

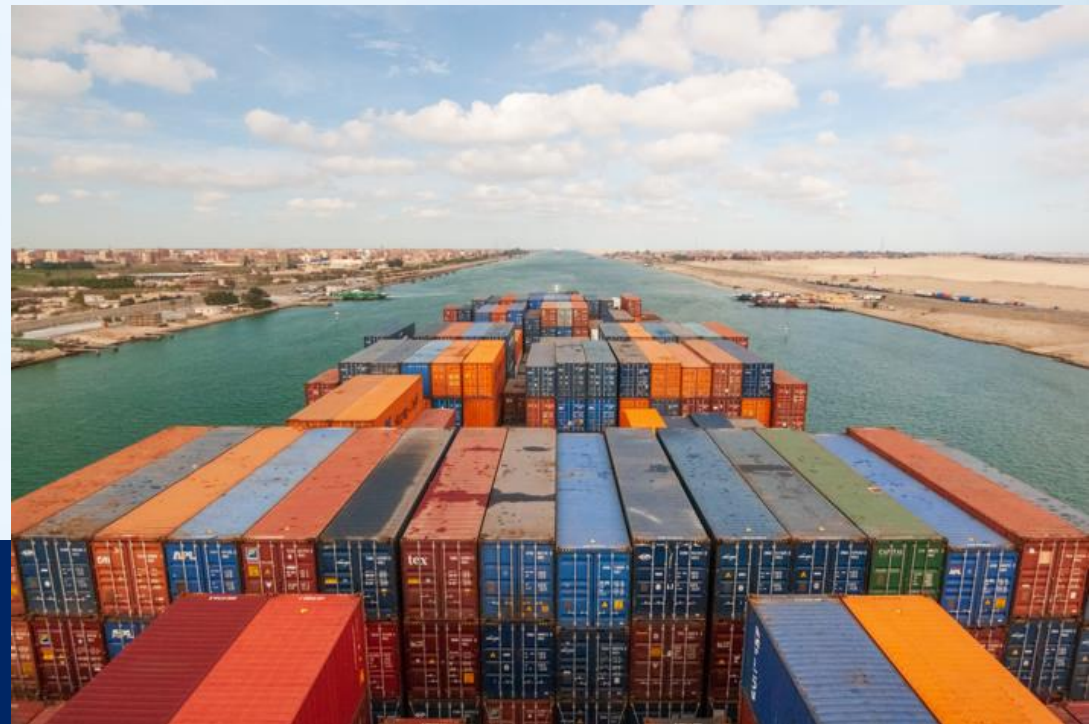
De Macrocoop.



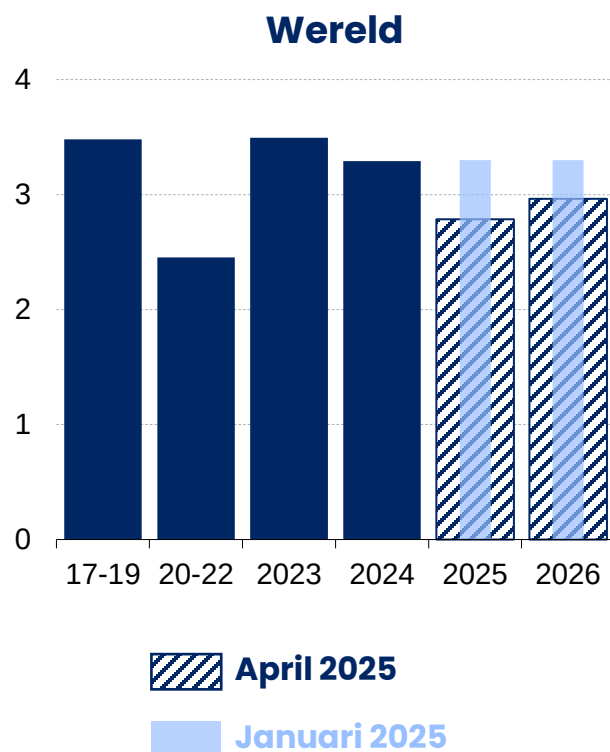
Juni 2025

1 Wereldeconomie

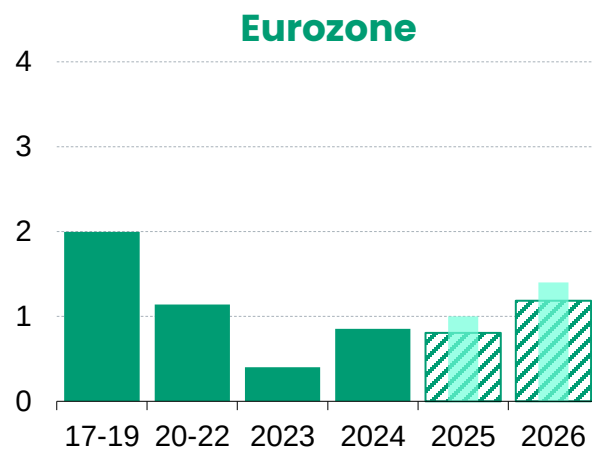
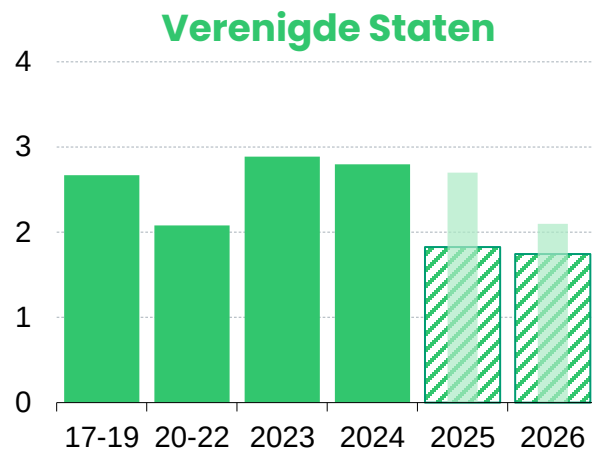
Toenemende onzekerheid...



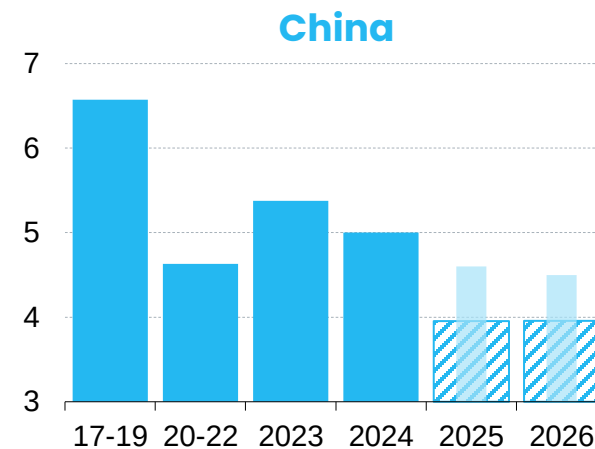
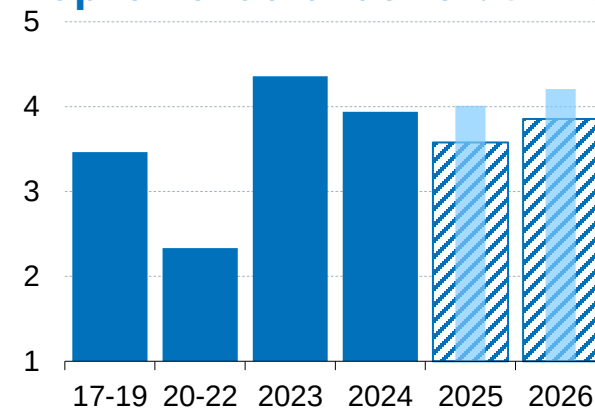
Het IMF heeft zijn groeiprognoses voor 2025 en 2026 neerwaarts bijgesteld



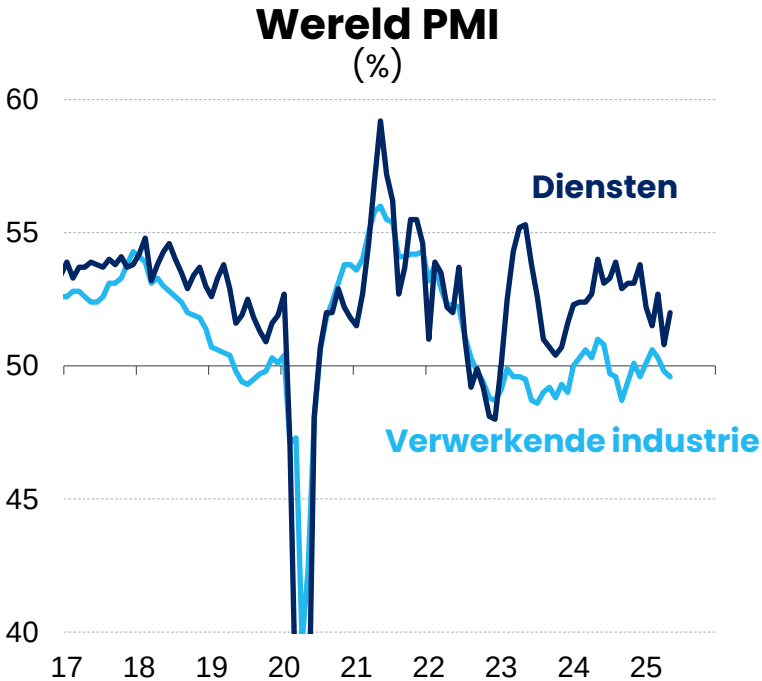
Groeivoorspellingen IMF (% jaarlijks percentage, april 2025)



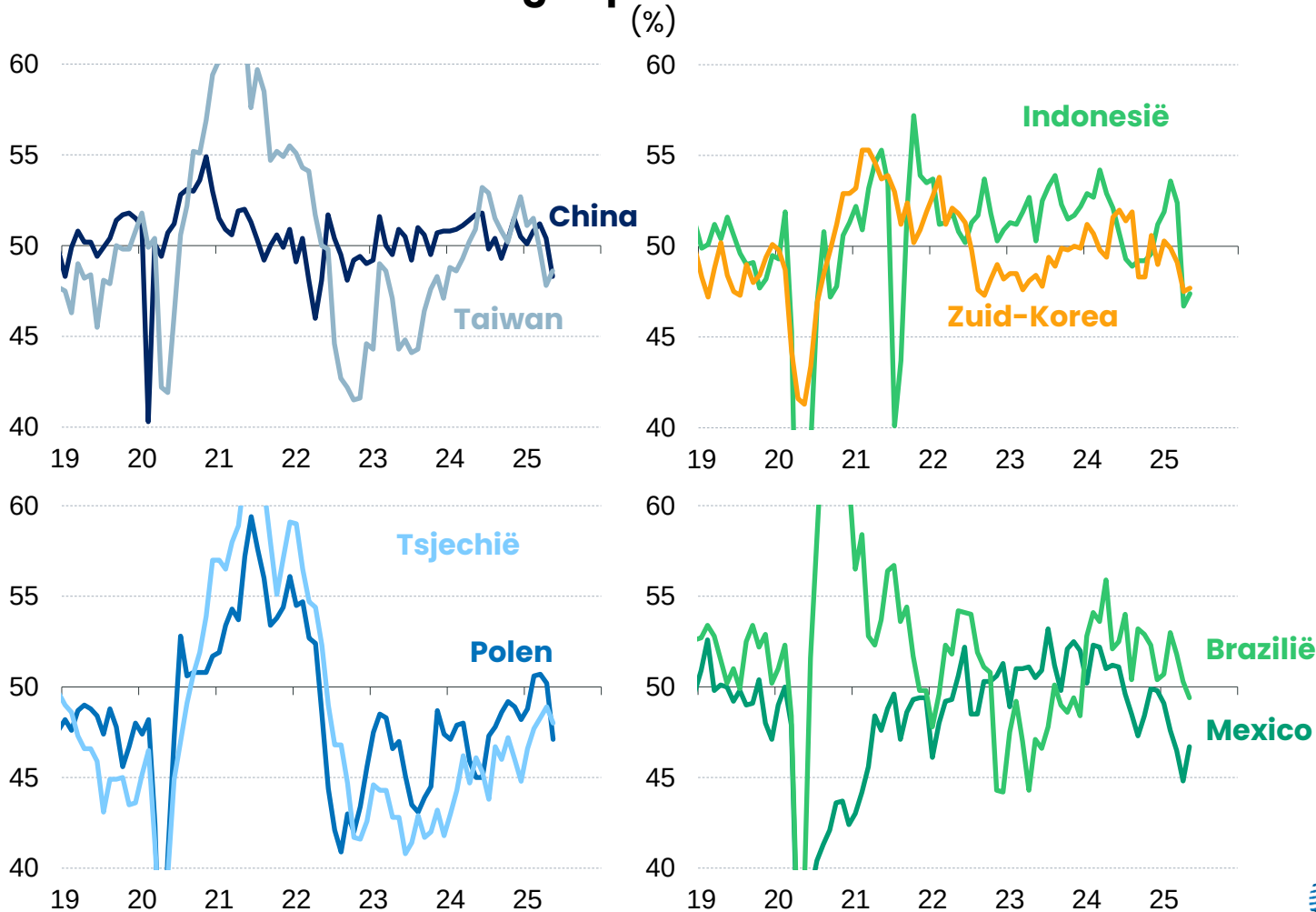
Opkomende landen ex. China



In de meeste landen zijn de PMI's voor de verwerkende industrie aanzienlijk gedaald

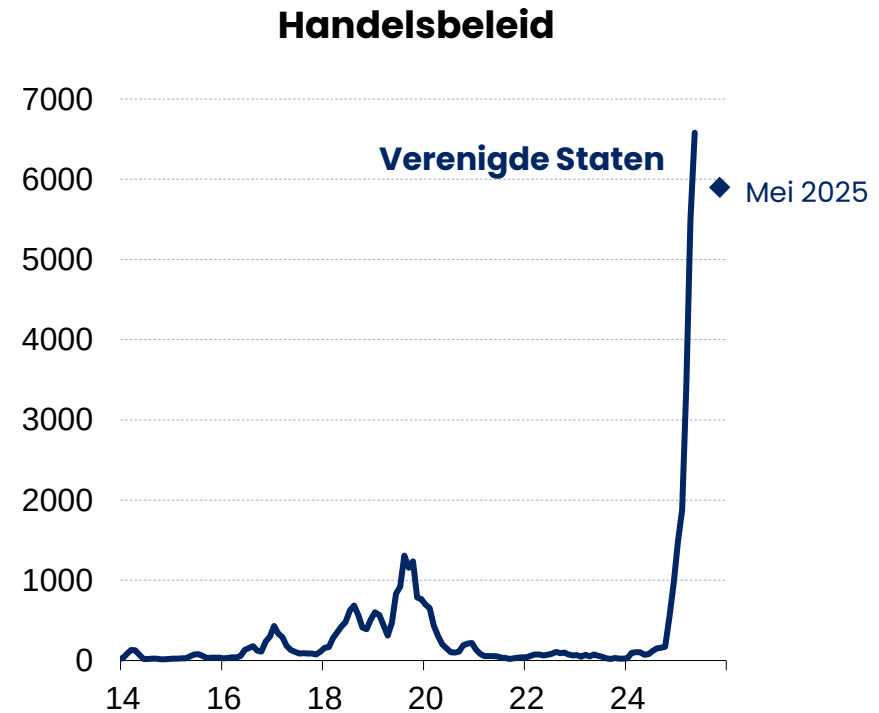
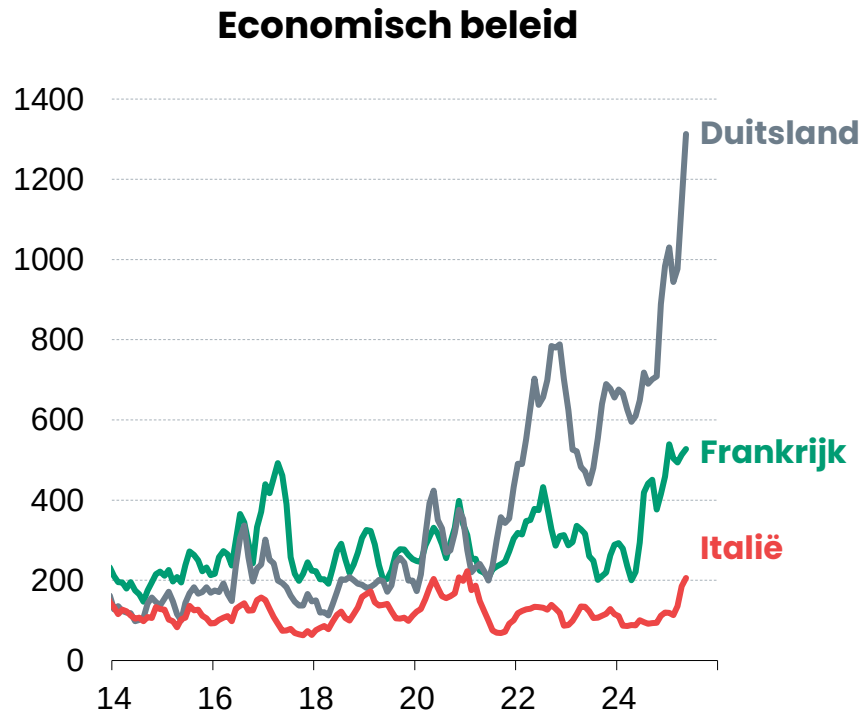


PMI-indexcijfers van de verwerkende industrie in sommige opkomende landen



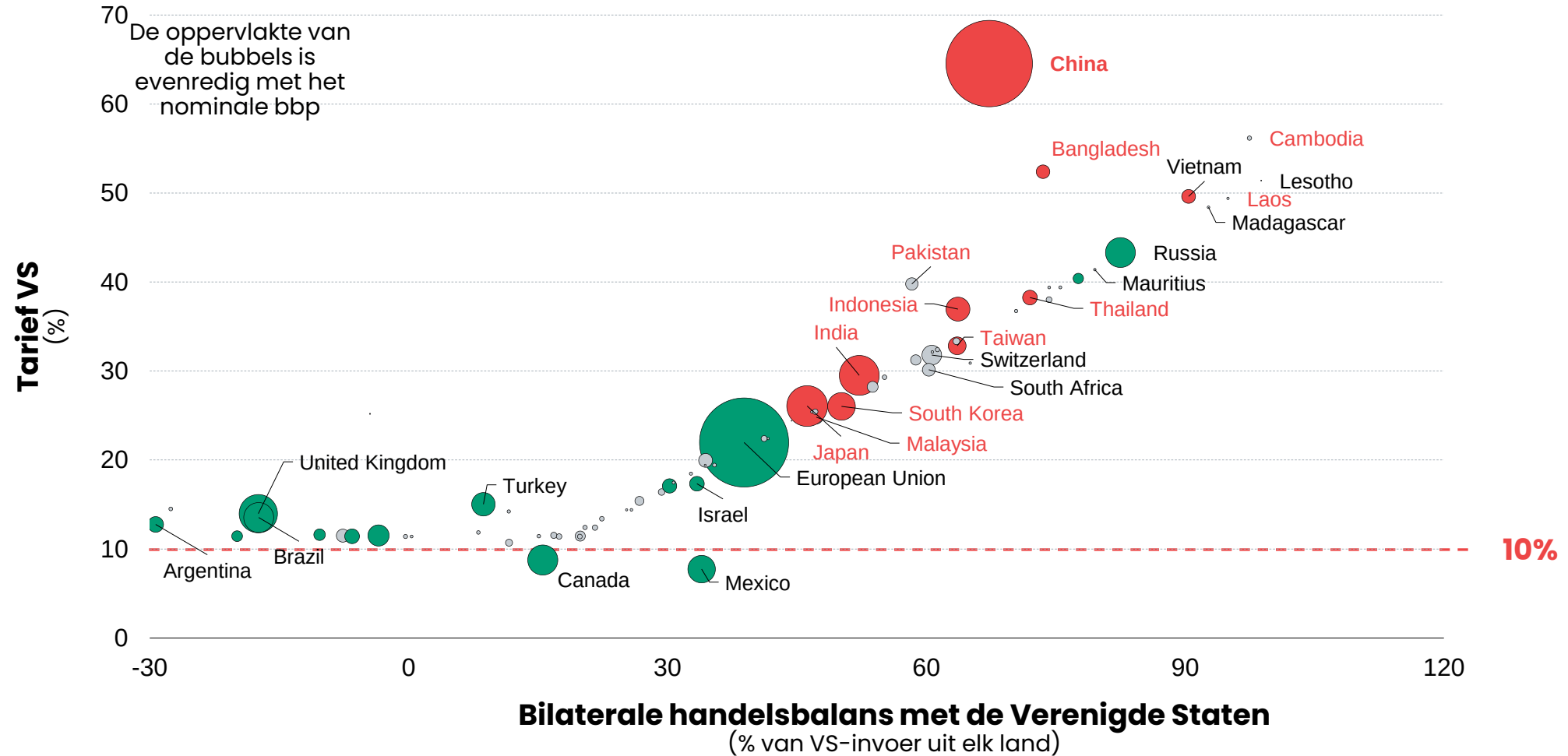
De afgelopen maanden is de onzekerheid aanzienlijk toegenomen!

Indexcijfers politieke onzekerheid (3-maands voortschrijdend gemiddelde)



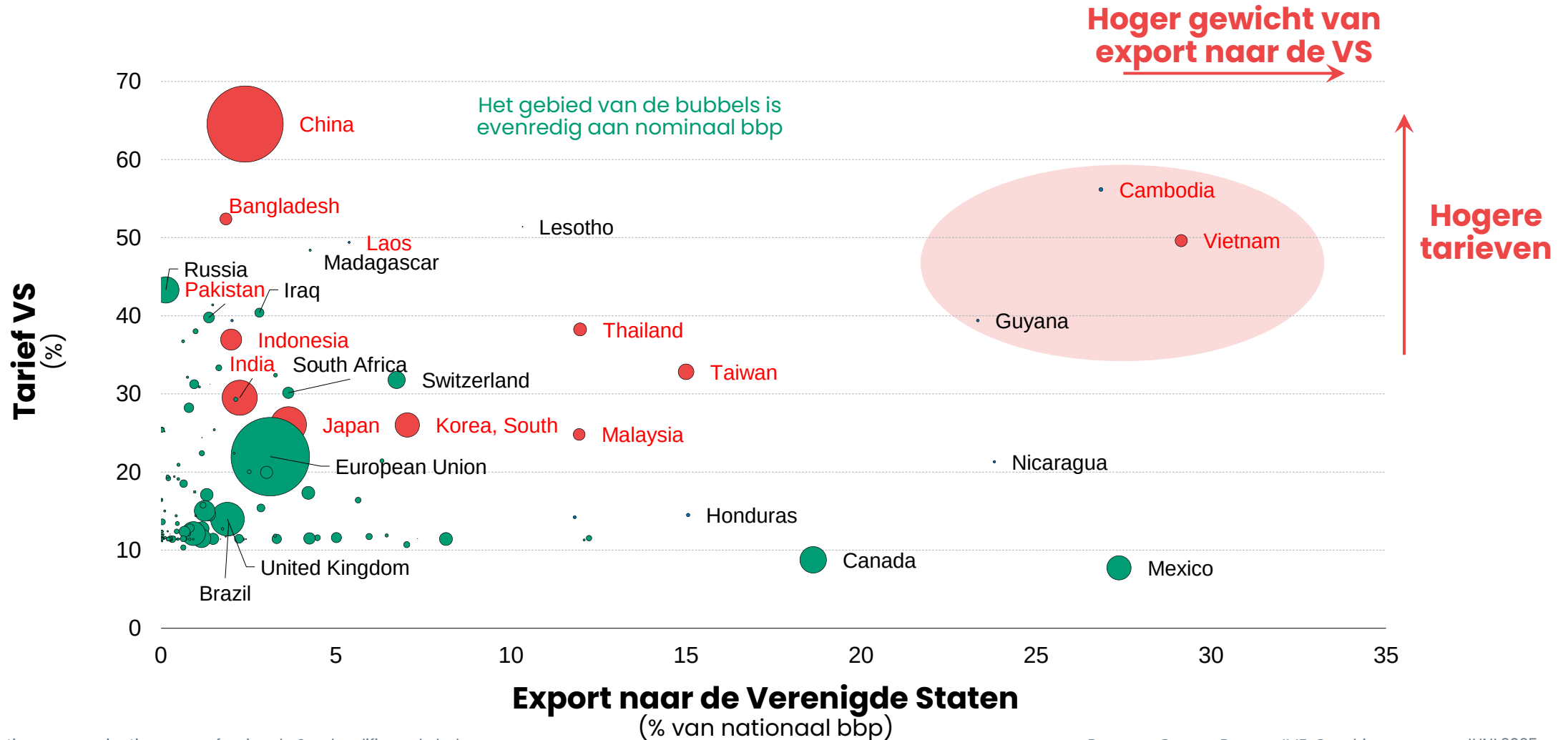
Na "Liberation Day", waren de tarieven vooral hoog voor veel Aziatische landen (I)

Tarieven VS en bilaterale handelsbalans met de Verenigde Staten de dag na "Bevrijdingsdag"



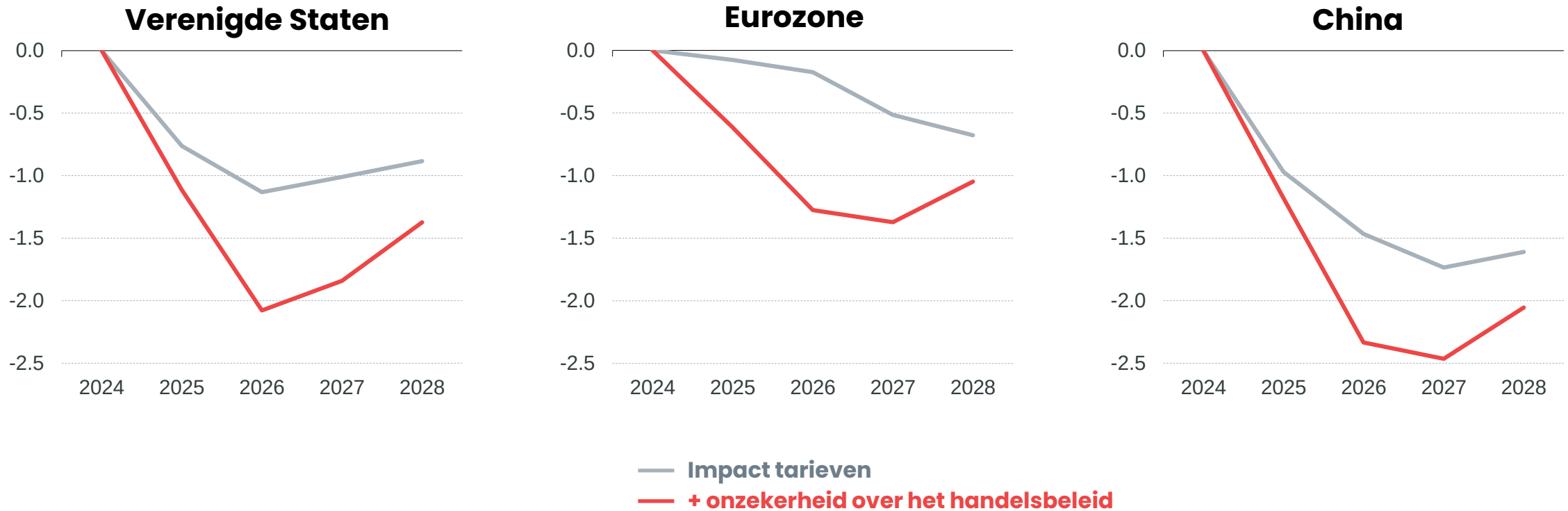
Na "Liberation Day", waren de tarieven vooral hoog voor veel Aziatische landen (II)

Amerikaanse tarieven en gewicht van export naar de Verenigde Staten de dag na "Bevrijdingsdag"



De impact van hogere tarieven op de groei kan aanzienlijk zijn

Effect van een handelsoorlog* op het bbp (%)

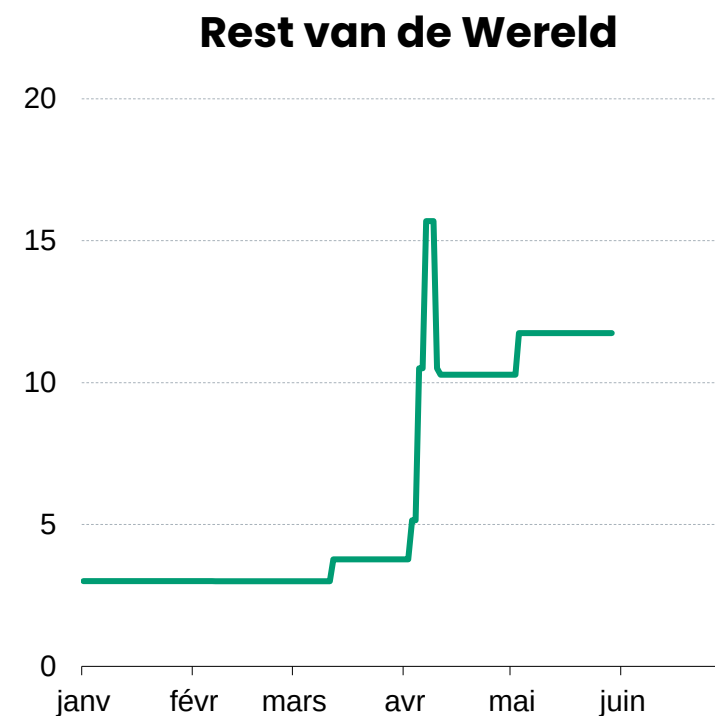


(*) De VS leggen 60% tarieven op aan China, 20% aan de eurozone en de rest van de wereld. China en de eurozone nemen wraak met tarieven van 20% op de VS.

