceptabele oplossing? Of stort de wereldhandel volledig in? *Is it deal or no deal?*

Grofweg onderscheiden we drie scenario's voor het verdere verloop van het conflict: *Deal*, *Fragmentatie* en *No Deal*. We vatten deze scenario's hieronder kort samen en gaan daarna in op de onderliggende dynamiek van elk scenario.

- **Scenario 1 – Deal:** De Verenigde Staten sluiten met hun handelspartners, onder aanvoering van Trump, overeenkomsten die voldoende gewicht hebben om het merendeel van de opgelegde handelstarieven terug te draaien.
- **Scenario 2 – Fragmentatie:** Een deel van de handelspartners bereikt een akkoord met de Verenigde Staten, andere landen versterken juist onderling hun handelsrelaties, terwijl handelsstromen verschuiven naar nieuwe economische blokken.
- **Scenario 3 – No Deal:** Er komt geen enkele overeenkomst tot stand. De Verenigde Staten keren zich verder af van internationale handel en de rest van de wereld organiseert zich veel onafhankelijker van de grootste economie.

Figuur 2: Overzicht recente gebeurtenissen en bijbehorende marktreacties



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Tabel 1: Kwantitatieve samenvatting handelsoorlog scenario's (horizon 5 jaar)

	Scenario 1 Deal	Scenario 2 Fragmentatie	Scenario 3 No Deal
Groei (Wereld) ¹	-2,5%	-5%	-10%
Inflatie (EU) ¹	-5%	0%	+10%
Inflatie (VS) ¹	+5%	+5%	+10%
Duitse 10-jaarsrente ²	-0,5%	-1%	-1%
Amerikaanse rente ²	+0,5%	+1%	-1%
<i>Verwachte max. / min. schok ten opzicht van het huidige niveau</i>			
Aandelen Ontwikkelde Markten	+10%	-20%	-40%
Euro IG Credits	+5%	-5%	-15%
Grondstoffen	+10%	-20%	-30%
Amerikaanse Dollar	+5%	-10%	-20%

¹ cumulatief, ² maximaal schokwaarde

Scenario 1: Deal

De kern van het Deal-scenario is dat het handelsconflict slechts een tijdelijke verstoring blijkt, waarna de wereldhandel grotendeels terugkeert naar de situatie van vóór Liberation Day. Dit is op korte termijn het meest gunstige scenario, mits alle handelspartners erin slagen een akkoord te sluiten dat voor Trump acceptabel is. De rol van de Amerikaanse dollar als veilige haven blijft in stand. Op de langere termijn heeft de Verenigde Staten wel last van reputatieschade, waardoor de groei wat lager uitpakt dan voor de handelsoorlog verondersteld.

De deal wordt zodanig vormgegeven dat Trump het als een overwinning kan presenteren aan zijn achterban, die zijn strategisch inzicht daarmee bevestigd ziet. Vooral dit politieke aspect speelt een doorslaggevende rol voor Trump. Een aanzienlijk deel van zijn achterban voelt zich vervreemd van de koers die de elite in Washington heeft gevaren en ze zijn er boos over dat ze nauwelijks geprofiteerd hebben van de globalisering. Een 'winnende' deal versterkt de positie van Trump richting Mid Term verkiezingen in november 2026 en draagt bij aan de legitimatie van zijn handelsbeleid.

In dit scenario wordt met China en de Europese Unie een compromis bereikt dat leidt tot de-escalatie van het conflict. In ruil voor het terugdraaien van een groot deel van de importtarieven en de toezegging om meer Amerikaanse producten af te nemen, worden de heffingen grotendeels opgeheven. Wel blijven er enkele beperkte importheffingen van kracht.

Het effect op de economie van dit scenario:

- **Groei:** de toezegging om meer Amerikaanse producten te kopen zal in combinatie met beperkte handelsbarrières, wellicht blijft de 10% baseline importheffing intact voor een aantal producten, zorgen voor een licht lagere economische groei in de Verenigde Staten en bij de belangrijkste handelspartners.
- **Inflatie:** de Amerikaanse economie ervaart een licht hogere inflatie door de importheffingen. In Europa zal de inflatie juist lager zijn doordat meer Chinese producten hun weg vinden naar de Europese markt en de economische groei wordt geremd.

Verwachte marktbevingingen:

- **Aandelen:** Aandelenmarkten zullen verder herstellen op het nieuws dat er een 'deal' is. Op middellange termijn zal trendgroei niet wezenlijk verschillen dan de situatie van voor 2 april.
- **Rente:** In Europa zal de rente worden verlaagd door de combinatie van gedaalde inflatie en zwakke economische groei. In de VS stijgt de rente licht door de hogere inflatie.
- **Grondstoffen:** Onder de voorwaarden van de 'deal' zullen waarschijnlijk verplichtingen vallen om over en weer grondstoffen te kopen en verkopen. Per saldo zal dit een stuwend effect hebben op de prijs.
- **Valuta:** De Amerikaanse dollar wint weer aan waarde terug door een herstel van de safe haven status.