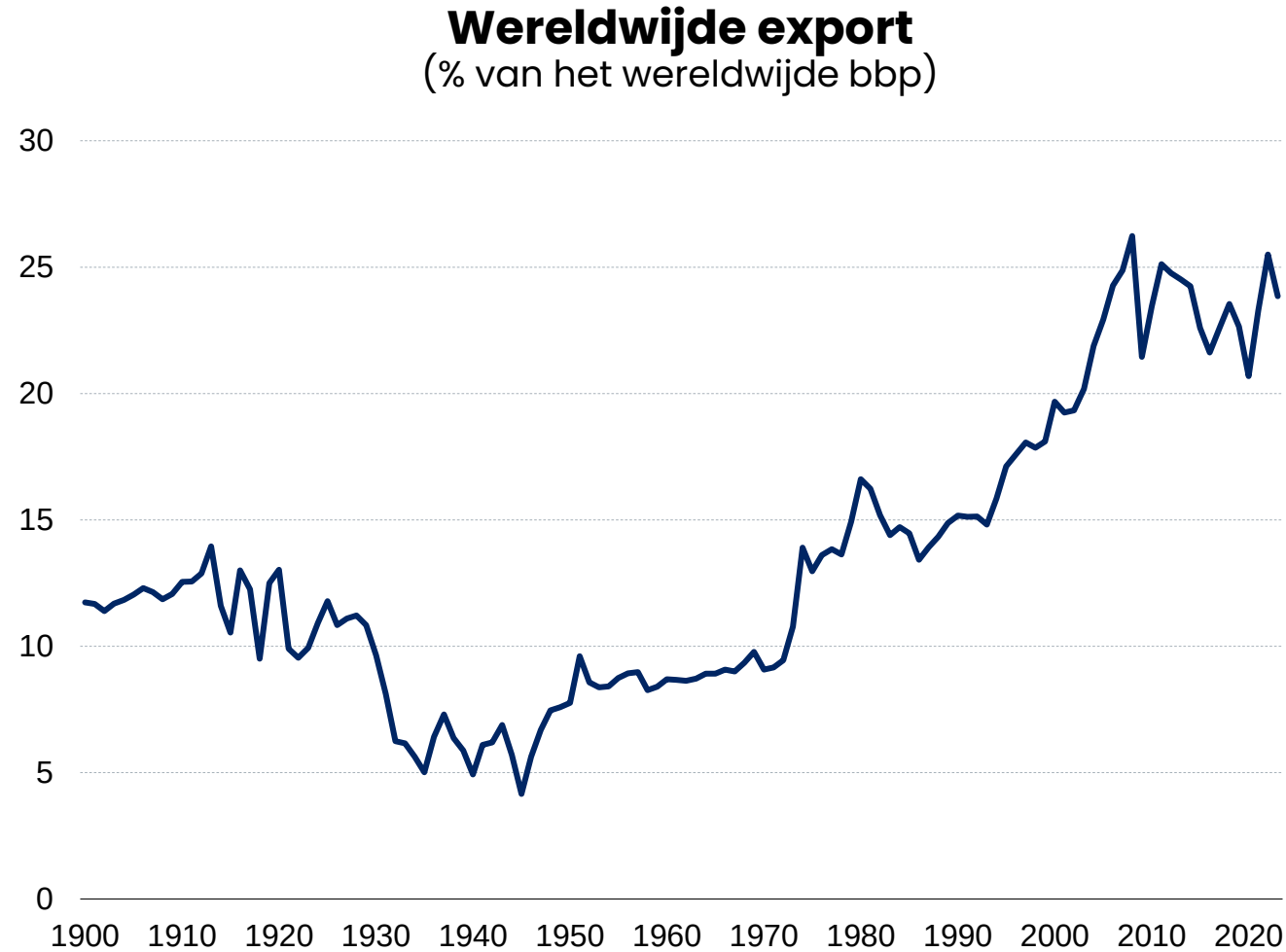


Ondanks een de-escalatie blijft de stijging van de Amerikaanse douanerechten aanzienlijk...

Ontwikkeling van de tarieven in de VS in 2025 (%)



... de wereldhandel is veel meer ontwikkeld dan aan het begin van de vorige eeuw

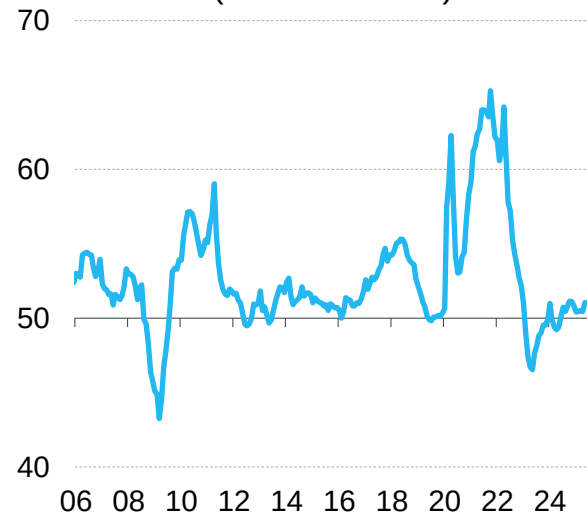


De handelsoorlog en havengelden voor schepen die in China gebouwd zijn, zou spanningen in toeleveringsketens weer enigszins kunnen doen oplaaien

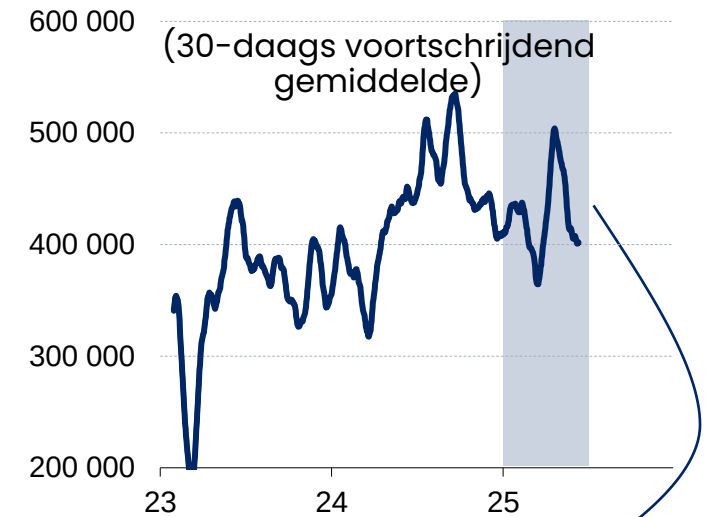
Harper scheepvaartindex
(januari 2019 = 100)



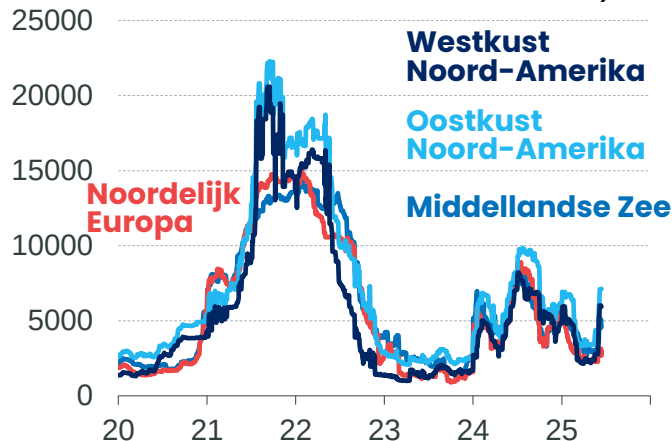
Levertijden van wereldwijde leveranciers
(Productie PMI's)



Vertrek van containerschepen uit China naar de VS
(twintig voet equivalent)
(30-daags voortschrijdend gemiddelde)



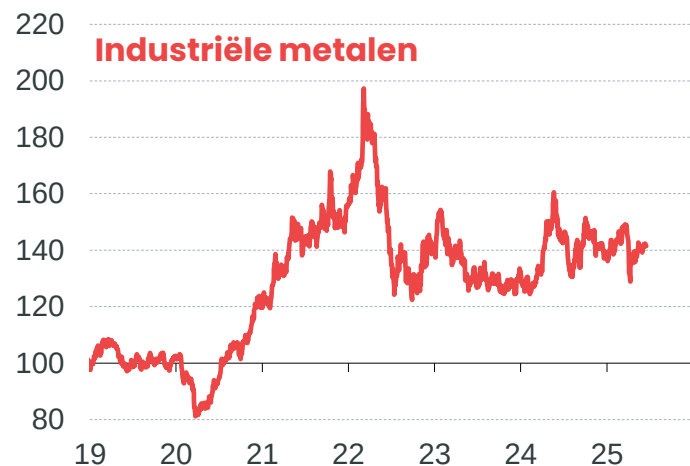
Vrachtkosten
(USD per container van 40 voet, van China & Oost-Azië naar...)



De energieprijzen zijn de laatste tijd gedaald

GSCI grondstoffenprijzen

(januari 2019 = 100)



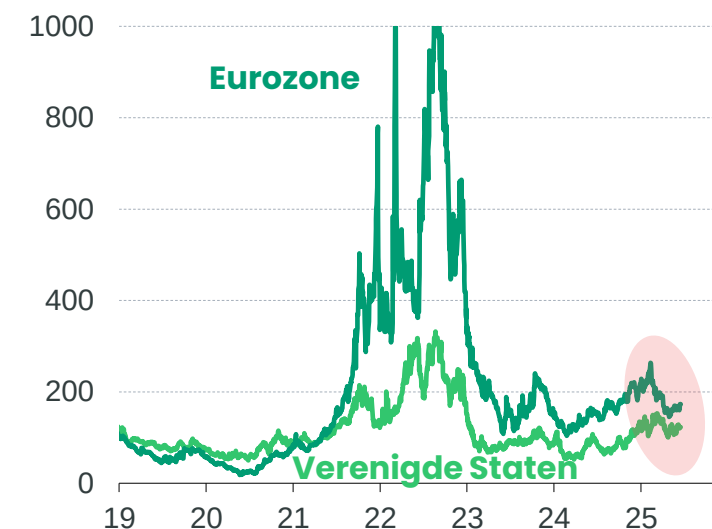
Prijs van ruwe olie

Brent (USD per vat)



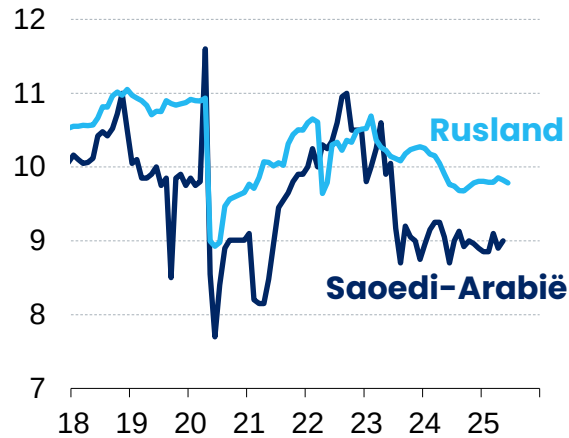
Aardgasprijs

(januari 2019 = 100, in lokale valuta)

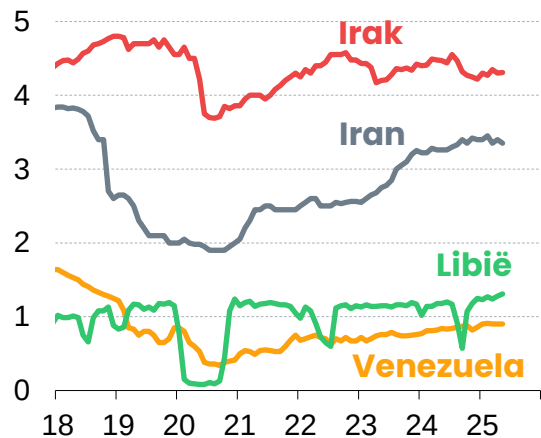
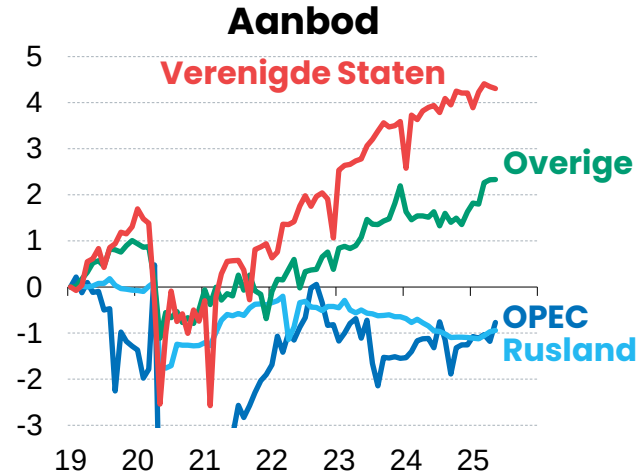


Gezien de stijging van de OPEC+ productie en de zwakkere vraag naar olie, kunnen olieprijsen stabiliseren rond USD 60 per vat...

OPEC+ productie ruwe olie
(miljoen vaten per dag)



Gecumuleerde verandering in wereldwijde vraag en aanbod van olie
(miljoen vaten per dag, sinds januari 2019)

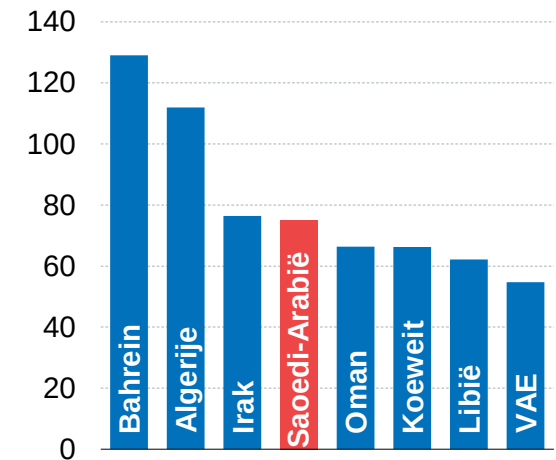


13

Reservecapaciteit OPEC
(miljoen vaten per dag)



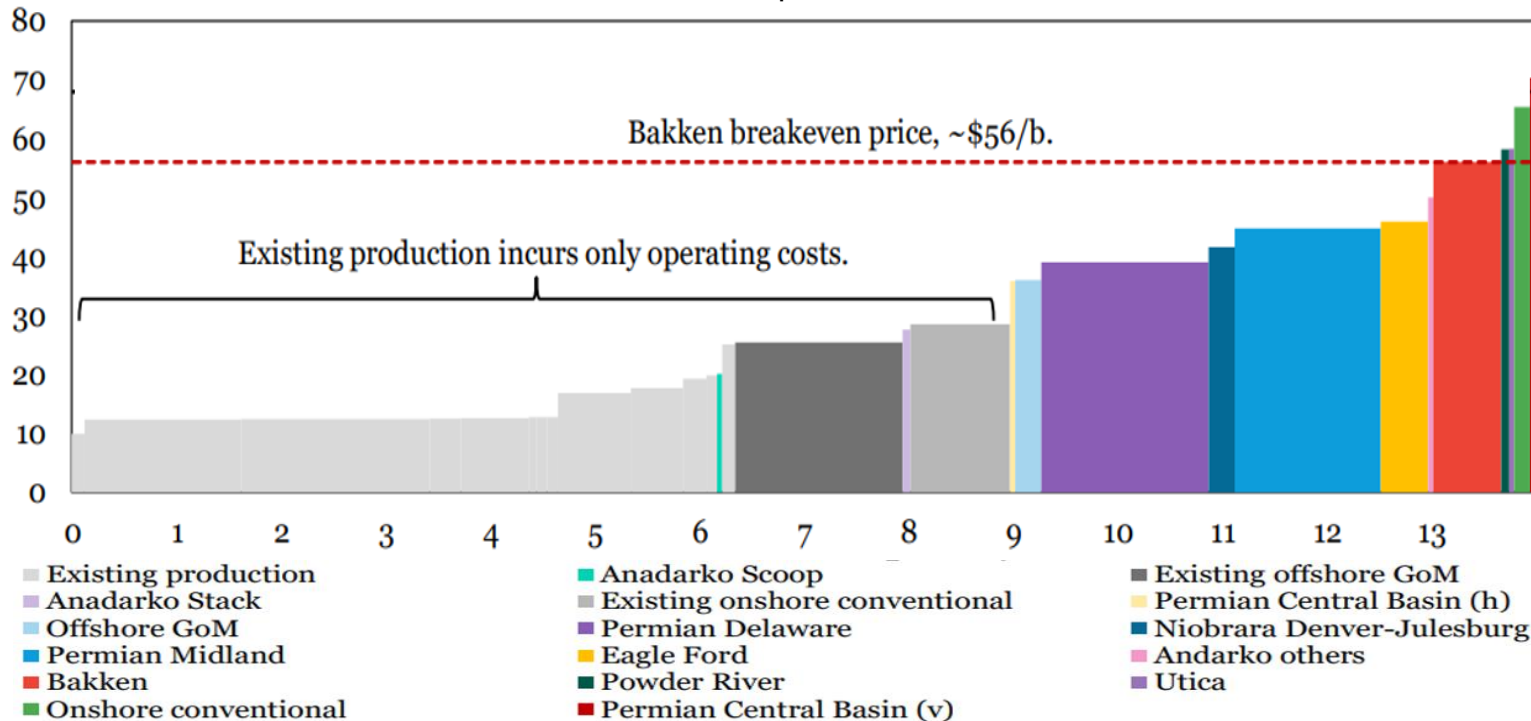
Break-even begroting olieprijs per land
(USD per vat)



... of iets daaronder als de Amerikaanse regering maatregelen neemt om de break-even olieprijs voor Amerikaanse producenten te verlagen

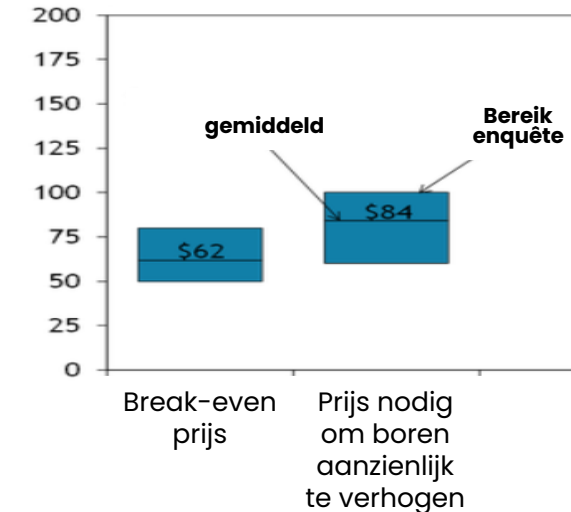
President Trump heeft een verschuiving in gang gezet door een "nationale energienoodtoestand" af te kondigen via een reeks uitvoeringsbevelen die erop gericht waren om de Amerikaanse olie- en gasindustrie "vrij te laten".

Break-even olieprijs per regio in de Verenigde Staten (USD per vat)



Kansas City Fed K4 energieonderzoek

Olieprijs nodig opdat borenwinstgevend is
(WTI, USD/vat)



Het beleid van Trump zou de huidige break-evenprijs kunnen verlagen door:

- Het verlagen van de royalty's op federale leases van 16,67% naar 12,5% verlaagt de break-evenkosten met USD 3/vat;
- Een verlaging van de vennootschapsbelasting van 21% naar 15% verlaagt de break-evenkosten met USD 3/vat;
- De herinvoering van de 100% bonusafschrijving van de TCJA verlaagt de break-evenkosten met USD 9/vat.



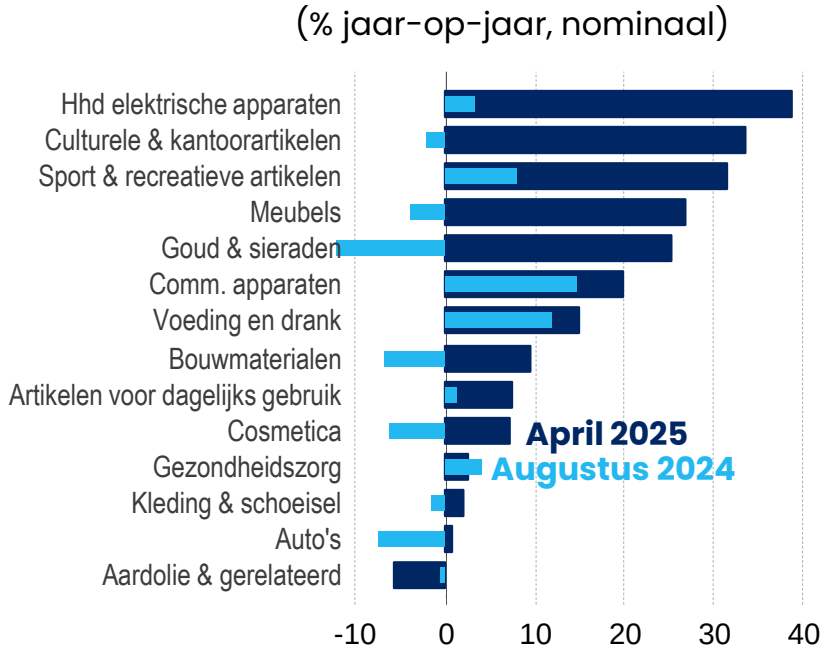
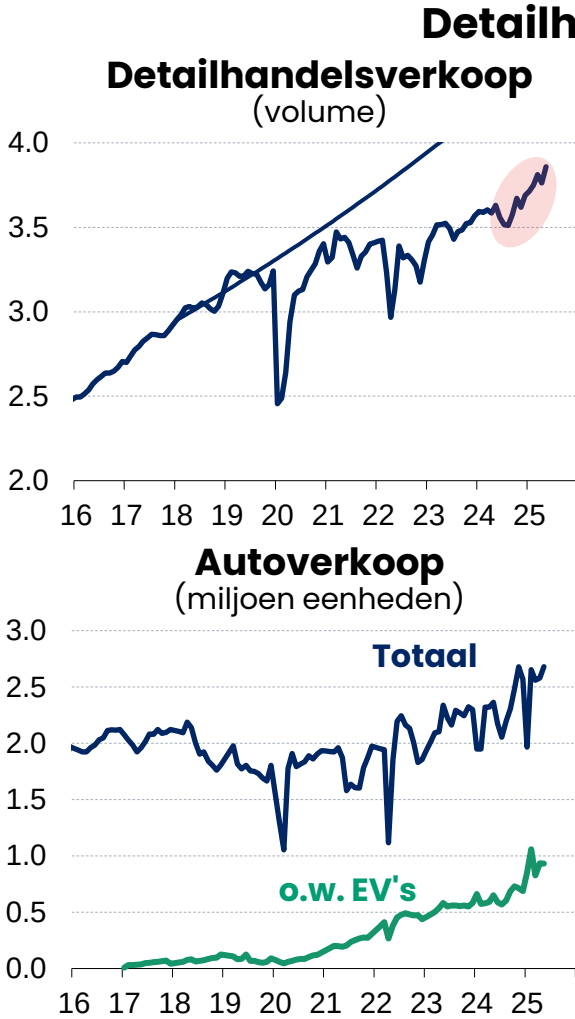
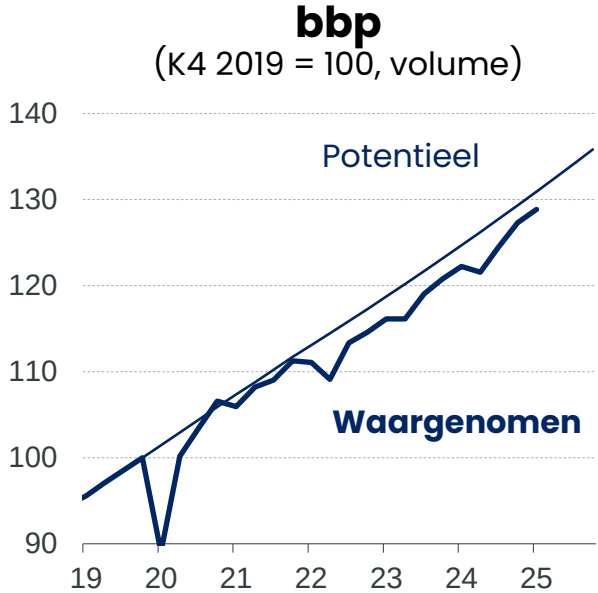


2 China

Schaakspel of go spel?



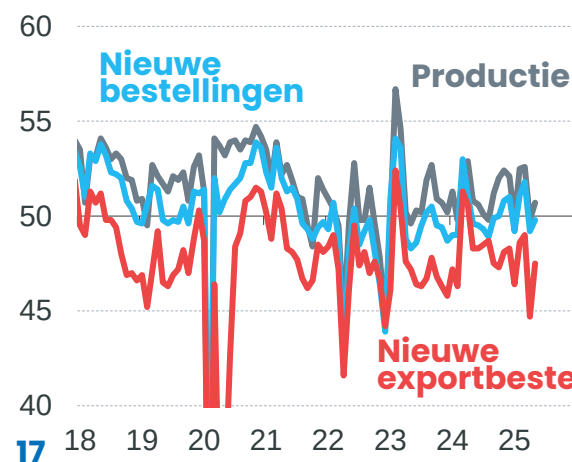
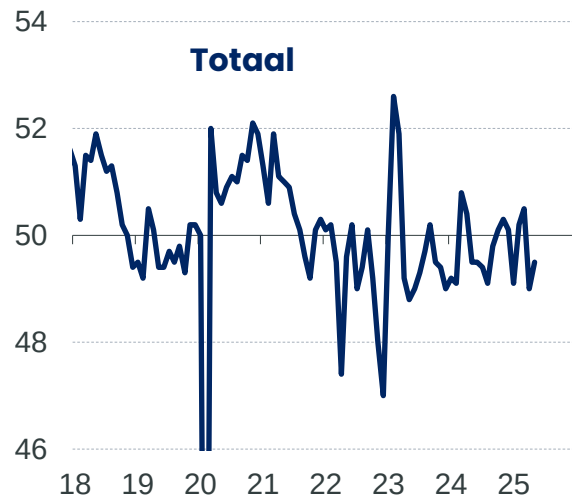
De activiteit was solide in Q1, ondersteund door de handelssubsidies voor duurzame goederen



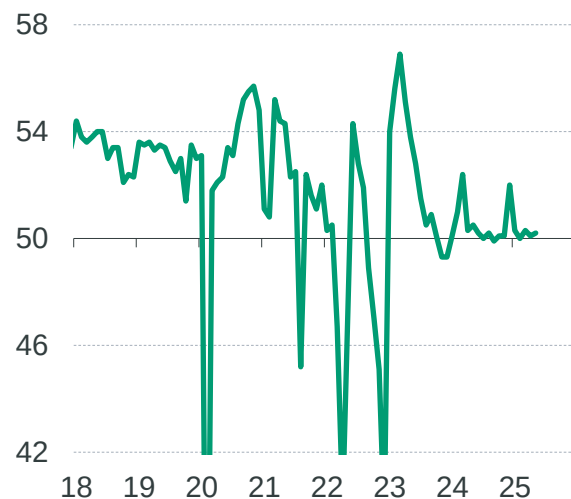
Toch begonnen de PMI-enquêtes te verslechteren in de productiesector toen de tarieven ingevoerd werden

PMI-index (NBS)

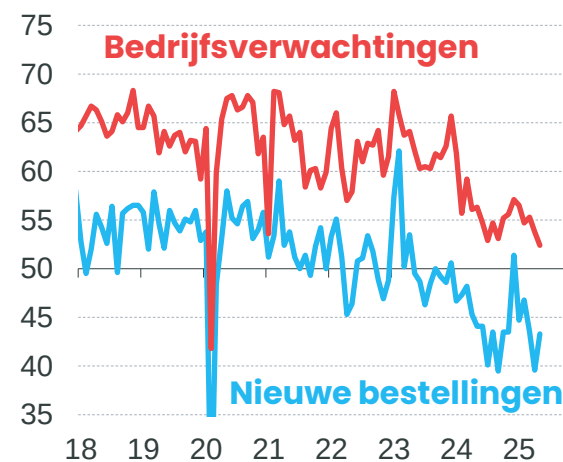
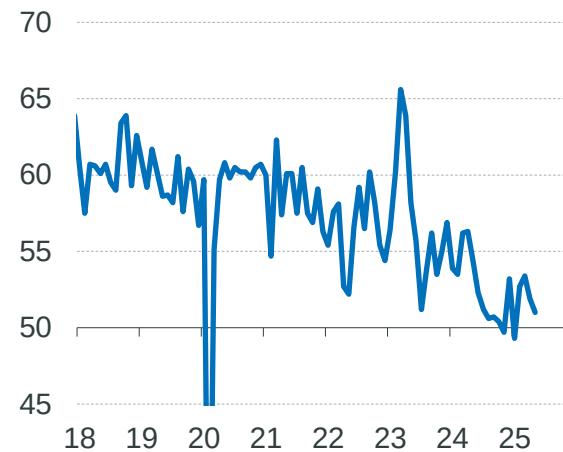
Verwerkende nijverheid



Diensten



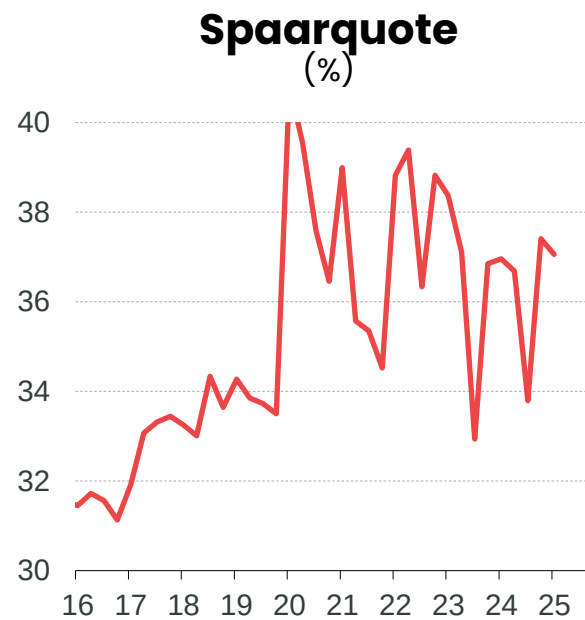
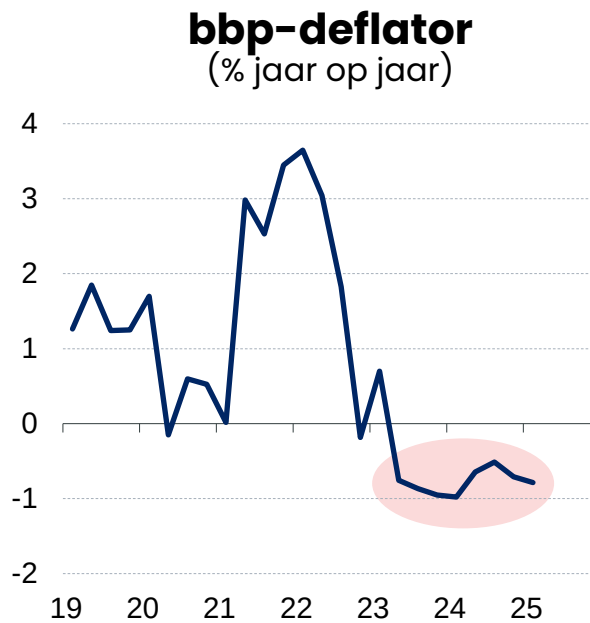
Bouw PMI



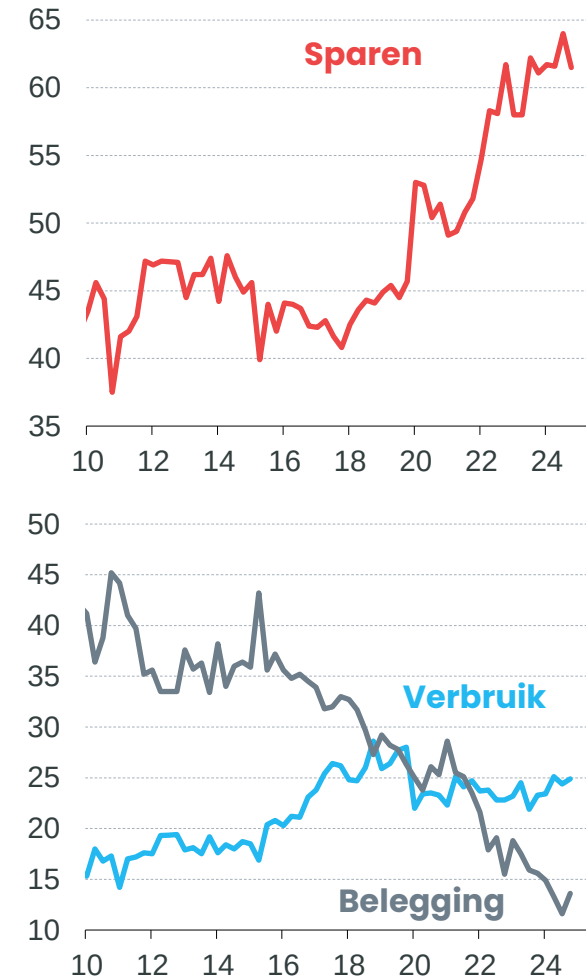
Productie prijs



Deflatoire krachten zijn er nog steeds...



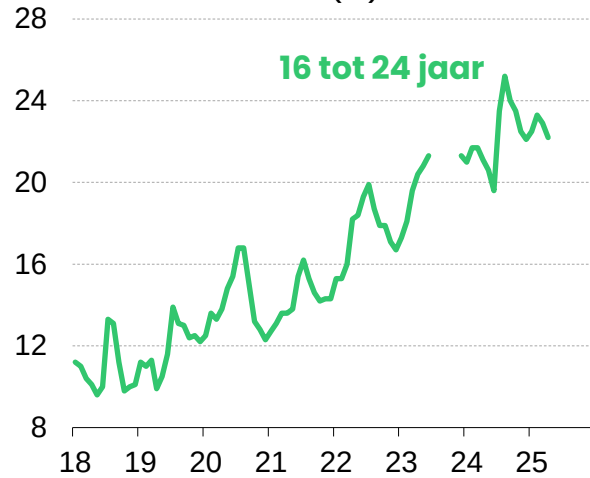
Gezinnen kiezen voor... (%)



... en zullen waarschijnlijk niet snel uitdoven

Jeugdwerkloosheidsgraad

(%)

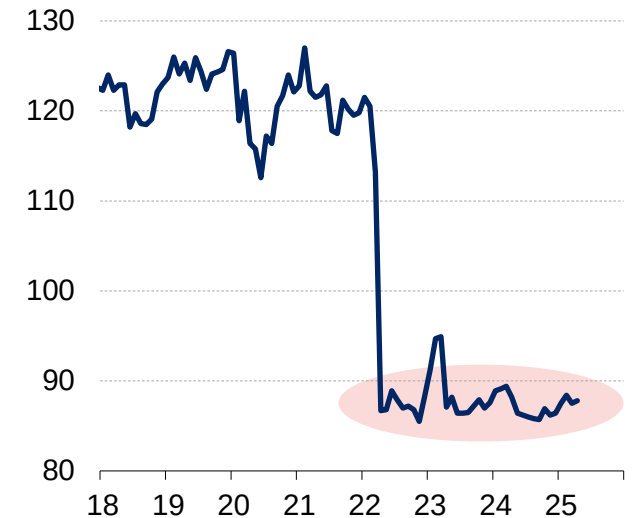


Aantal huwelijken

(miljoenen per jaar)

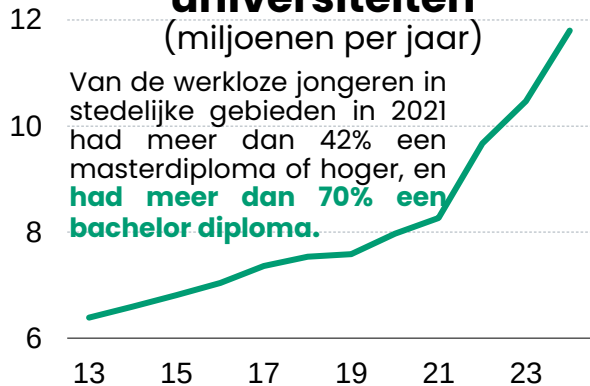


Consumentenvertrouwen



Aantal afgestudeerden van openbare hogescholen en universiteiten

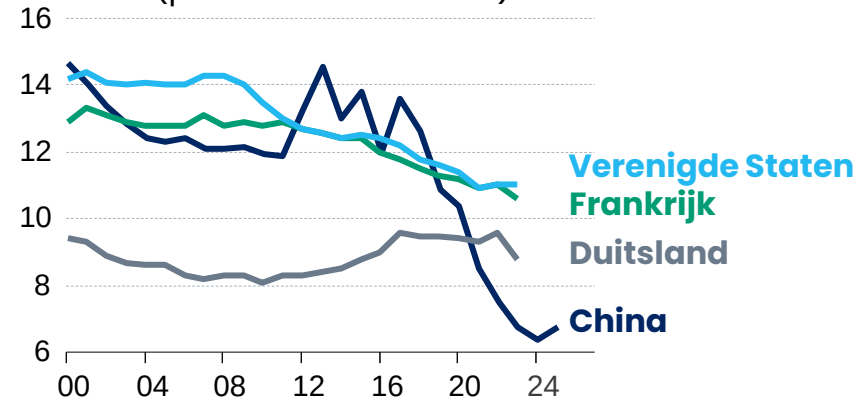
(miljoenen per jaar)



Van de werkloze jongeren in stedelijke gebieden in 2021 had meer dan 42% een masterdiploma of hoger, en had meer dan 70% een bachelor diploma.

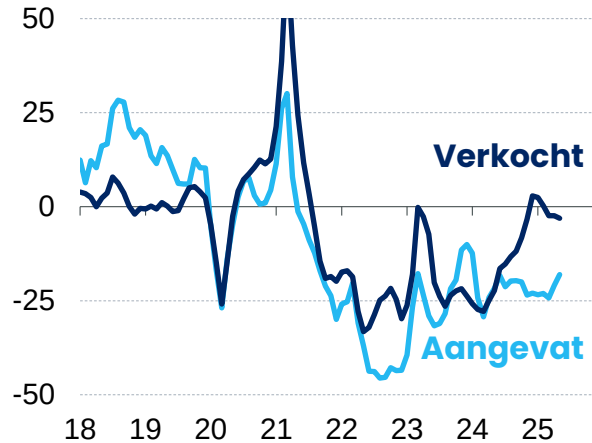
Geboortecijfer

(per duizend mensen)

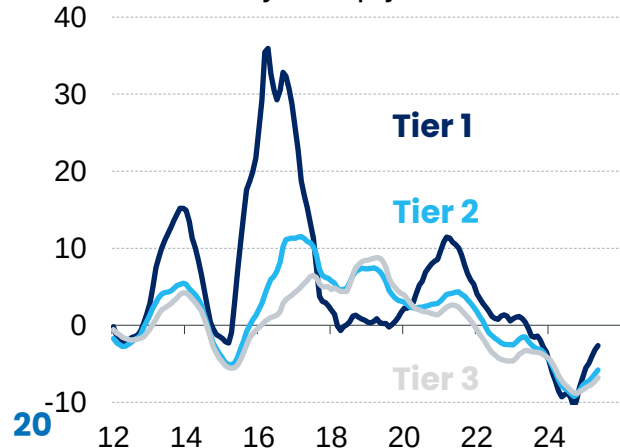


Woninginvesteringen blijven activiteit afremmen... omdat monetair beleid weinig impact heeft op hypotheekleningen

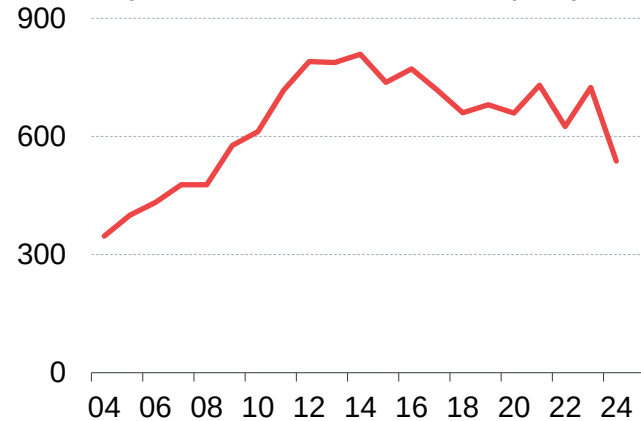
**Woongebouw
gestart en verkocht**
(% jaar op jaar)



Prijzen bestaande huizen
(% jaar op jaar)



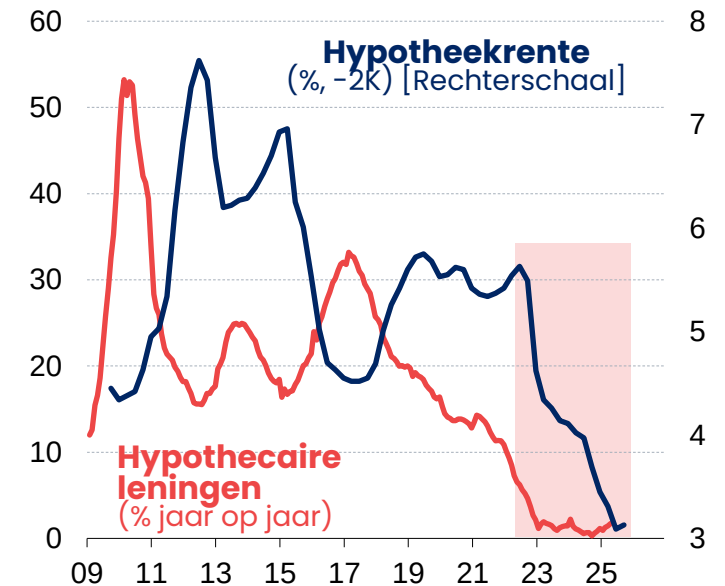
Tempo van voltooiing
(miljoenen vierkante meter per jaar)



**Tijd nodig om te voltooien
voorverkochte maar
onafgewerkte woningen***
(in jaren)

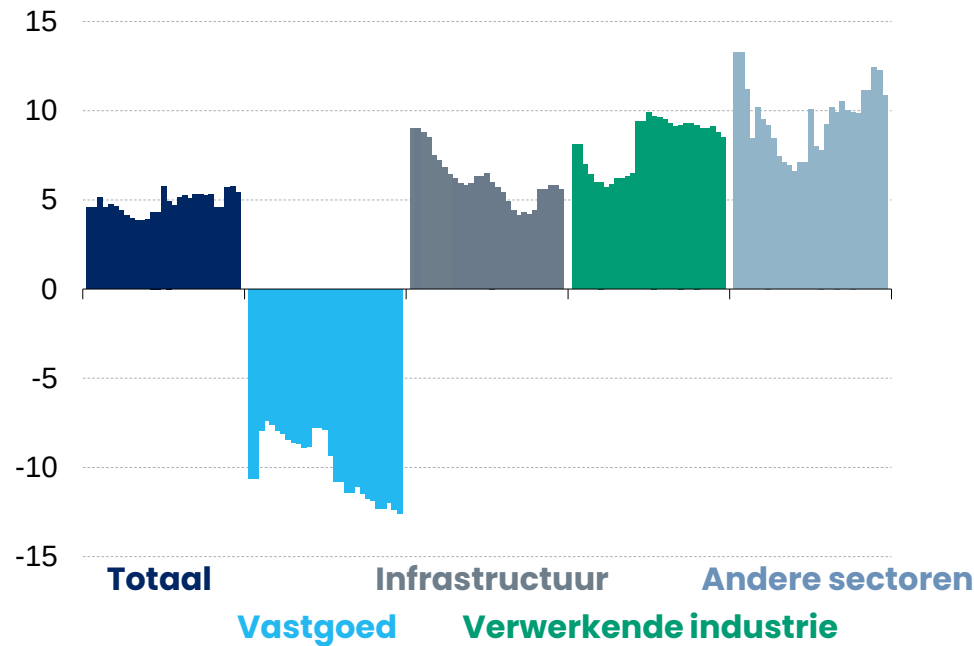


**Hypothecaire leningen
en rentevoet**

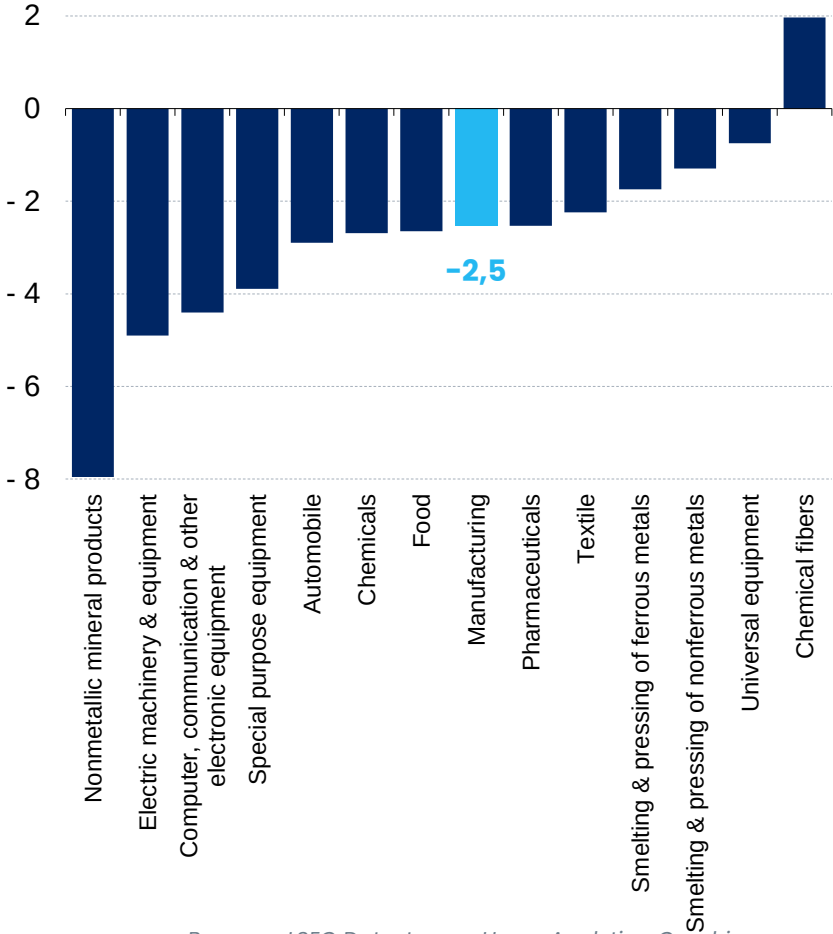


Bedrijfsinvesteringen zullen waarschijnlijk niet erg dynamisch zijn...