Scenario 2: Fragmentatie

De kern van het Fragmentatie-scenario is dat de handelsstromen verschuiven doordat sommige landen wél een deal sluiten met de Verenigde Staten, terwijl andere, zoals China, buiten de boot vallen. In dit scenario weet de Europese Unie een akkoord te bereiken, net als een aantal andere landen. De handelsoorlog met China blijft echter voortduren, met hoge importheffingen over en weer. De onderlinge verhoudingen raken zwaar verstoord en het kost jaren voordat handelsbarrières weer kunnen worden afgebouwd.

De uiteenlopende deals leiden tot een lappendeken van importheffingen en handelsregels, wat de internationale handelsorde onder druk zet. Er ontstaat fragmentatie binnen het wereldwijde systeem: landen die buiten de akkoorden vallen, zouden zich op termijn kunnen terugtrekken uit de Wereldhandelsorganisatie (WTO), of kiezen voor nieuwe, op regio's gebaseerde handelsblokken.



De versnippering is per saldo negatief voor de wereldhandel en wereldeconomie. De complexiteit van uiteenlopende regels, tarieven en afspraken leidt tot inefficiëntie, verhoogde kosten en een verslechterd investeringsklimaat.

Effect op de economie:

- **Groei:** De groei in de landen zonder deal en in de Verenigde Staten zal lijden als gevolg van de importheffingen. De landen die wel tot een deal weten te komen profiteren juist van een grotere Amerikaanse vraag en zullen de economische schade beperken. Door het noodgedwongen verleggen van de handelsstromen zal de wereldeconomie als geheel minder groeien.
- **Inflatie:** De Amerikaanse economie ervaart een licht hogere inflatie door de importheffingen. Door vraaguitval en economische zwakte zal de inflatie naar verwachting niet veel stijgen. Daarbij ontstaan er mogelijk constructies waarbij landen met hoge importtarieven hun producten via landen met lage importtarieven naar de Verenigde Staten loodsen.

Verwachte marktbevingen:

- **Aandelen:** Aandelenmarkten zullen in dit scenario gedurende langere tijd volatiel zijn. Ieder gerucht over nieuwe importheffingen of juist een deal zal markten in beweging zetten. De toegenomen onzekerheid drukt per saldo op het rendement van de categorie.
- **Rente:** Door economische zwakte en de onzekerheid op de aandelenbeurzen zal de rente in vrijwel alle landen dalen. De Amerikaanse rente ondervindt evenwel opwaartse druk doordat landen hun exposure naar treasuries afbouwen.
- **Grondstoffen:** Door de fragmentatie van de wereldhandel zullen grondstoffen die tussen 'handelsblokken' schaars zijn, stijgen.
- **Valuta:** De Amerikaanse dollar verliest terrein doordat het niet langer de preferred reserve currency van de wereld is.

Scenario 3: No Deal

Het No Deal-scenario vertegenwoordigt de meest negatieve uitkomst van de handelsoorlog: er komt geen akkoord tot stand en de wereldhandel stort fors in. Niet alleen de handel tussen de Verenigde Staten en haar partners valt grotendeels stil, maar ook de handelsstromen tussen andere grote economische blokken, zoals de Europese Unie en China, worden zwaar verstoord. De rol van de Verenigde Staten als centrum van de vrije wereld is definitief ten einde gekomen.

In dit scenario trekken de Verenigde Staten zich volledig terug uit de internationale handelsorde en worden economisch steeds meer op zichzelf teruggeworpen. Tegelijkertijd probeert China zijn overschotten aan producten elders af te zetten, met name op de Europese markt. Dit leidt tot spanningen en noodzaakt de EU om eveneens forse handelstarieven in te voeren tegen Chinese producten.

Er is sprake van een wereldwijde escalatie van protectionisme: een Wereldhandelsoorlog. Handel tussen de grote machtsblokken droogt op, productieketens breken af en de mondiale economische groei krijgt een forse klap. De multilaterale handelsstructuren, waaronder de WTO, verliezen hun betekenis, en het vertrouwen in internationale samenwerking bereikt een dieptepunt. Het populisme krijgt vrij spel in een wereld die het eigen belang voorop stelt.

Effect op de economie:

- **Groei:** Een dergelijk scenario zal desastreus zijn voor de wereldeconomie, met name economieën die zwaar op handel leunen, zoals bijvoorbeeld Nederland en Singapore. Maar ook de economie van de Verenigde Staten zal zwaar lijden. Essentiële input producten/grondstoffen/etc. voor de Amerikaanse economie zullen onder dit scenario enkel tegen hoge kosten beschikbaar zijn.
- **Inflatie:** De Amerikaanse economie ervaart een sterk hogere inflatie door de importheffingen en beperkte beschikbaarheid van producten. Daarbij hapert de economie waardoor de centrale bank (Fed) niet adequaat kan acteren om de inflatie onder controle te houden en de economie niet verder af te knijpen.

Verwachte marktbevingen:

- **Aandelen:** Aandelenmarkten zullen in dit scenario sterk dalen. Vooral Amerikaanse aandelen zullen onder grote druk komen te staan doordat een deel van de tegenmaatregelen het verdienmodel van o.a. techbedrijven onderuit haalt.