Investerings in vaste activa per sector
(% jaar-op-jaar groei van investeringen gecumuleerd sinds het begin van het kalenderjaar, januari 2023 – mei 2025)

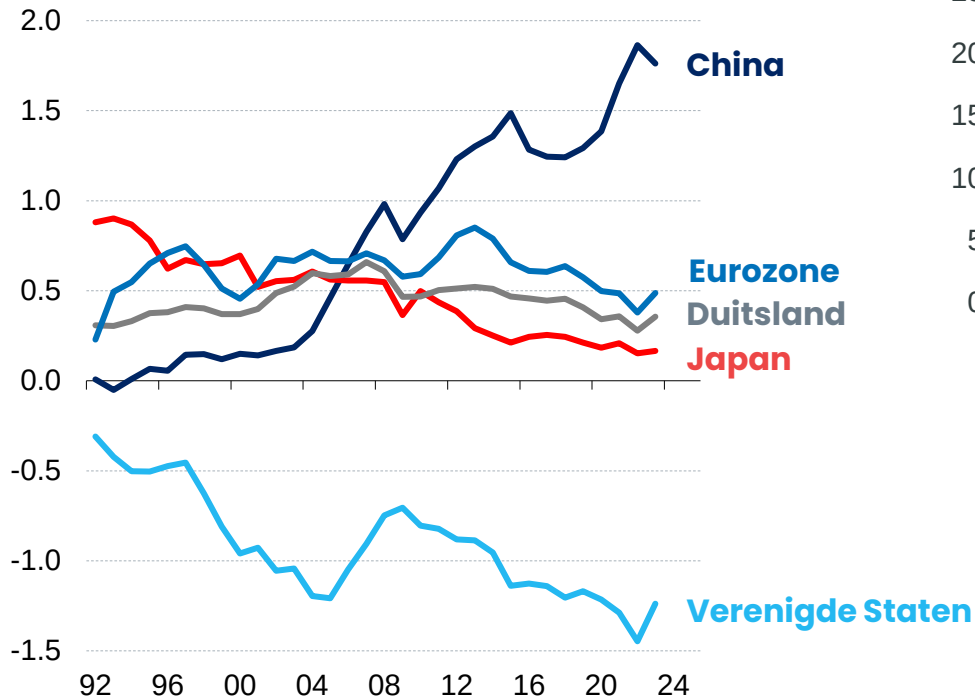


Bezettingsgraad
(% verandering over 2019 K4 – 2025 K1)

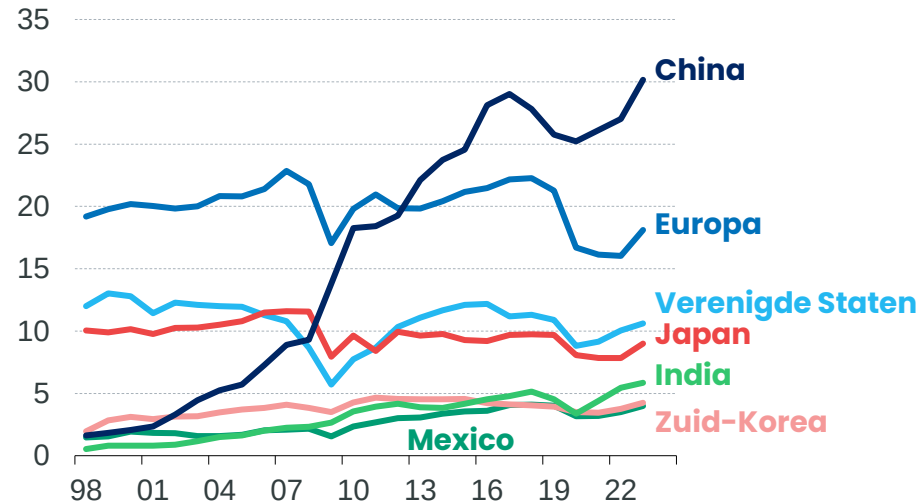


... des te meer omdat China al domineert qua wereldwijde productie

Handelsbalans van industrieproducten
(% van het wereldwijde bbp)



Autoproductie
(miljoenen eenheden)



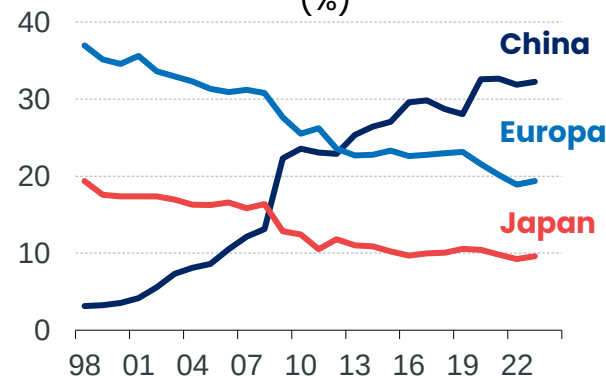
In 2018 had China de capaciteit om 40 miljoen benzineauto's per jaar te produceren, veel meer dan de 25 miljoen die de Chinese economie nodig heeft.

Daar komt nu de capaciteit bij om 20 miljoen elektrische voertuigen per jaar te produceren (een cijfer dat binnenkort kan oplopen tot 30 miljoen)

China heeft nu de capaciteit om ongeveer twee derde van de wereldwijde vraag naar auto's te produceren (iets meer dan 90 miljoen auto's in 2023)

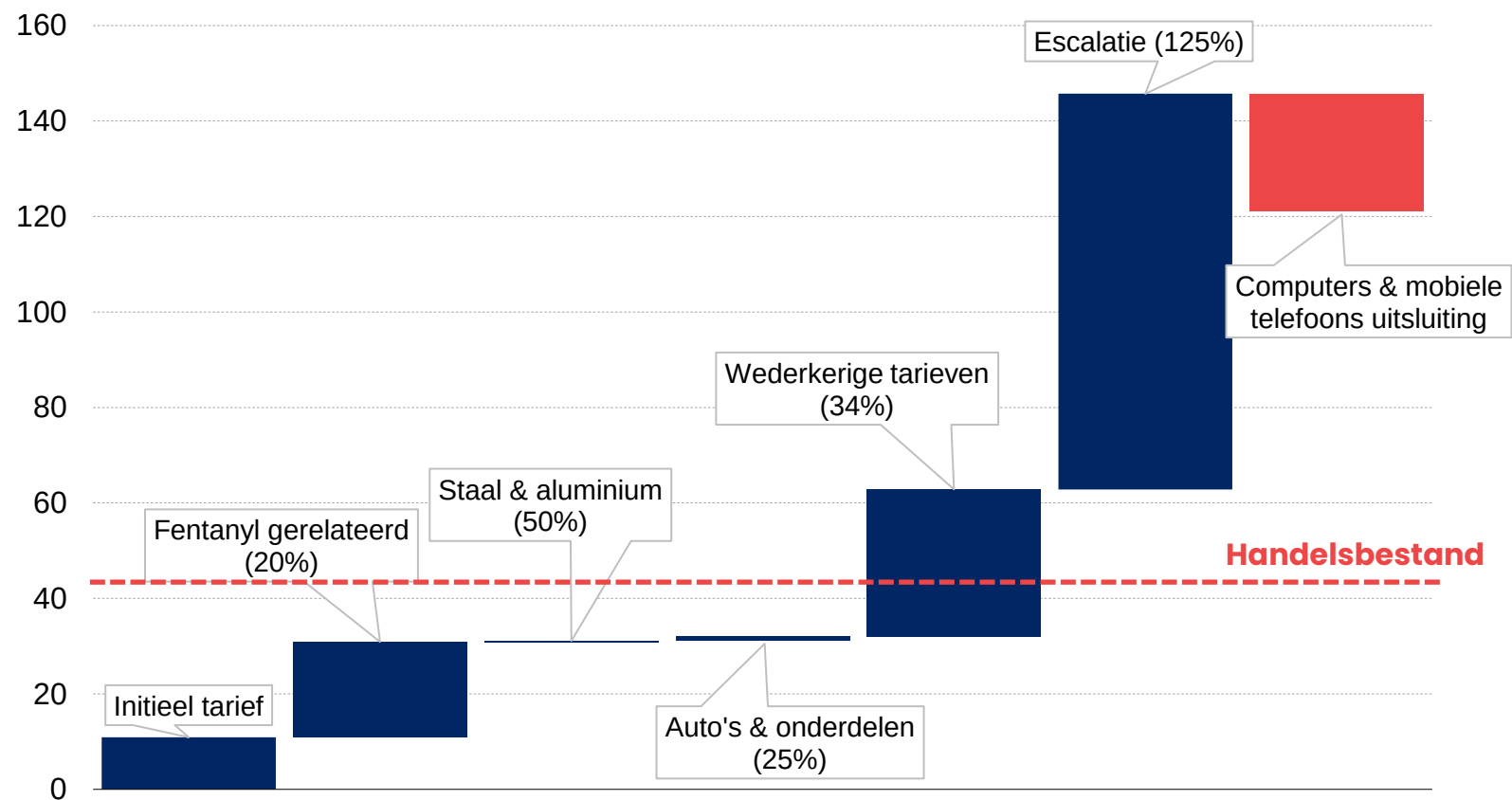
Bron: Brad Setser, NYT

Aandeel in de wereldproductie van auto's
(%)

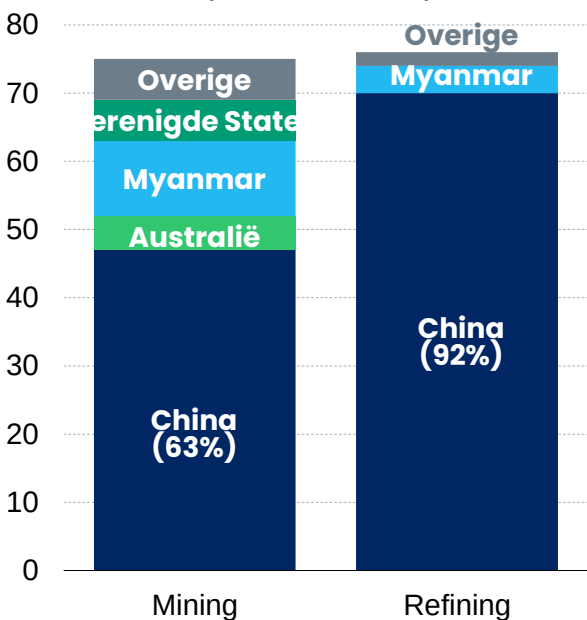


China en de VS zijn overeengekomen de tarieven 90 dagen terug te draaien

Tarief op Amerikaanse import uit China (%)

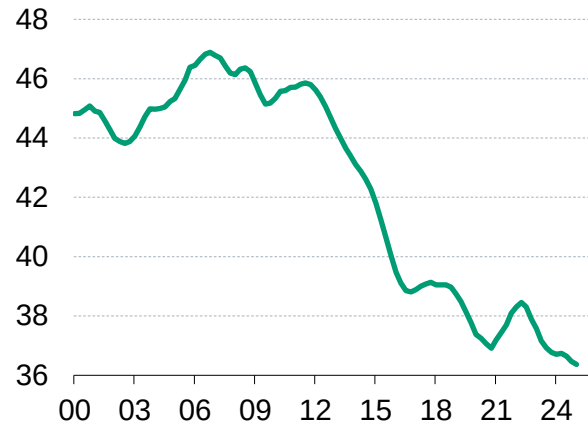


Memo. Levering van zeldzame aardelementen (duizenden ton)

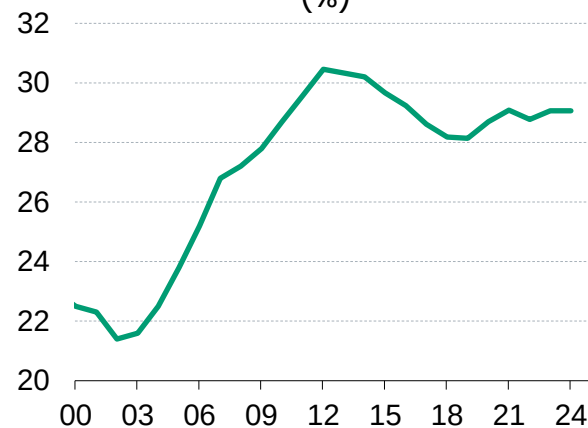


Dit is goed nieuws voor China omdat het gewicht van de verwerkende sector nog steeds zeer hoog is

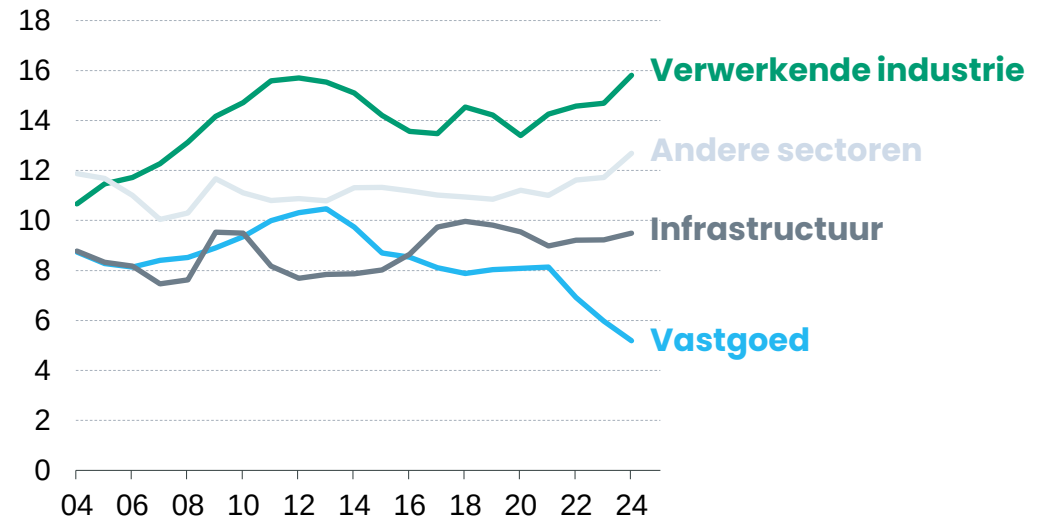
Aandeel van de industrie in het bbp
(%)



Aandeel industriële werkgelegenheid
(%)

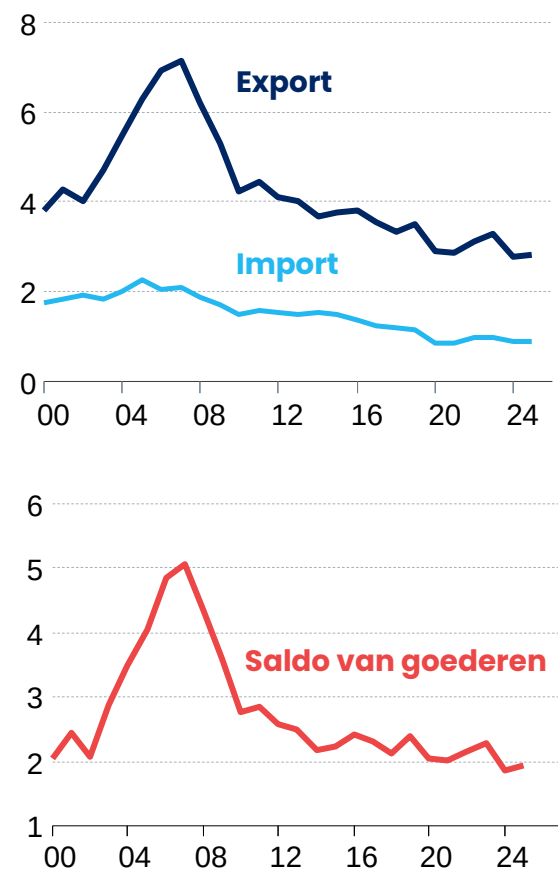


Aandeel investeringen per sector
(% van het bbp)

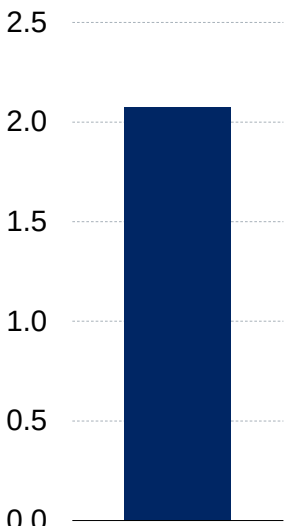


Toch kunnen de extra Amerikaanse tarieven van 30% tot 1% van de Chinese groei in beslag nemen

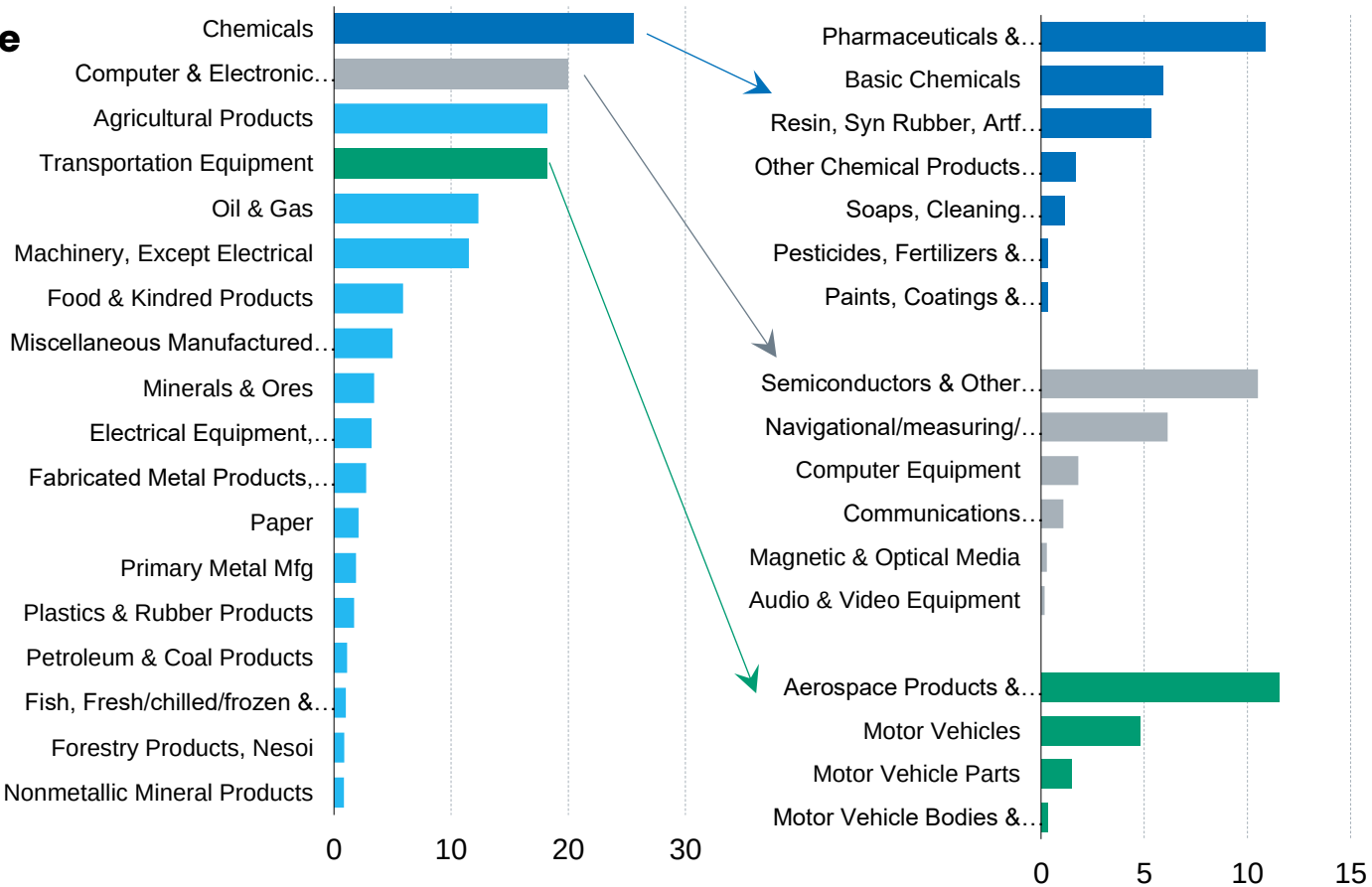
Buitenlandse handel China met de Verenigde Staten
(% van bbp van China)



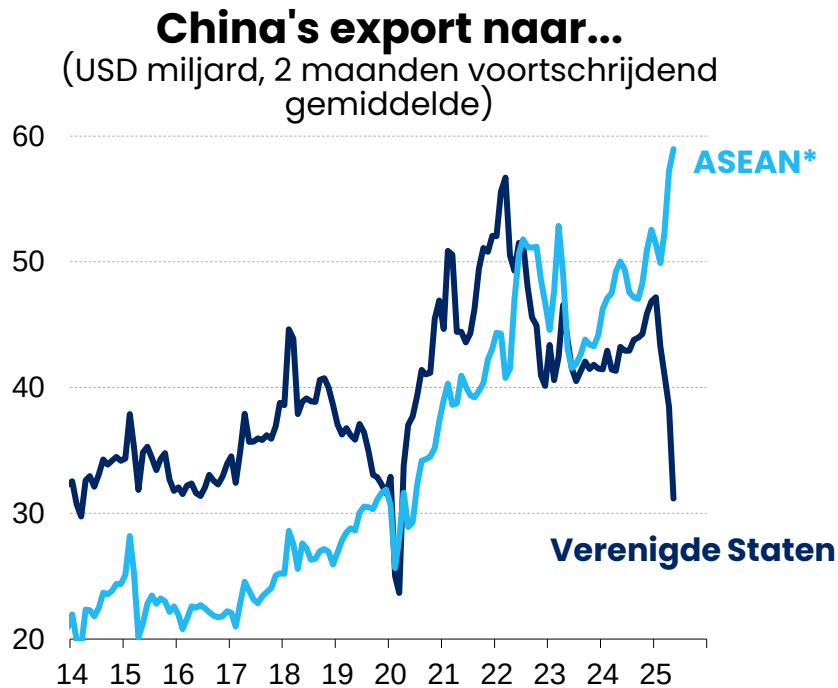
Chinese toegevoegde waarde (TW) in de Chinese export naar de Verenigde Staten
(% van totale TW in China in 2019)



Invoer uit de Verenigde Staten
(miljard dollar, 2024)



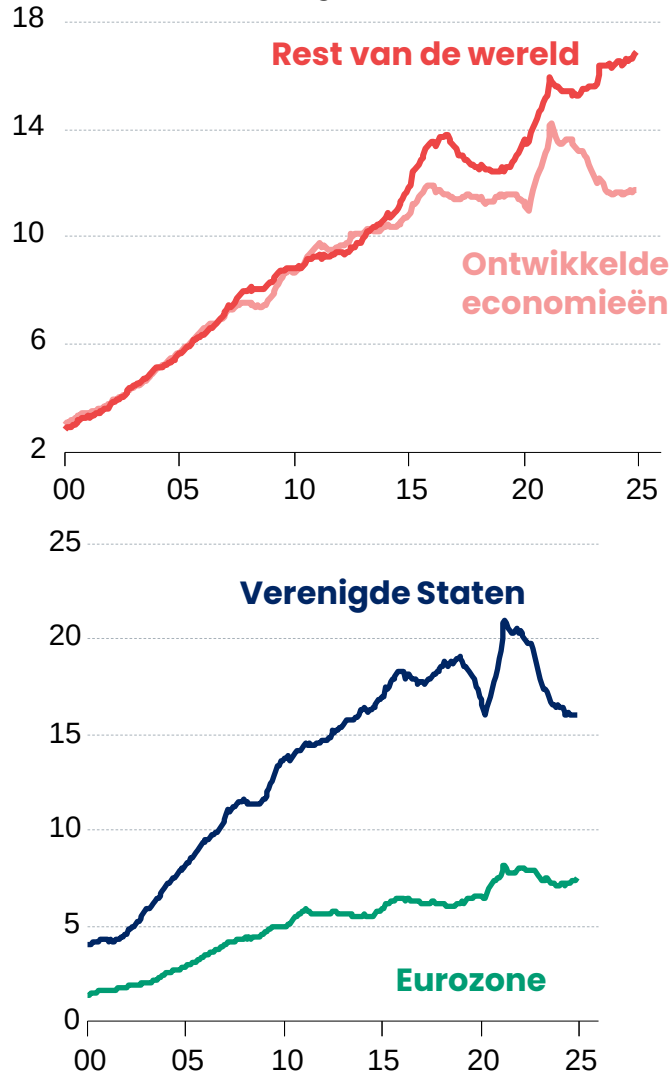
China zal proberen zijn export om te leiden en zijn penetratie van buitenlandse markten te vergroten... maar handelspartners zullen zich waarschijnlijk verzetten



(*) Indonesië, Vietnam, Laos, Brunei, Thailand, Myanmar, Filippijnen, Cambodja, Singapore en Maleisië

Penetratie van China's export

(% van elke regio of land invoer)



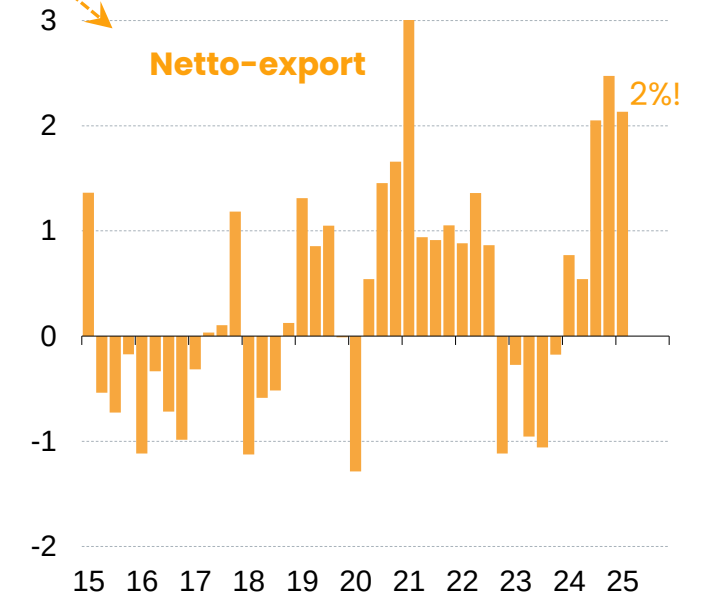
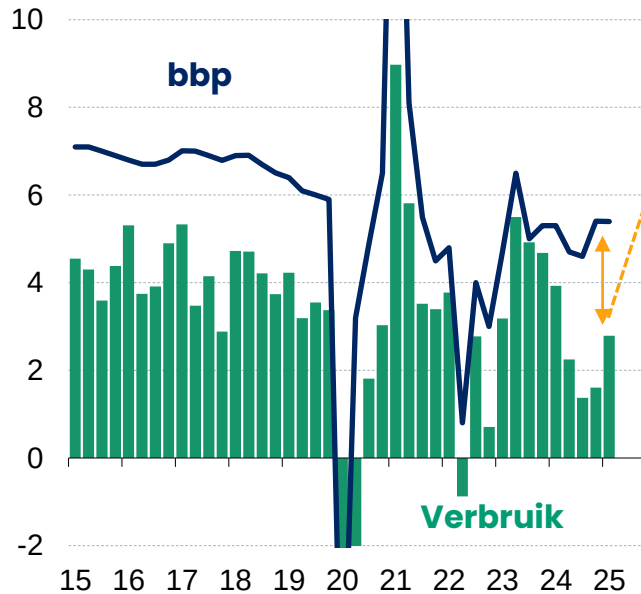
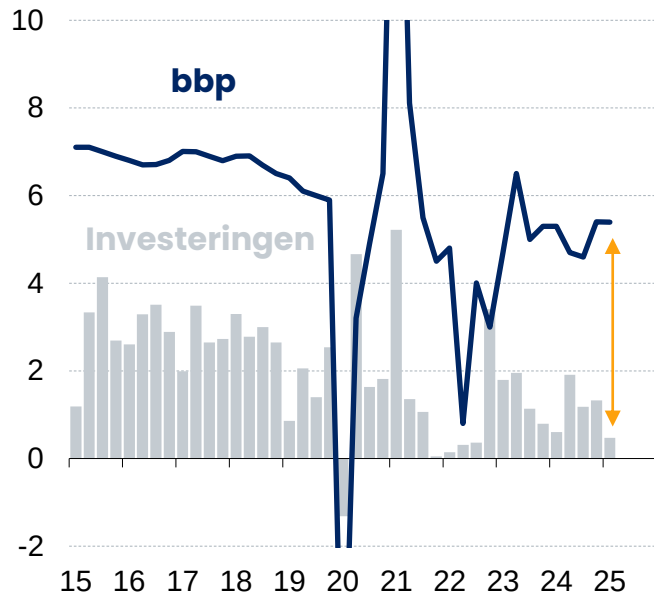
Handelsbalans China

(USD miljard, gecumuleerd over 12 maanden)



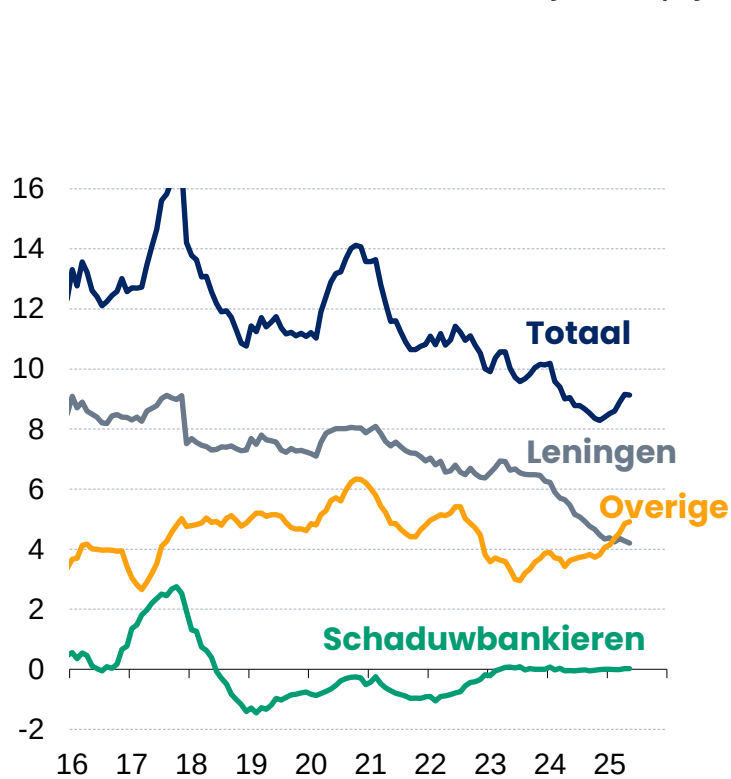
Groei ombuigen naar consumptie is de enige optie voor de lange termijn

Bijdragen aan bbp-groei
(% jaar op jaar)

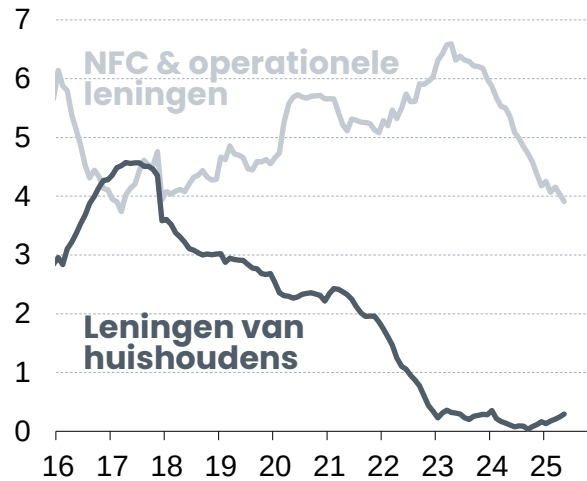


Hoewel het Politbureau in april beperkte urgentie toonde bij het uitrollen van nieuwe stimulus, toont de vroegere uitgifte van staatsobligaties...

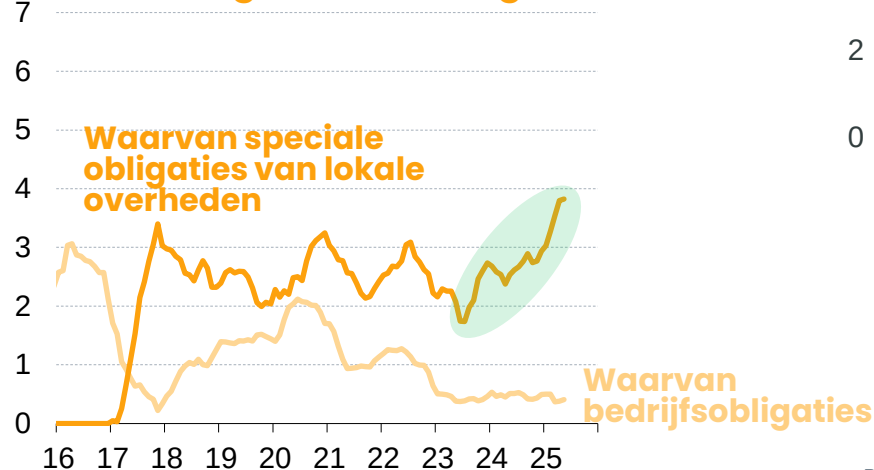
Totale sociale financiering (TSF) (% jaar op jaar bijdragen)



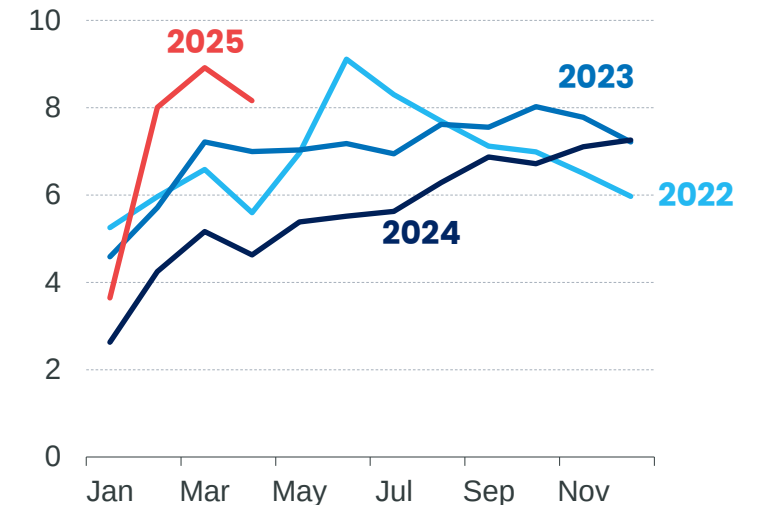
Leningen



Overige financiering



Netto uitgifte van obligaties van lokale overheden (% van het bbp, gecumuleerd sinds januari)



... dat Beijing klaar staat om de schok op te vangen als dat nodig is

Stijgende leningen in 2025

	2024	2025	Toenemend lenen vanaf 2024	
			RMB tln	% van het bbp
Officiële tekortquote	3,9	5,2	+1,3	+1,0
CGSB	1,0	3,0		
- Groot en inruil*	1,0	1,3	+0,3	+0,2
- Nieuwe productiekrachten**		1,0	+1,0	+0,8
- Staatsbanken herkapitaliseren		0,7		
LGSB	3,6	5,0		
- Schuldruil	1,2	0,8		
- Overige	2,4	4,2	+1,8	+1,4
Totaal	7,3	10,9	+4,4	+3,4

In miljard RMB

Inruilsubsidie	300	
Basispensioen	20 yuan per maand per persoon	42
Basisverzekering	35 yuan per persoon per jaar	42
Fiscale stimulans voor nieuwe geboorte		
Totaal	384	(0,3% van het bbp)

(*) 700 mld. voor de uitvoering van belangrijke nationale strategieën en de opbouw van veiligheids capaciteiten + 300 mld. voor de modernisering van apparatuur en inruilprogramma's voor consumptiegoederen (voor huishoudelijke apparaten, voertuigen of woningen).

(**) De productie van elektrische voertuigen, robotica, chips en groene energie aanmoedigen

De regering lijkt bereid **om de consumptie te ondersteunen** om haar groeidoelstelling van ongeveer 5% in 2025 te halen ... maar **de tot nu toe aangekondigde maatregelen blijven op zijn best bescheiden (0,3 tot 0,5 punten van het bbp)**.

Het Politbureau van april drong aan op een versnelling van de beleidsinspanningen ... maar kondigde geen nieuwe begrotingssteun aan.

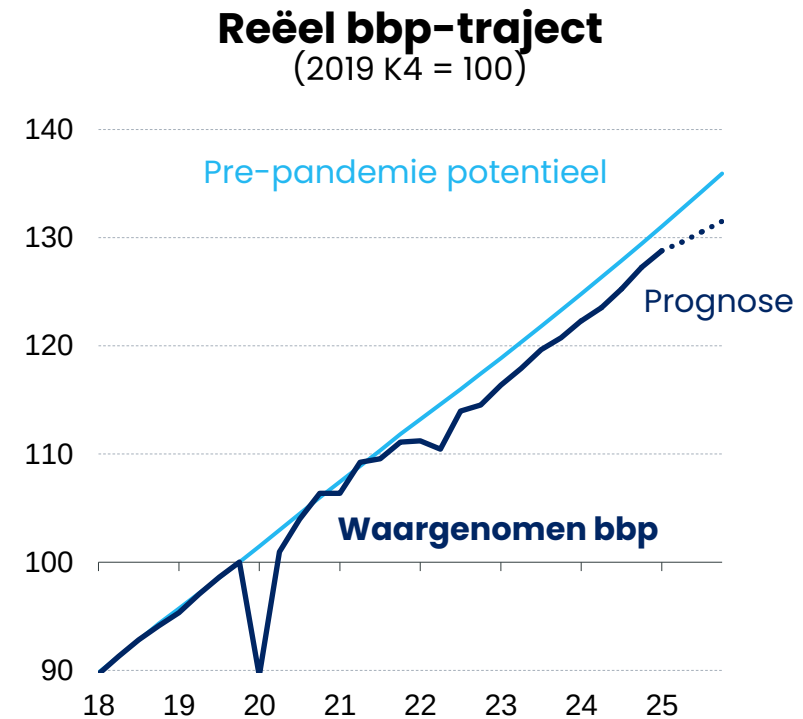
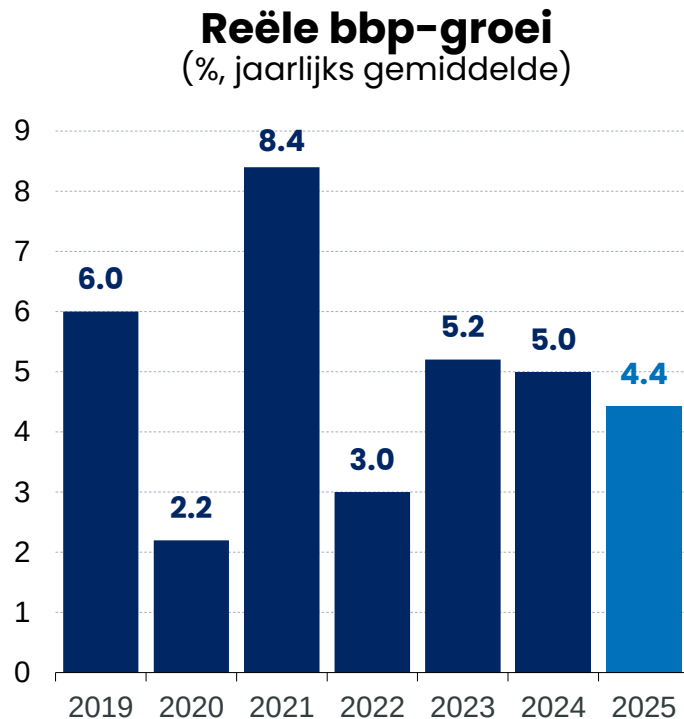
De vergadering van het Politbureau erkende de externe onzekerheid.

Tijdens de bijeenkomst werd benadrukt om volledig gebruik te maken van een "proactiever begrotingsbeleid" en een "gematigd versoepelend monetair beleid".

Er was geen grote beleidswijziging behalve het verhogen van de terugbetalingen voor werkloosheidsverzekeringen aan bedrijven die hard getroffen werden door tarieven, en het opnemen van steun voor buitenlandse handel uit waarschijnlijk nieuw gecreëerde structurele monetaire instrumenten.



Ondanks de recente de-escalatie van de handel, zal het behalen van de 5% groeidoelstelling een uitdaging blijven





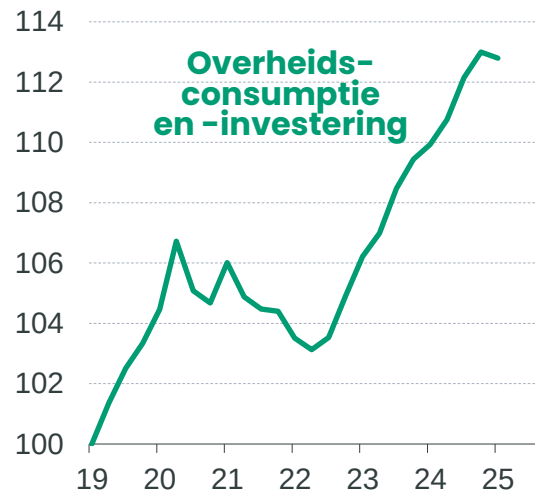
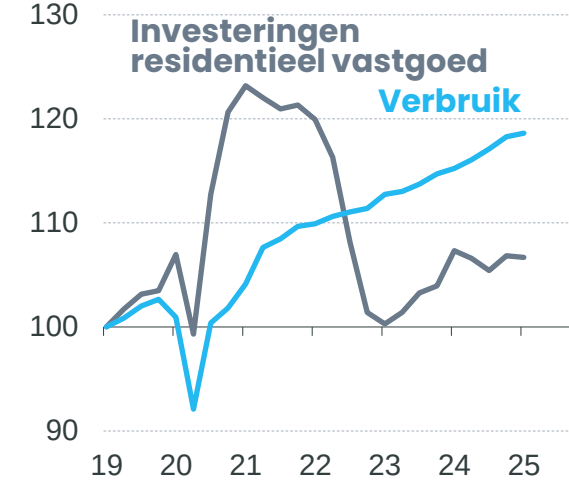
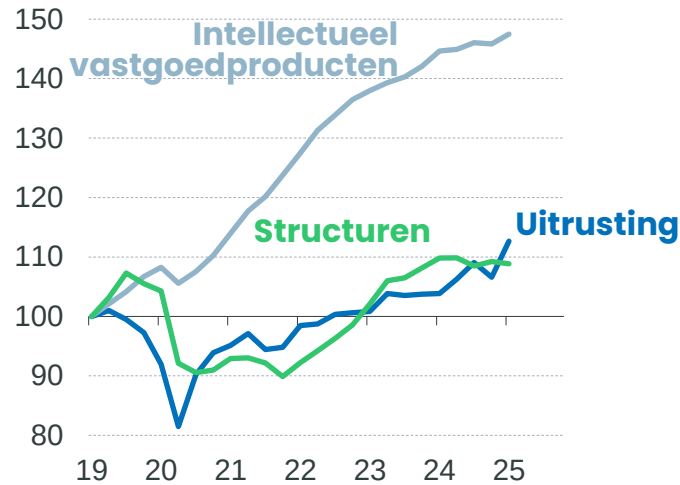
3 Verenigde Staten

Een veerkrachtige economie... voor hoe lang?

Binnenlandse vraag blijft in stevig tempo stijgen begin 2025

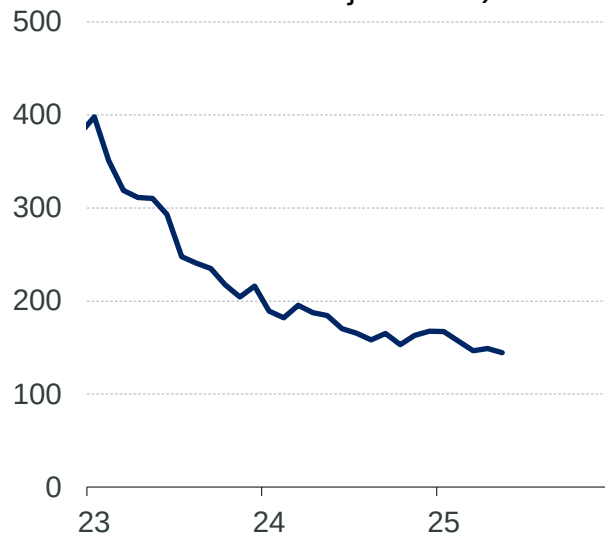
Componenten van de finale binnenlandse vraag
(2019 K1 = 100)

Private binnenlandse eindvraag
(% kwartaal-op-kwartaal, op jaarbasis)



Er worden minder snel banen gecreëerd, maar dit blijft solide

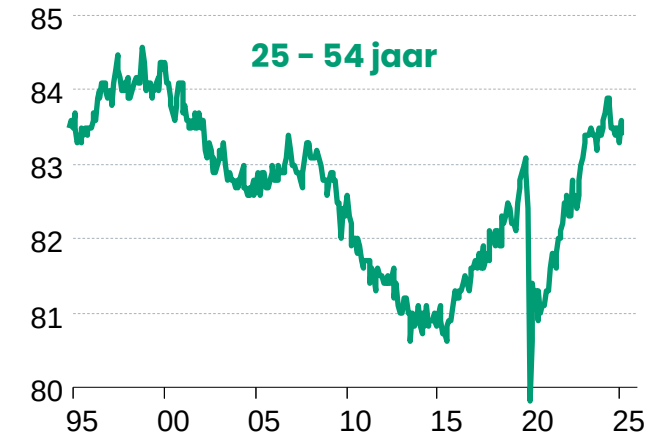
Tewerkstelling
(verandering over 1 jaar,
maandelijks tarief)



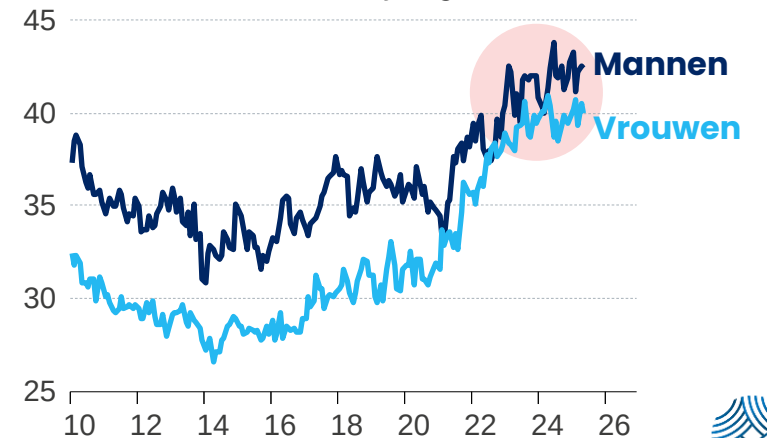
Werkloosheidsgraad
(%)



Deelname in de hoogste leeftijd
(%)



Participatiegraad gehandicapten
(%, 16- tot 64-jarigen)



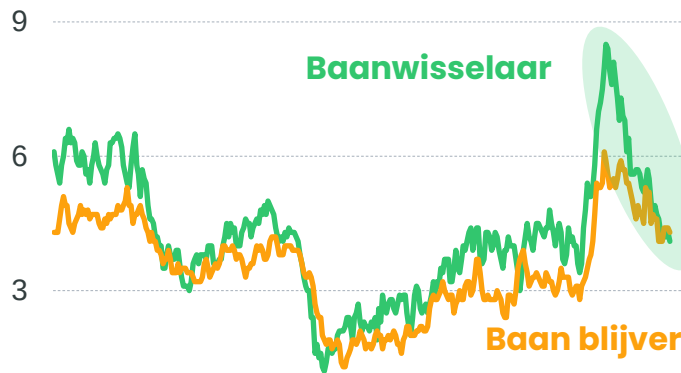
De lonen zijn gedaald en kerninflatie is verder afgenomen

Lonen arbeidskostenindex
(% jaar op jaar)



(% jaar-op-jaar, voortschr. gem. op 3 m)

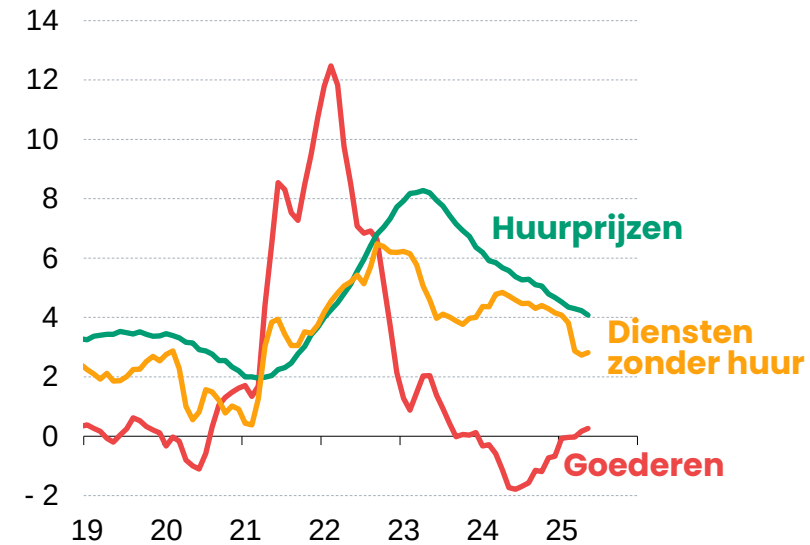
Baanwisselaar



34

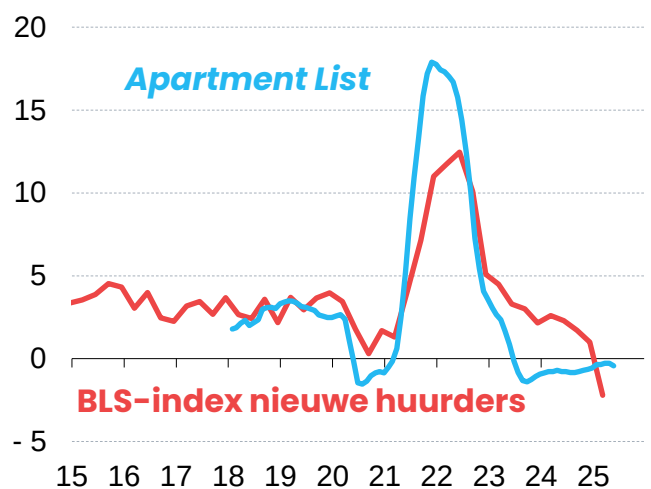
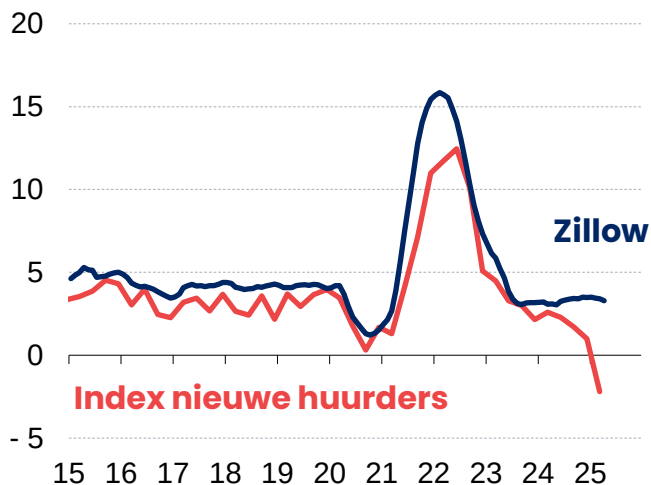
Kerninflatie CPI

(% jaar op jaar)