- **Rente:** Door de onzekerheid van dit scenario zal de rente dalen. In de Verenigde Staten zit de Fed gevangen tussen het in toom houden van de inflatie enerzijds en de economische malaise anderzijds.
- **Grondstoffen:** Grondstoffen verliezen aan waarde doordat een belangrijke afzetmarkt zichzelf per saldo heeft afgesloten en de wereldwijde afzetmarkt instort.
- **Valuta:** De Amerikaanse dollar verliest fors terrein doordat er geen vraag meer is naar de valuta van een land dat zichzelf uit de wereldhandel heeft gehaald en de dollar niet langer centraal staat in de wereldwijde handel.

3. Handelingsperspectieven voor pensioenfondsen

Pensioenfondsen doen er verstandig aan om de mogelijke impact van de handelsoorlogsscenario's zorgvuldig te analyseren en de bijbehorende risico's in kaart te brengen. Beleggers moeten er rekening mee houden dat de volatiliteit in de komende weken, en mogelijk maanden, hoog zal blijven. Een enkele tweet van Trump kan de markten immers met meerdere procentpunten doen bewegen. Het doorrekenen van de scenario's is essentieel om tijdig en gericht beleid te kunnen formuleren. Op basis daarvan zien we drie mogelijk beleidsopties:

1. **Tijdelijk de-risken:** In aanloop naar de transitie naar de Wet toekomst pensioenen (Wtp) kan het voor pensioenfondsen verstandig zijn om tijdelijk de risico-blootstelling te verlagen. Dit kan door een combinatie van een verhoogde renteafdekking en een lagere allocatie naar zakelijke waarden. Ook het gebruik van opties ter bescherming tegen verdere dalingen behoort tot de mogelijkheden, al liggen de premies momenteel aanzienlijk hoger dan op 1 januari.
2. **Beperken concentratierisico:** Momenteel is de blootstelling naar Amerikaanse aandelen in veel portefeuilles groot doordat gebruik wordt gemaakt van een marktwaardegewogen index. In een escalerend handelsconflict kan deze concentratie naar Amerikaanse aandelen risicoverhogend werken. Door uit te gaan van een factor-gewogen index kan dit risico ten dele worden beheerst, mits dit past bij de overtuigingen van het pensioenfonds.
3. **Afbouwen valutarisico:** Voor pensioenfondsen met een relatief hoge blootstelling aan de Amerikaanse dollar kan het zinvol zijn om het valutarisico (verder) af te bouwen. Hoewel dit in het Deal-scenario minder gunstig kan

Amerikaanse tarieven in de jaren 30:

De Smoot-Hawley Act

Het introduceren van importheffingen is in de Verenigde Staten zeker geen onbekend terrein. In de afgelopen 100 jaar hebben meerdere presidenten, waaronder Reagan en recentelijk Biden, importheffingen opgelegd. Qua omvang van de heffingen lijkt de impopulaire Smoot-Hawley Act uit 1930 echter nog het meest in de buurt te komen van Trumps heffingen. Onder luid protest van economen werden destijds 890 importheffingen verhoogd en 235 verlaagd. Het effect op de totale handel was echter relatief laag doordat een groot deel van de Amerikaanse import alsnog zonder heffing binnen kwam. De effectieve stijging van de importheffing bedroeg hierdoor ongeveer 6%. Per saldo zorgde deze wet voor een daling van 5% van de import. De wet was zeker niet de oorzaak van de Grote Depressie die in de jaren daarna het land in zijn greep hield, maar het heeft de pijn destijds wel degelijk verergerd.

uitpakken, is het neerwaartse risico in het No Deal-scenario aanzienlijk. Het verkleinen van de dollarblootstelling kan daarmee bijdragen aan een stabielere beleggingsresultaat onder stressvolle marktomstandigheden.

4. Conclusie

Om de vergelijking met het spel Deal or No Deal voort te zetten: de koffertjes met de hoogste bedragen zijn al uit het spel. Welke uitkomst de handelsoorlog ook zal hebben, de Verenigde Staten hebben al reputatieschade geleden. De positie die het land sinds de Tweede Wereldoorlog innam als leider van de vrije wereld is ernstig aangetast. We verwachten dan ook dat de handel met en naar de Verenigde Staten zeker zal afnemen. Als we in het Deal-scenario terechtkomen, zullen de effecten minder vergaand zijn dan in het No Deal-scenario. Maar zoals veel economen al hebben opgemerkt: een handelsoorlog kent uitsluitend verliezers.

Tijdens ons klantwebinar op 30 april over "100 dagen Trump en economische scenario's" zullen we dieper ingaan op het beleid van de Amerikaanse president en de gevolgen daarvan voor de beleggingsportefeuille.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur.

Achmea IM raadt af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. Dit is reclame. Weergegeven scenario's zijn een schatting van het toekomstige rendement op basis van gegevens uit het verleden, en geven geen exacte indicatie. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging/het product aanhoudt.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig. U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op achmeainvestmentmanagement.nl voordat u een beleggingsbeslissing neemt. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.