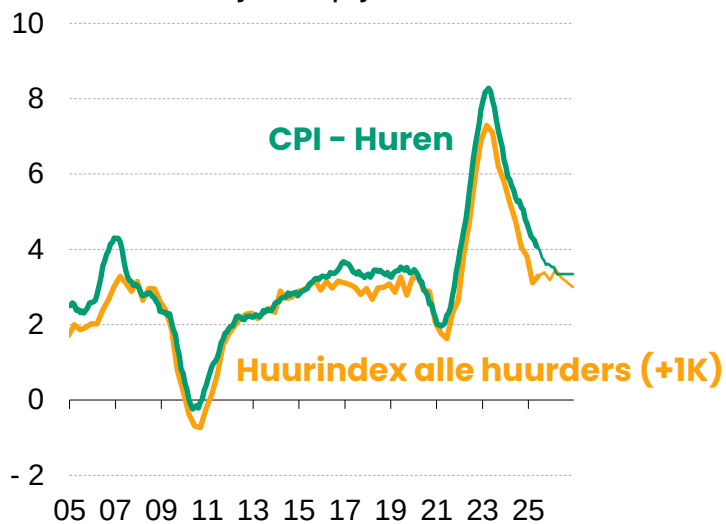


Prijzen van huurwoningen en diensten evolueren vooral positiever

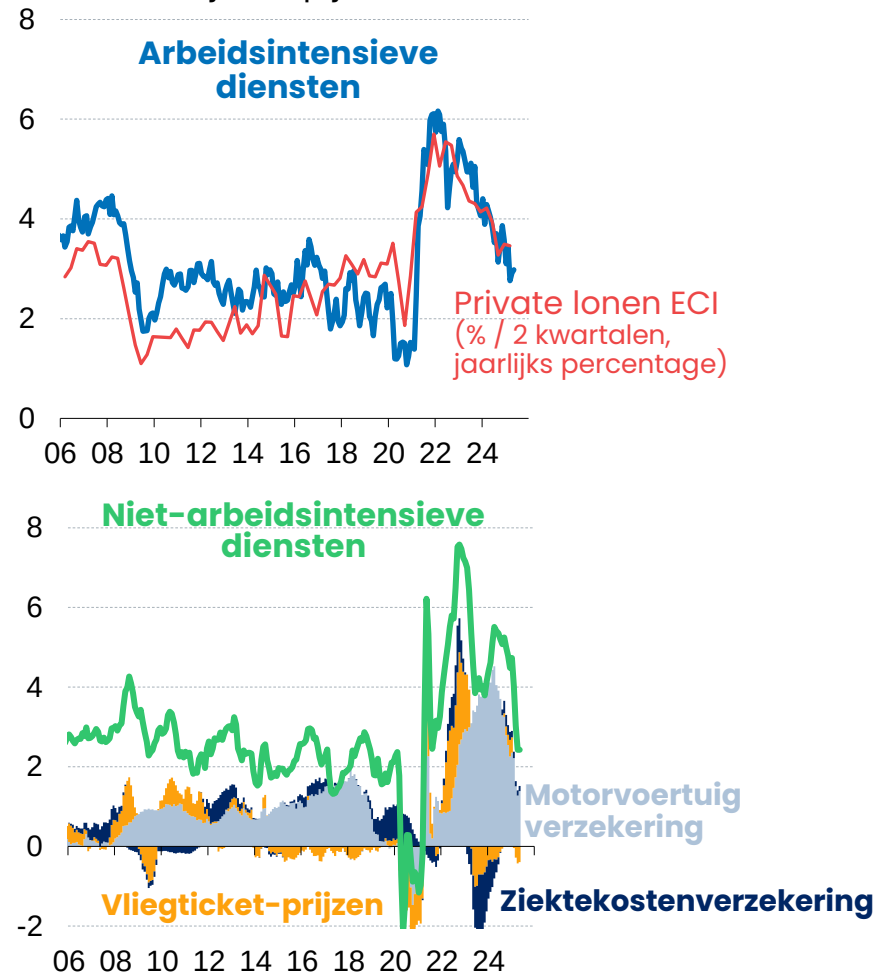
Huren voor nieuwe huurders (% jaar op jaar)



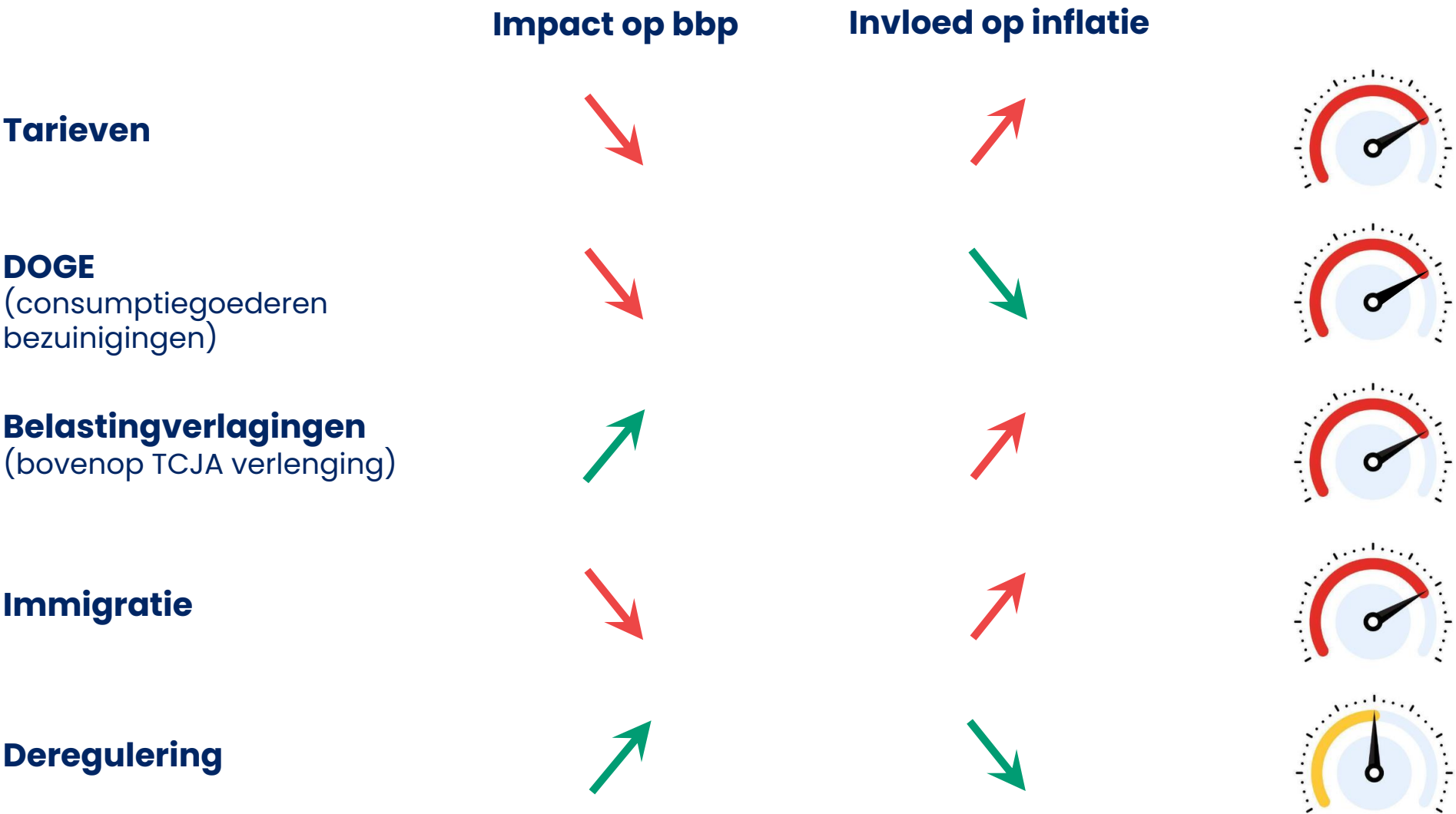
CPI-huren (% jaar op jaar)



Arbeidsintensief vs. niet-arbeidsintensief diensten CPI (% jaar op jaar)

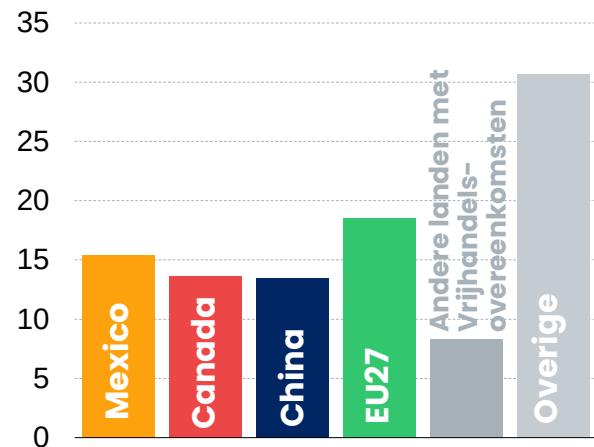


Donald Trump volgt de grote lijnen van zijn economisch programma

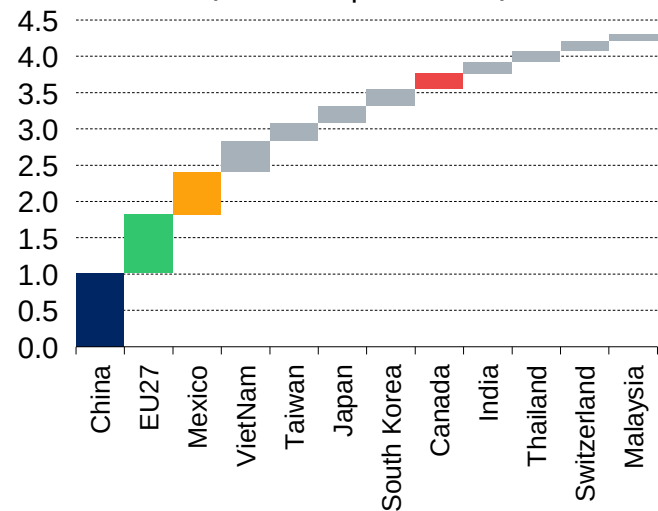


De onzekerheid over de handel zal waarschijnlijk nog wel even aanhouden

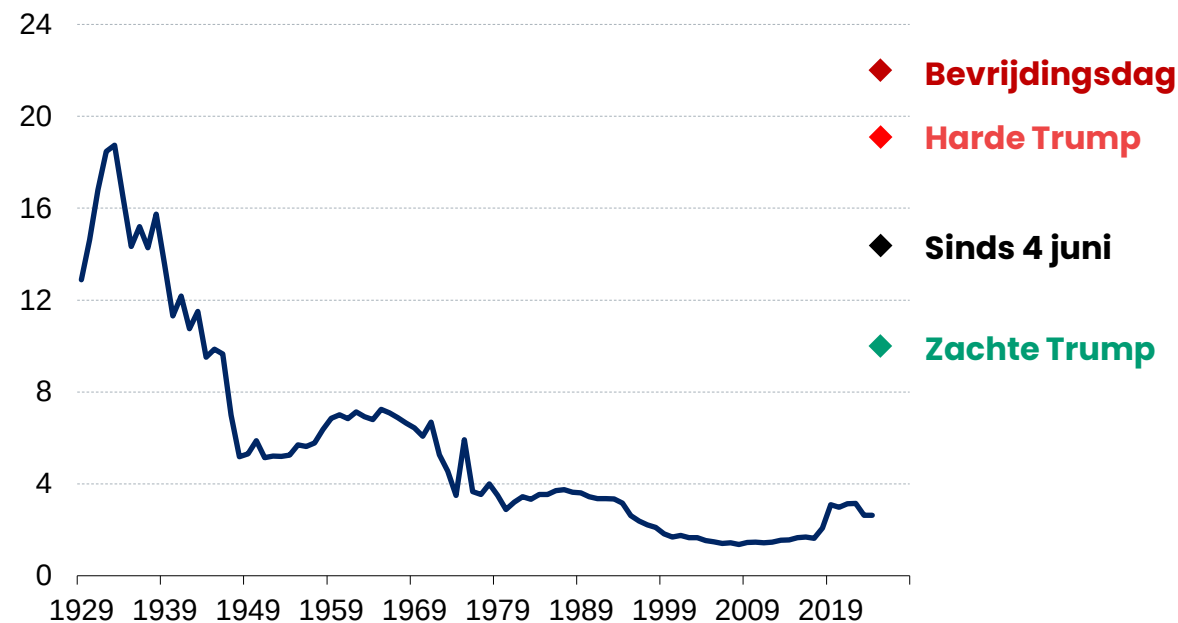
VS import per land of regio van herkomst
(% van invoer, 2024)



Handelsbalans van de VS per land of regio
(% van bbp VS, 2024)

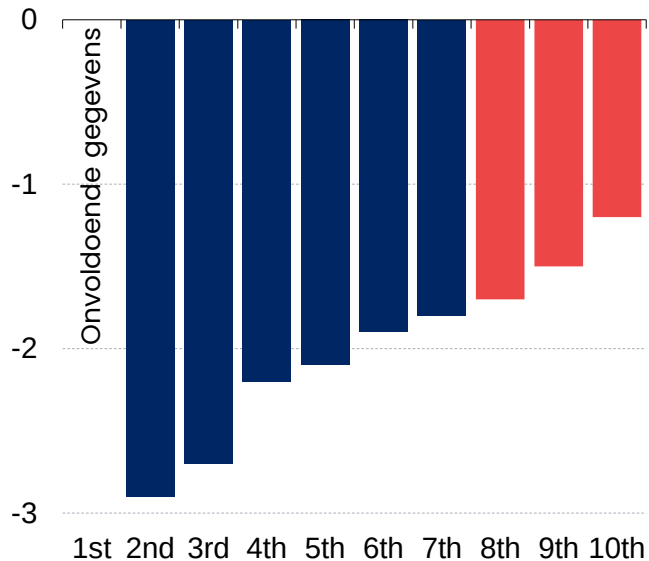


Gemiddeld tarief VS
(%, invoer gewogen)

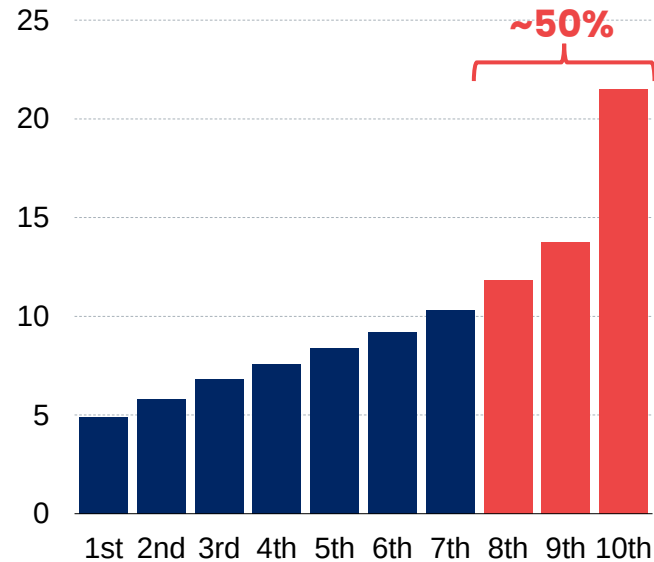


Ondanks de de-escalatie met China, zullen de huidige tarieven de koopkracht van huishoudens beperken

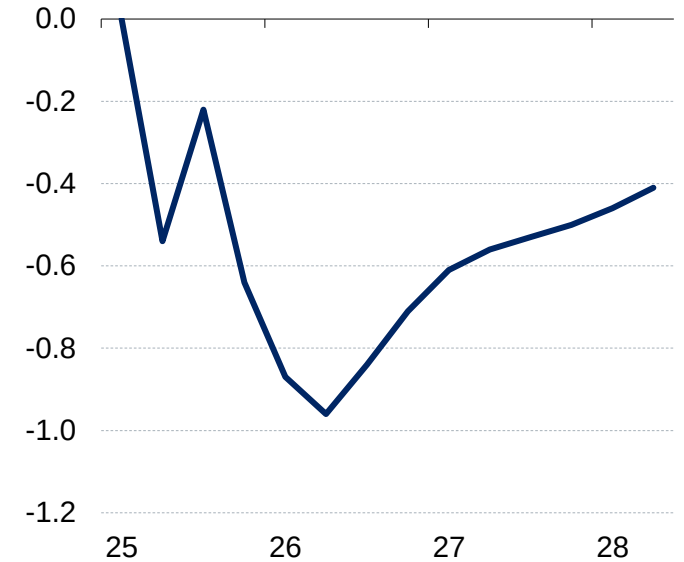
Effect op huishoudinkomen per deciel
(%, vergeleken met scenario zonder tarief)



Consumptie van het huishouden per inkomensdecieel
(% van totaal verbruik, 2022)



Impact* op reëel bbp VS
(% vergeleken met scenario zonder tarief)



→ Vanaf 12 mei 2025 zou de stijging van de tarieven het prijsniveau op korte termijn met 1,7% moeten doen stijgen, wat overeenkomt met een gemiddeld koopkrachtverlies per huishouden van USD 2.800 in 2024\$.

→ Het jaarlijkse koopkrachtverlies voor huishoudens onderaan de inkomensverdeling bedraagt USD 1.300 in 2024\$.



Memo. Als wederzijdse douanerechten worden afgewezen, heeft de president andere opties tot zijn beschikking

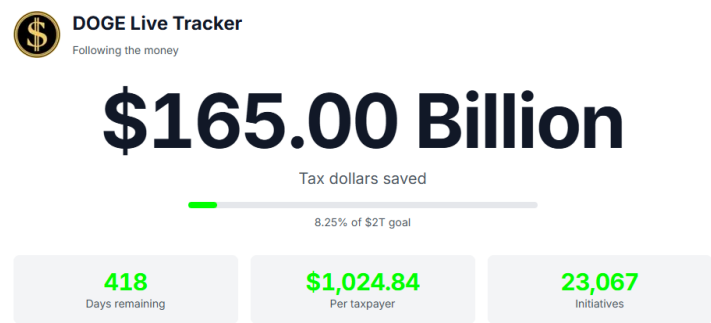
Mogelijke unilaterale presidentiële acties op het gebied van handel

Possible Action	Description	
Sec 201 of Trade Act of 1974	Safeguard measures permit temporary tariffs or quotas on products if domestic industry is seriously and substantially injured/threatened by a surge of imports	Solar cells and modules Large residential washing machines
Sec 337 of Tariff Act of 1930	ITC-led investigations typically are used with IP-related issues ; while the ITC is independent, the president can influence it through appointments	
Sec 338 of Tariff Act of 1930	Impose new/additional duties on imports from countries that have taken unreasonable or discriminatory actions that disadvantage U.S. commerce	Easy to use, but tariffs limited to 50%
Sec 307 of Tariff Act of 1930	Customs and Border Protection (CBP) has authority to prohibit US imports of products mined, manufactured, or produced with forced labor .	
Sec 232 of Trade Expansion Act of 1962	Commerce Secretary can determine if imports pose a threat to "national security," and president can decide to impose tariffs or quotas on such imports.	Requires detailed investigations except for steel & aluminum Tariffs must also be terminated after 4 years unless an extension is approved by USTR
Sec 122 of Trade Act of 1974	President may deal with "large and serious" trade deficits by imposing temporary (up to 150 days) tariffs and/or quotas of as much as 15%	Could be utilized as a means to quickly impose universal tariffs on a temporary basis
Section 301 of Trade Act of 1974	Provides wide authority for USTR to respond to unfair trade practices by imposing tariffs and quotas.	Requires detailed investigations except for China
Trading with Enemy Act of 1917	President may use TWEA to regulate commerce and freeze/seize foreign assets; does not permit tariffs and requires US to be at war	
Int'l Emergency Economic Powers Act of 1977	President may use IEEPA to regulate commerce and freeze/seize foreign assets, given "unusual or extraordinary" international threats	The easiest and broadest Unlimited duration
Anti-Dumping, Countervailing Duties	US industries may petition Commerce Department or ITC for dumping; Commerce also can self-initiate. Administration could apply anti-circumvention investigations. US can impose anti-dumping or countervailing duties to offset the dumping or subsidization	

Acties van het Congres op het gebied van handel

Reduce de minimis threshold	Imports of goods valued under \$800 (per person, per day) are exempt from US tariffs	"de minimis" imports are estimated to be about \$40-50bn per year (o.w. 64% from China)
Rescind China's Permanent Normal Trade Relations status (PNTR)	The PNTR status makes imports from China subject to base WTO tariff rates	There is support in Congress to revoke PNTR with China. This would increase tariffs on Chinese imports to an average rate of 40% as currently applied to North Korea, Cuba, Russia, and Belarus

Zelfs als de DOGE-bezuinigeningen liggen ver onder de beloften van E. Musk...



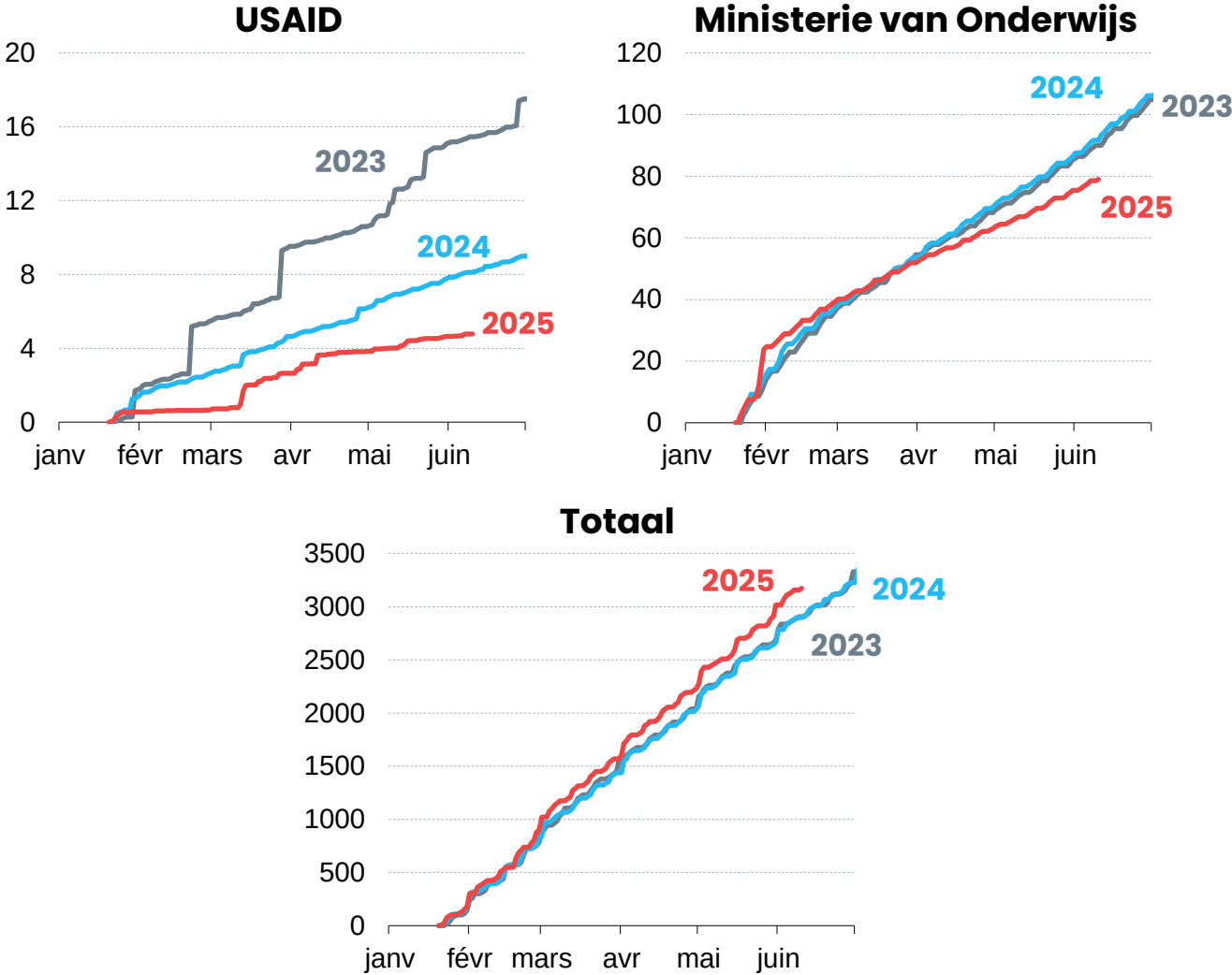
Leaderboard

Top areas of savings

1	Department of Health and Human Services \$47.53B saved	4	Department of State \$2.59B saved
2	USAID \$45.21B saved	5	Environmental Protection Agency \$2.45B saved
3	Department of Agriculture \$3.45B saved	6	Department of Education \$1.15B saved

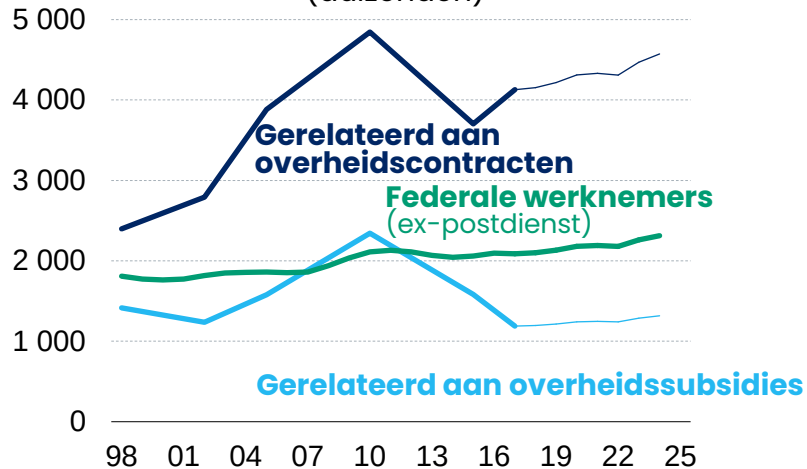
40

Dagelijkse tracker van federale uitgaven (USD miljard, gecumuleerd sinds 20 januari voor elke jaargang)



... kredietstop, opzegging van contracten en ontslagen van ambtenaren zullen de groei negatief beïnvloeden

Voltijds equivalente banen bij de federale overheid* (duizenden)



(*) Vanaf 2018 worden banen in verband met overheidscontracten en subsidies geschat door hun verhouding met federale werknemers constant te houden.

Mogelijk effect op de werkgelegenheid van het bevriezen van contracten en subsidies van de federale overheid in 2025

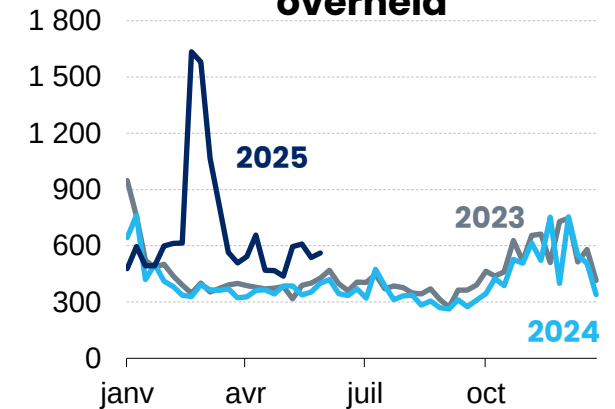
- **Ontslagen van 200.000 tot 300.000 ambtenaren** (75.000 accepteerden het aanbod van E. Musk en namen ontslag, met ingang van september 2025).
- **De bevriezing van federale overheidscontracten en subsidies heeft gevolgen voor de werkgelegenheid in de particuliere sector**

Federale contracten bedragen in totaal USD 750 miljard (41% niet-defensie / 59% defensie). Ervan uitgaande dat deze contracten met respectievelijk 5% en 2% worden gekort, betekent dit een vermindering van de uitgaven met USD 24 miljard en een verlies van 130.000 banen. De federale subsidies bedragen in totaal USD 560 miljard (Medicare en Medicaid niet meegerekend). Ervan uitgaande dat deze subsidies met 2% dalen, zou dit neerkomen op meer dan USD 10 miljard aan bezuinigingen en 115.000 banen die verloren gaan.

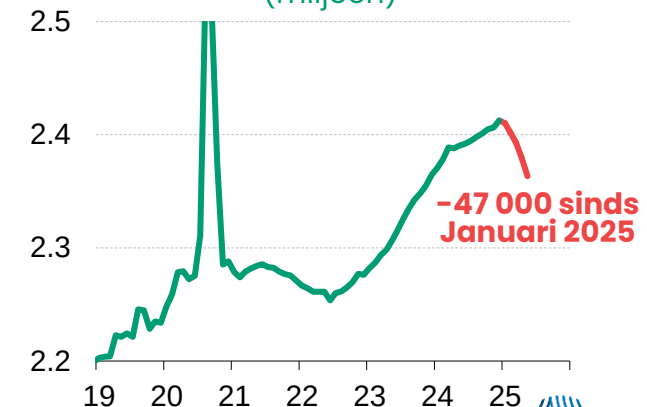
De werkgelegenheid in de privésector zou met bijna 250.000 afnemen in een scenario van gematigde bezuinigingen (-5%/-2%/-2%), maar met bijna 500.000 als de bezuinigingen ingrijpender zijn (-10%/-4%/-4%).

→ Alles bij elkaar zou de werkgelegenheid met 450.000 tot 800.000 kunnen dalen... zonder rekening te houden met de onzekerheid die het DOGE-beleid met zich meebrengt.

Initiële werkloosheidsaanvragen van werknemers van de federale overheid



Federale werknemers ex-postdienst (miljoen)



Wat is in de "House Reconciliation Bill" ? (I)

House Reconciliation Bill (USD miljard, over 10 jaar)

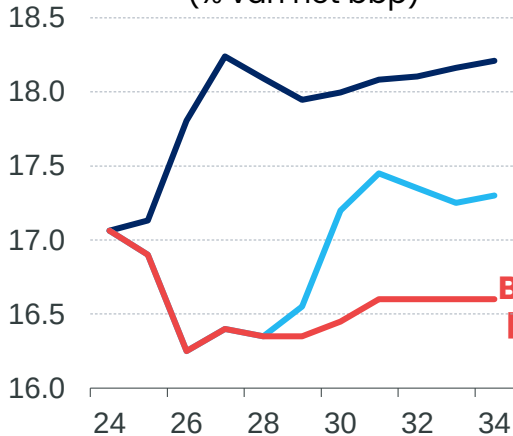
	Zoals geschreven in de wet	Indien permanent gemaakt
Verlengen & TCJA individuele bepalingen uitbreiden	-3 899	-4 127
De TCJA-bepalingen voor bedrijven nieuw leven inblazen	-270	-737
Nieuwe belastingverlagingen	-662	-1 447
Totale belastingverlagingen	-4 831	-6 311
Belastingverhogingen*	1079	1079
Leger	-144	-410
Rechterlijke macht	-9	-90
Binnenlandse Veiligheid	-79	-120
Totale uitgaven stijgen	-232	-448
Financiële diensten	5	5
Natuurlijke hulpbronnen	18	18
Vervoer & Infrastructuur	37	37
Oversight & Overheidshervorming	12	12
Landbouw	238	238
Onderwijs & Personeel	349	349
Energie & Handel	1086	1086
Interacties	-175	-175
Totale bezuinigingen	1 570	1 570
Interesten	-561	-725
Totaal effect op het tekort	-2 975	-4 835

(*) EV-belastingkredieten intrekken, andere IRA-kredieten intrekken of hervormen, de Affordable Care Act-betalingen aan immigranten verlagen...

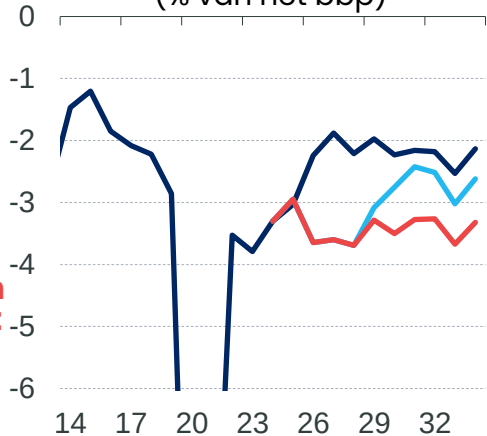
42

	Zoals geschreven in de wet	Indien permanent gemaakt
Geen belasting op fooien tot 2028	-40	-120
Geen belasting op overwerk tot 2028	-124	-380
Hogere standaardaftrek voor senioren tot 2028	-66	-165
Geen belasting op autoleningen tot 2028	-58	-180
Gezondheidsbesparingen uitbreidingen	-44	-44
Maak "MAGA-rekeningen" aan	-17	-35
Andere individuele belastingverlagingen	-48	-80
Expensatie van fabrieken toestaan tot 2028	-148	-300
Belastingkrediet voor schone brandstoffen verlengen tot 2031	-45	-60
Andere zakelijke en gerelateerde belastingverlagingen	-72	-74
Nieuwe belastingverlagingen	-662	-1 447

Inkomsten federale overheid (% van het bbp)

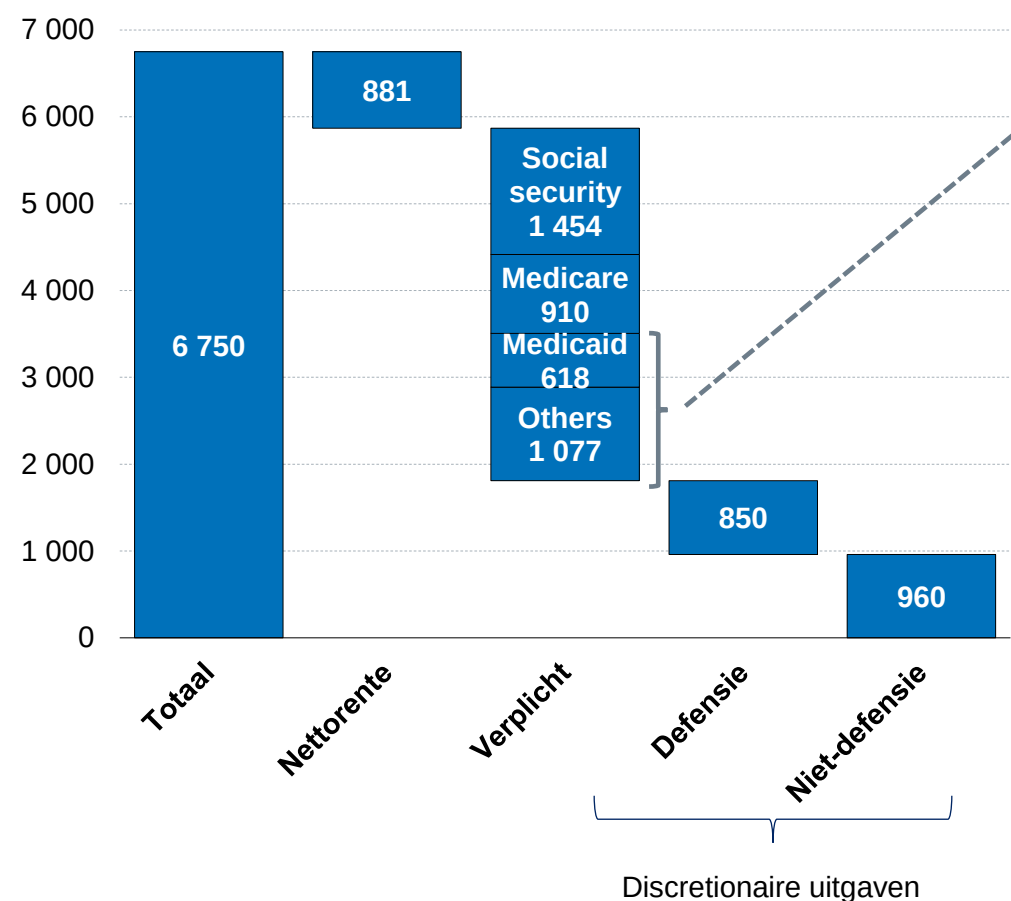


Primair saldo federale overheid (% van het bbp)

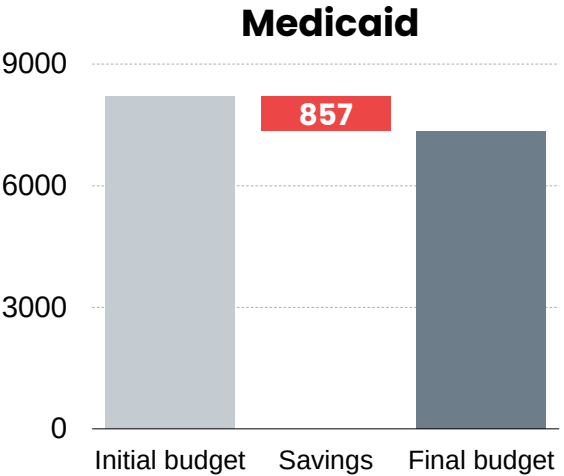


Wat is in de "House Reconciliation Bill" ? (II)

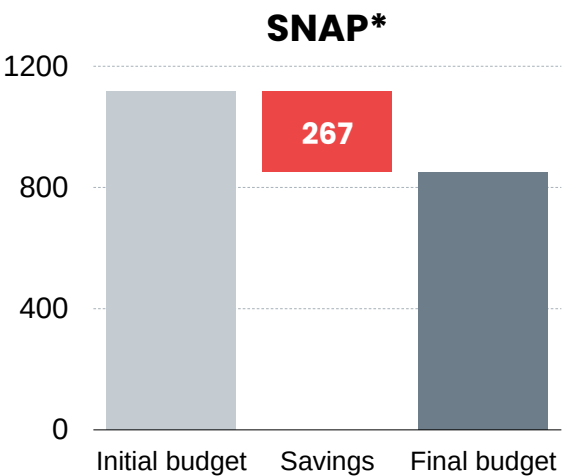
Uitgaven federale overheid in 2024
(USD miljard, begrotingsjaar)



Besparingen op de uitgaven die zijn opgenomen in de begrotingsresolutie van het Huis
(USD miljard, over 10 jaar)



Volgens de voorspellingen van het *Congressional Budget Office* zal de wetgeving in haar huidige vorm ertoe leiden dat minstens 10,9 miljoen Amerikanen onverzekerd zullen worden.

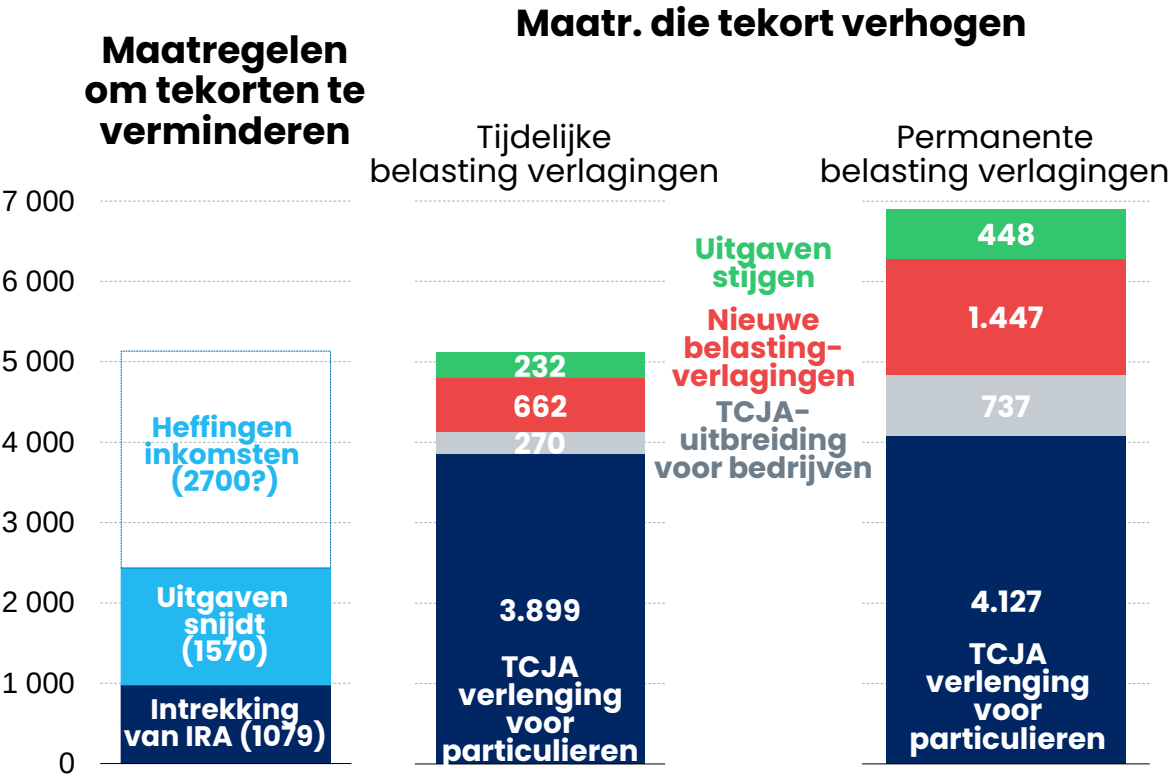


Bijna 11 miljoen mensen - ongeveer 1 op de 4 SNAP-deelnemers, waaronder meer dan 4 miljoen kinderen en meer dan een half miljoen volwassenen van 65 jaar of ouder en volwassenen met een handicap - leven in huishoudens die het risico zouden lopen om op zijn minst een deel van hun voedselhulp te verliezen.

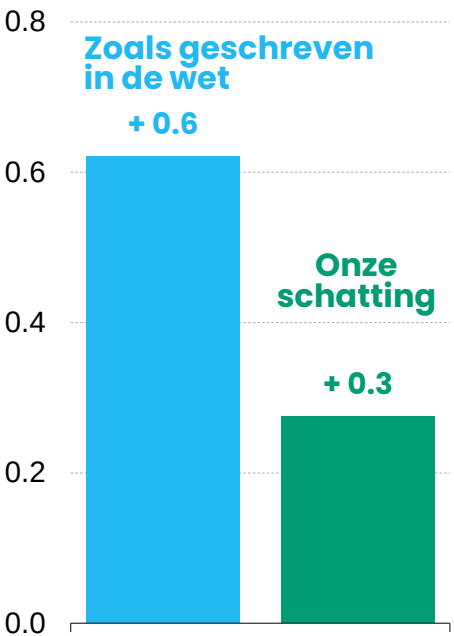
*Supplemental Nutrition Assistance Program

De “one big beautiful bill” zou de activiteit slechts matig moeten ondersteunen...

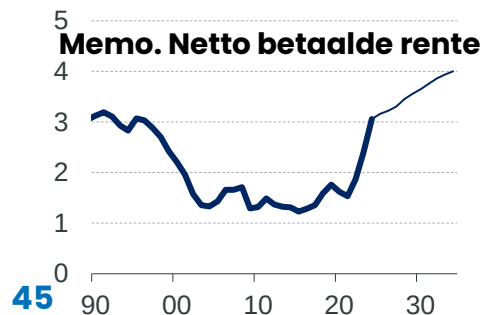
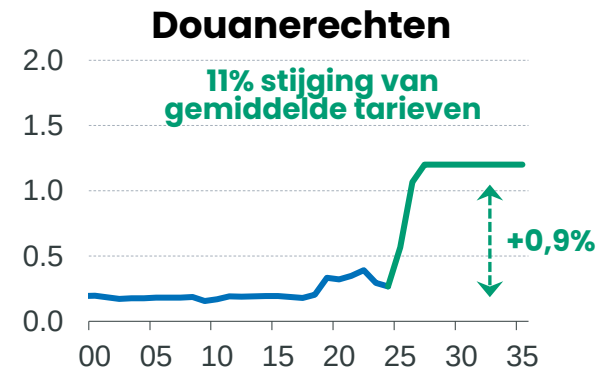
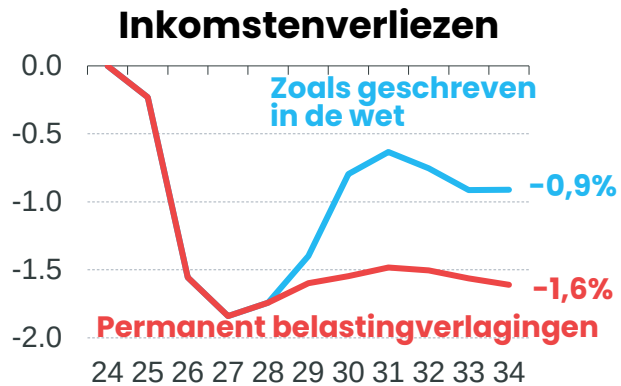
House Reconciliation Package (USD miljard, over 10 jaar)



Fiscale impuls in 2026 (% van bbp, kalenderjaar)

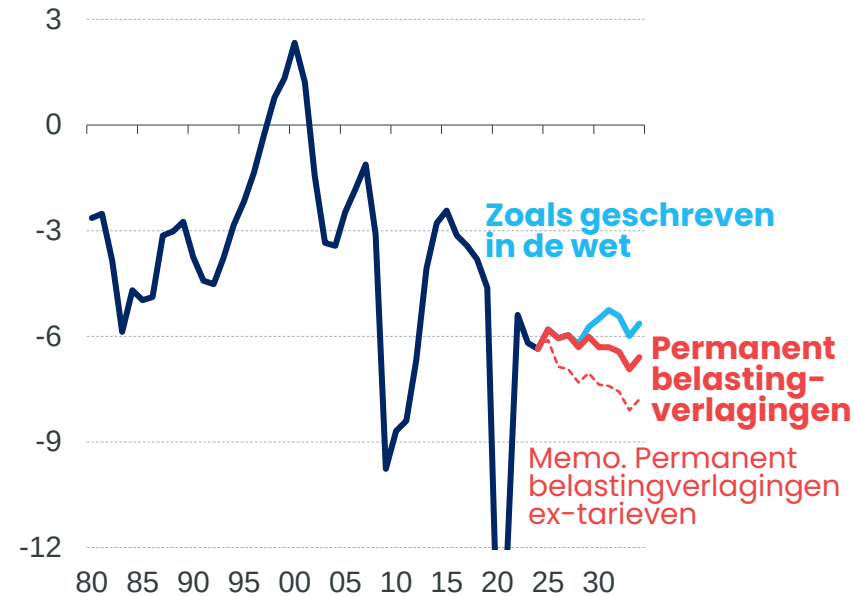


... en zal het begrotingssaldo verder verslechteren

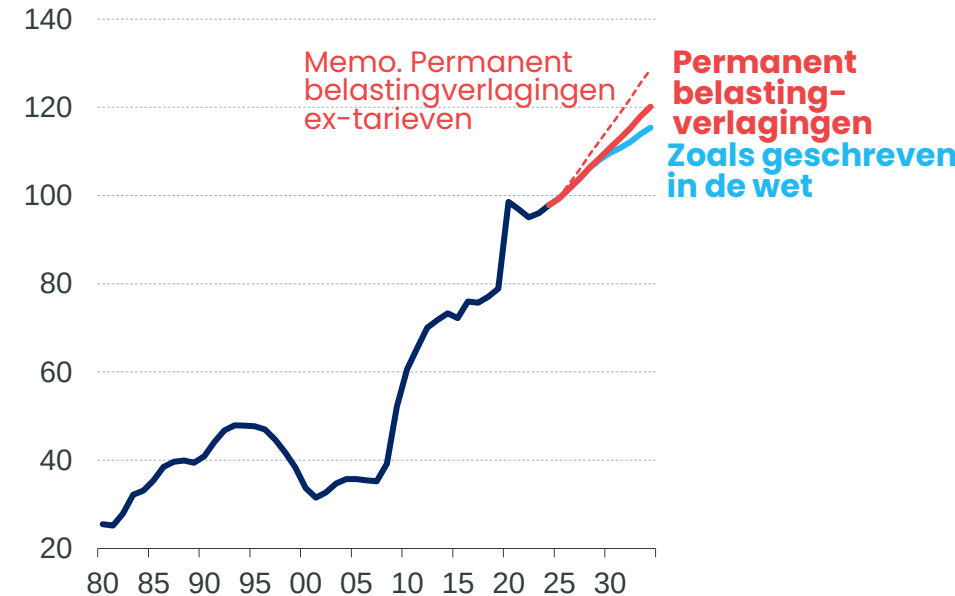


Begrotingssaldo en schuld van de federale overheid (% van het bbp)

Begrotingsbalans

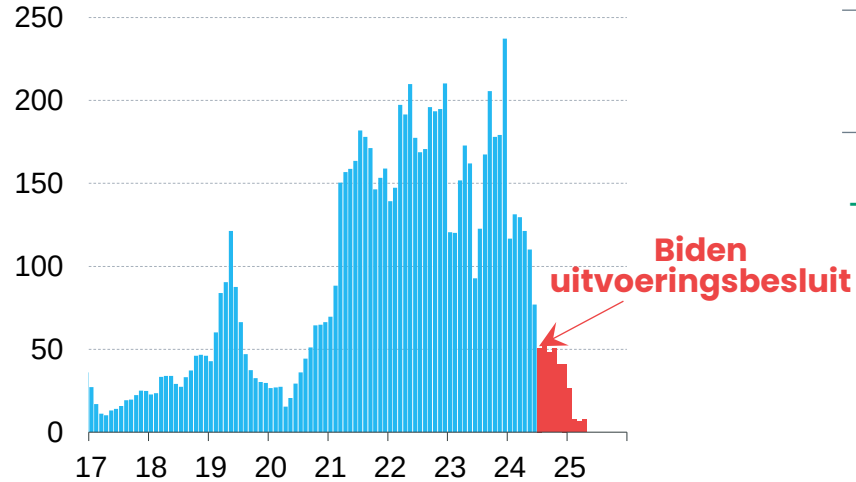


Schuld van de federale overheid



Illegale immigratie is gestopt, en de deportaties zijn begonnen

**Land in het zuidwesten
grensontmoetingen
tussen havens van binnenkomst**
(duizenden per maand, alleen volwassenen)



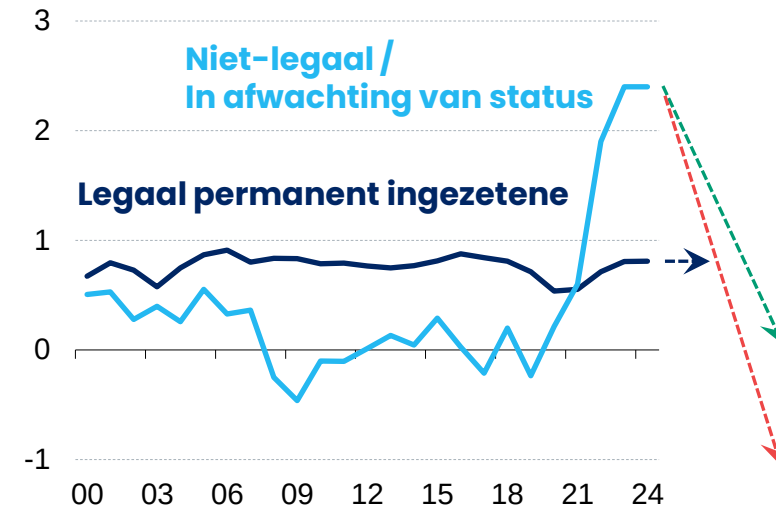
ICE & CBP-arrestaties
(duizenden per maand)



Immigratie

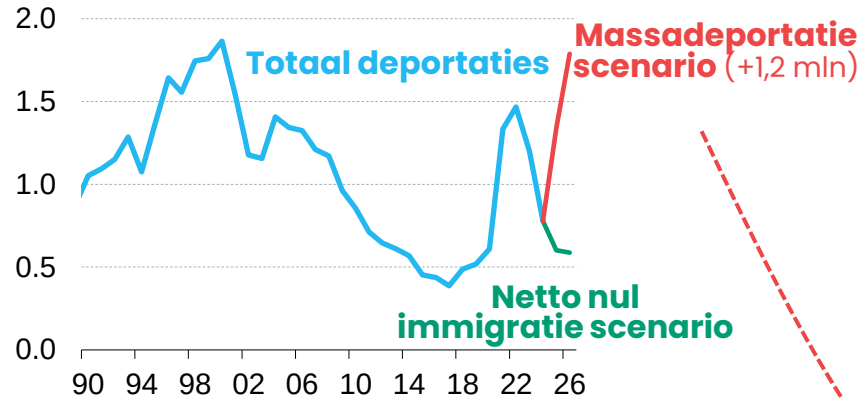
- Als illegale immigratie gewoon wordt "gestopt" in 2025, zou de toename van de 25-54 jaar beroepsbevolking met 60.000 mensen per maand afnemen en die van de beroepsbevolking met 40.000. In plaats van met 0,8% per jaar te groeien zal de beroepsbevolking slechts met +0,5% groeien.
- Het uitzetten van 1,2 miljoen illegale migranten volgend jaar zou de groei van de beroepsbevolking dicht bij 0% brengen.

Netto immigratie per type
(jaar op jaar, miljoen)

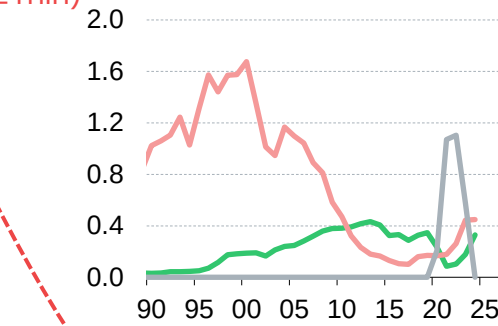


Toch hebben we nog geen massadeportaties gehad... nog niet!

Netto illegale immigratie
(miljoenen, jaarlijks percentage, boekjaren)



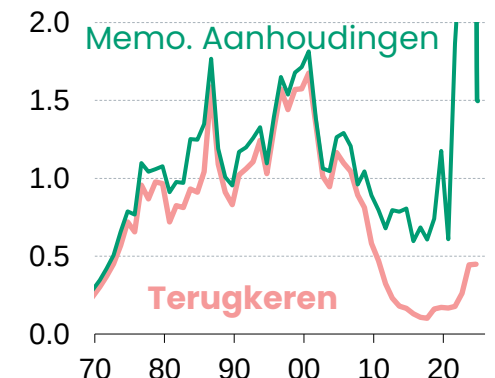
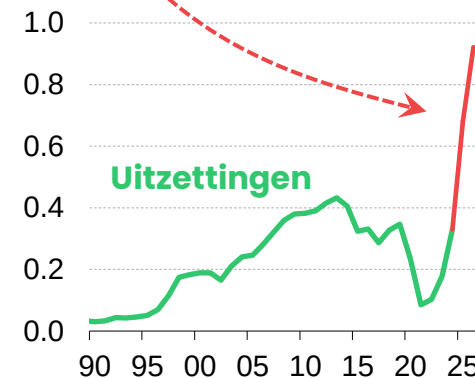
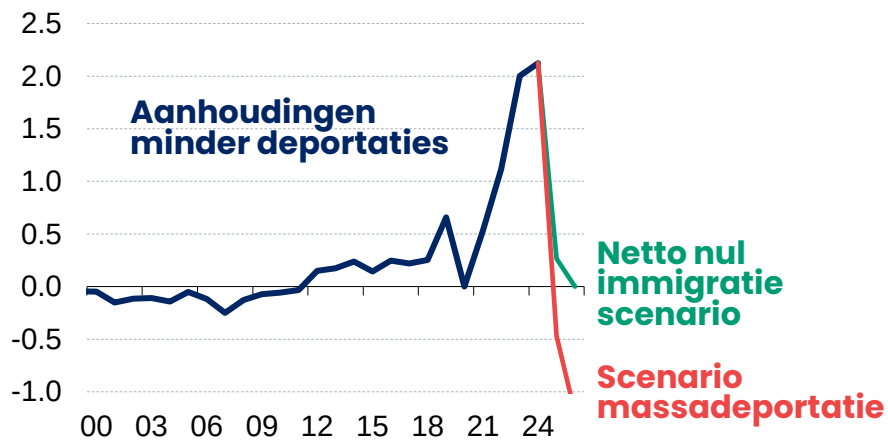
Totaal deportaties
(in miljoenen, op jaarbasis)



Terugkeer behelst de verplichte verplaatsingen van niet-ontvankelijke of uitzetbare niet-burgers uit de VS. Ze omvatten "administratieve" aangiften (ingetrokken toelatingsverzoeken) en "vrijwillige" aangiften.

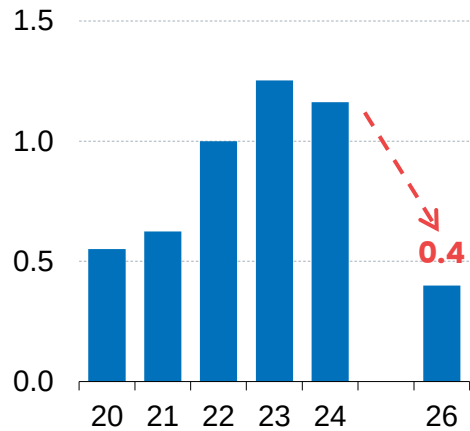
Uitzettingen zijn verplichte verplaatsingen uit de VS van niet-ontvankelijke of uitzetbare niet-staatsburgers op basis van een uitzettingsbevel. Als een niet-burger wordt uitgezet, worden er administratieve of strafrechtelijke gevolgen verbonden aan latere terugkeer.

Uitzettingen werd besloten om volksgezondheidsredenen als reactie op de COVID-19 pandemie.

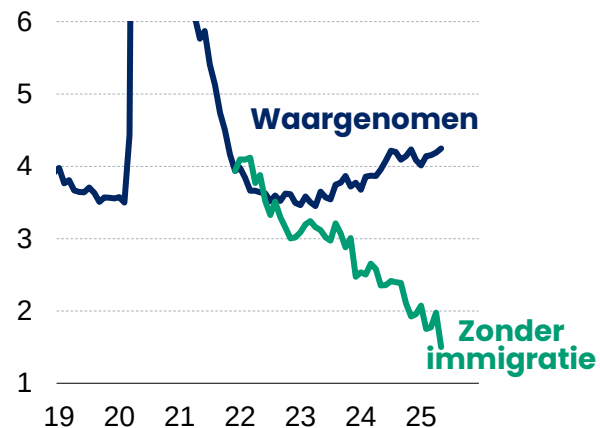


Het verwijderen van illegale migranten zal de potentiële groei onder de 1,5% duwen...

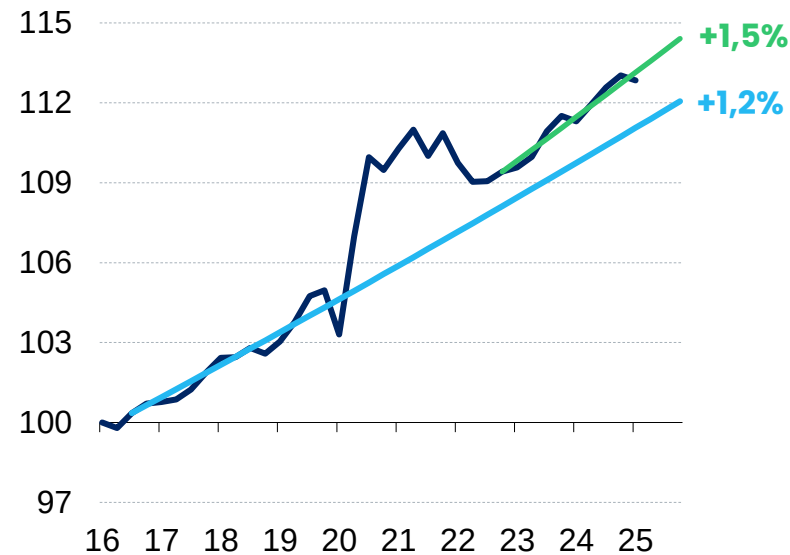
Beroepsbevolking
(% jaar op jaar)



Memo. Werkloosheidsgraad
(%)



Reëel bbp per werknemer
(2016 K1 = 100)



Gezien de vertraging van de immigratie wordt de potentiële groei van de Verenigde Staten geschat op maximaal 2%:

$$0,5\% + 1,2 / 1,5\% = 1,7 / 2,0\%$$

Beroepsbevolking	Reëel bbp per werknemer	Potentiële groei
------------------	-------------------------	------------------

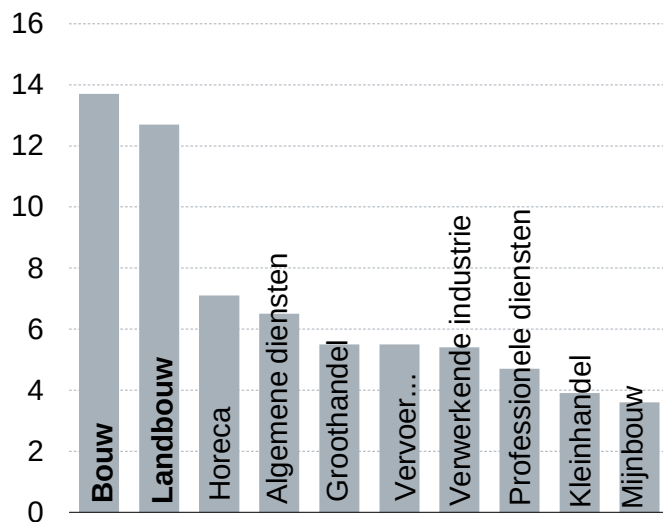
Het verwijderen van 1,2 miljoen illegale migranten per jaar zou de potentiële groei in het beste geval terugbrengen tot 1,5%:

$$0,0\% + 1,2 / 1,5\% = 1,2 / 1,5\%$$



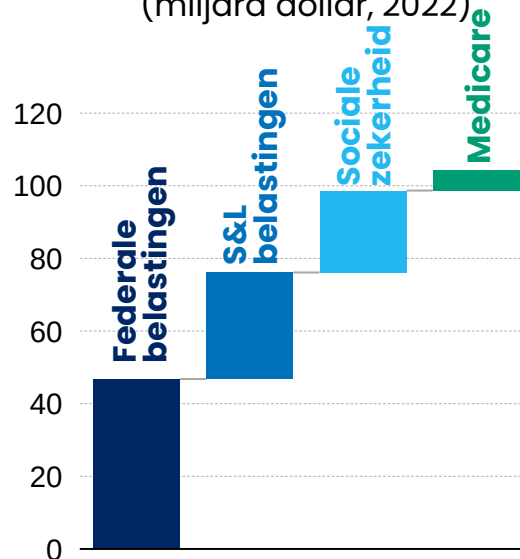
...en zou een kost betekenen hebben voor Amerika, zijn economie en zijn begroting!

Aandeel arbeidsmigranten zonder papieren per sector
(%, 2022)



Er zijn ongeveer 13,3 miljoen migranten zonder legale status in de Verenigde Staten.

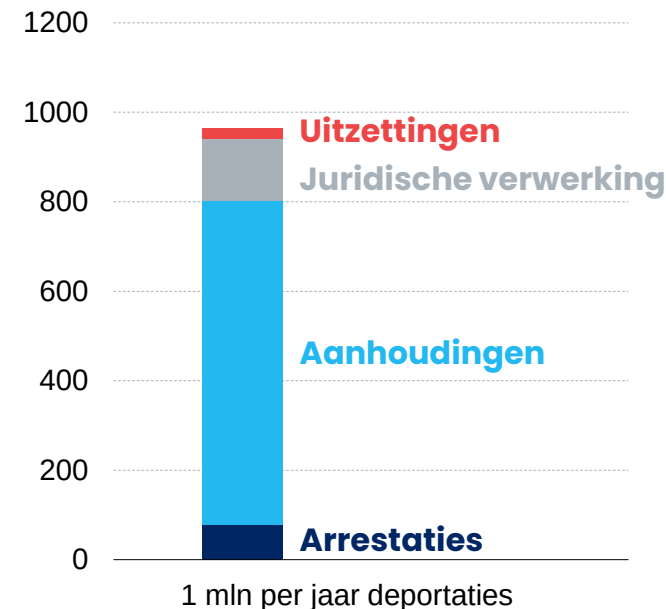
Bijdrage van immigranten zonder papieren aan begrotingsinkomsten
(miljard dollar, 2022)



In vergelijking met autochtone Amerikanen betalen gedocumenteerde en ongedocumenteerde immigranten samen meer belastingen dan ze aan overheidsuitkeringen gebruiken. Cato Institute (2023).

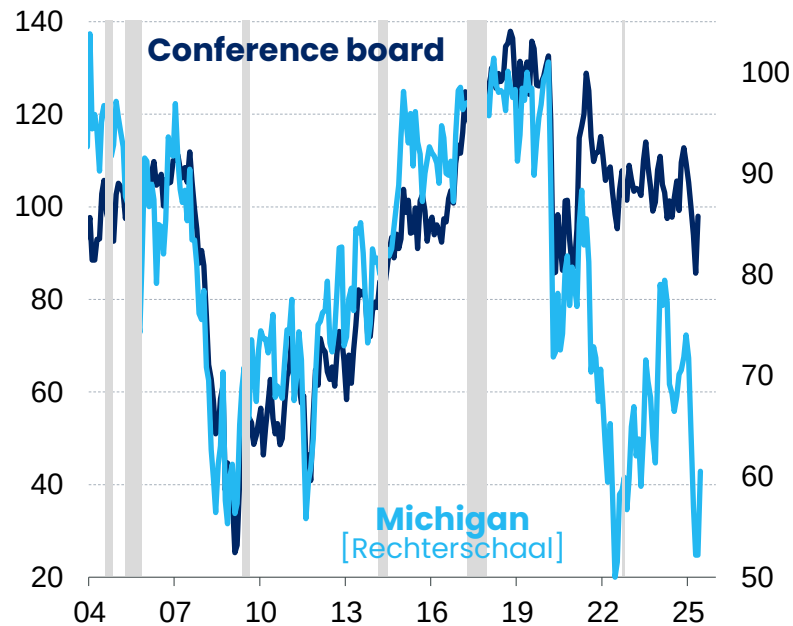
De toename van immigratie verhoogt zowel de federale inkomsten als de verplichte uitgaven in de basisprojecties van het CBO, **waardoor de tekorten in de periode 2024-2034 netto met USD 0,9 biljoen dalen.**

Directe financiële kosten van deportatie 1 miljoen immigranten zonder papieren per jaar over 10 jaar
(miljard USD)

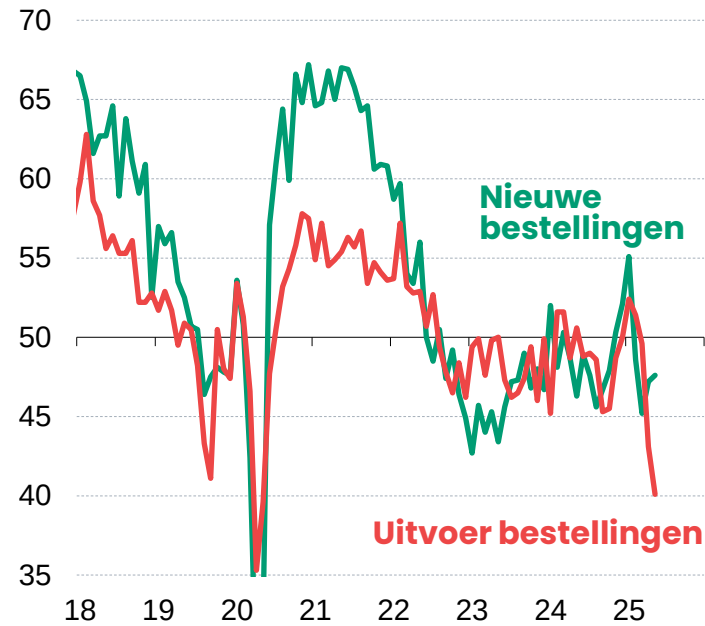


Hoewel de groei tot nu toe veerkrachtig is geweest, heeft beleidsschok het vertrouwen al aangetast

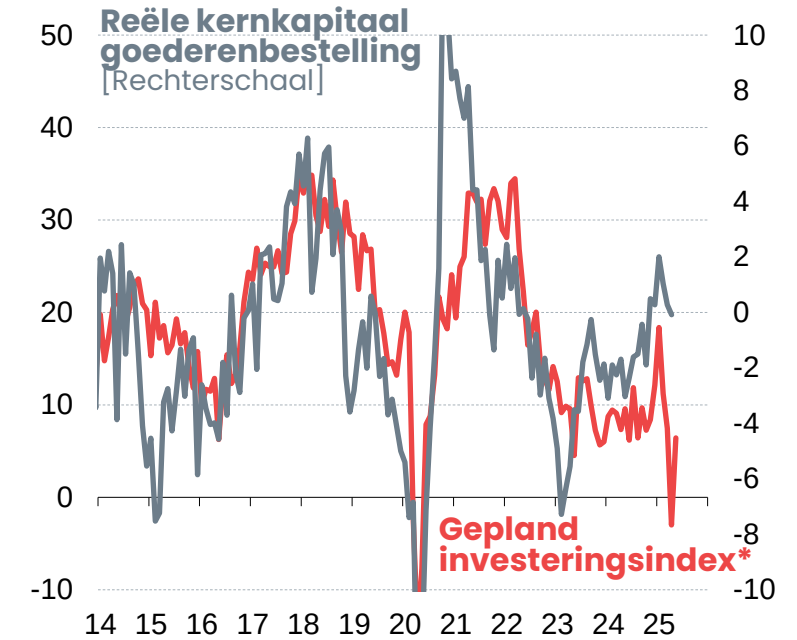
Consumentenvertrouwen



ISM verwerkende nijverheid



Reële kernkapitaalgoederen orders en geplande investeringen

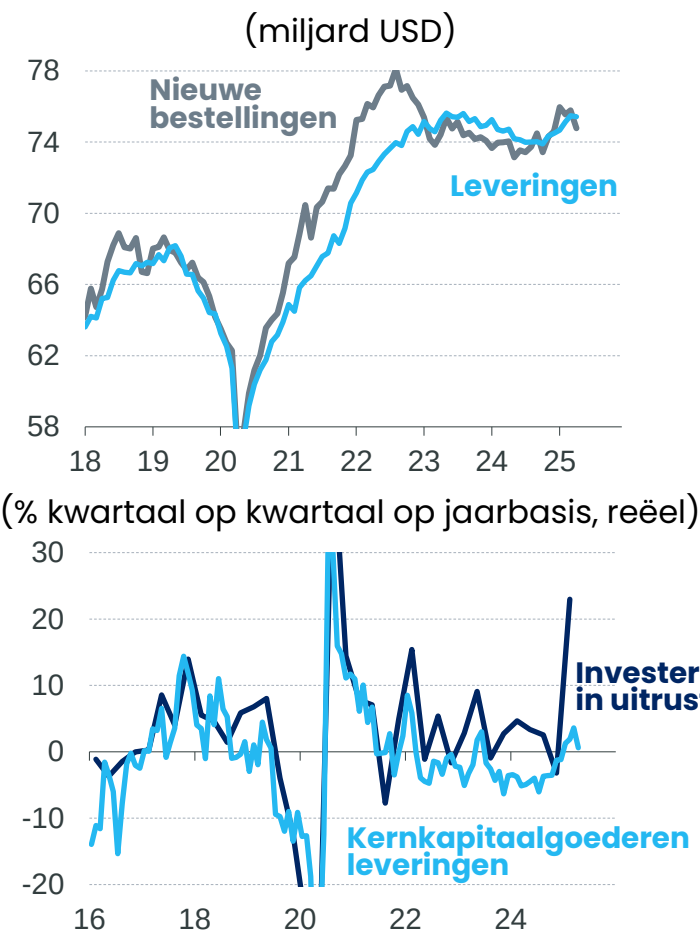


(*) Gewogen gemiddelde van verschillende regionale enquêtes (New York, Philadelphia, Dallas, Kansas, Richmond) volgens grootte economie.

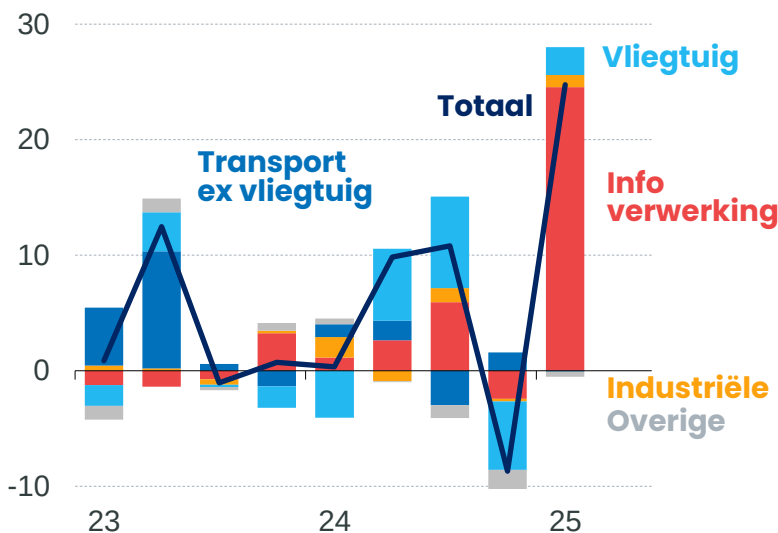


Onzekerheid gaat wegen op bedrijfsinvesteringen

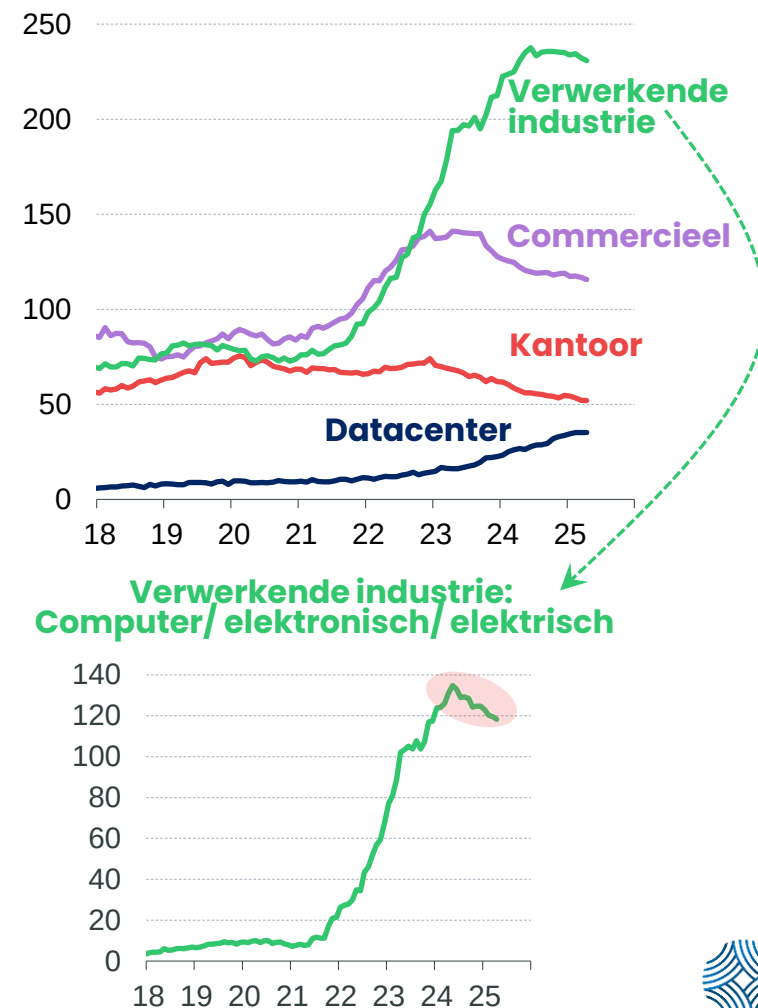
Investering in uitrusting en verschepingen en orders van kapitaalgoederen (niet-defensie ex vliegtuigen)



Bijdrage aan investeringen in uitrusting (% kwartaal-op-kwartaal, op jaarbasis)



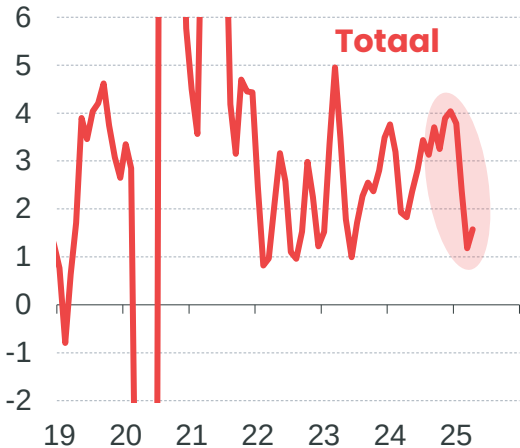
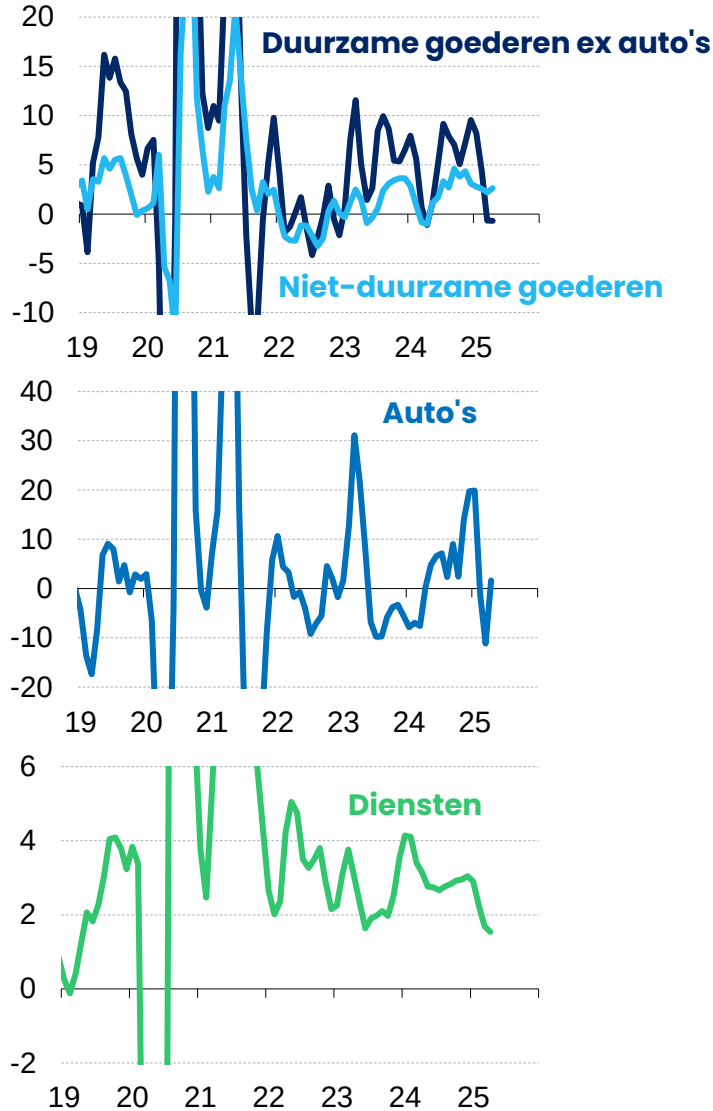
Private investering in niet-residentiële gebouwen (USD miljard, huidige prijzen, jaarlijks percentage)



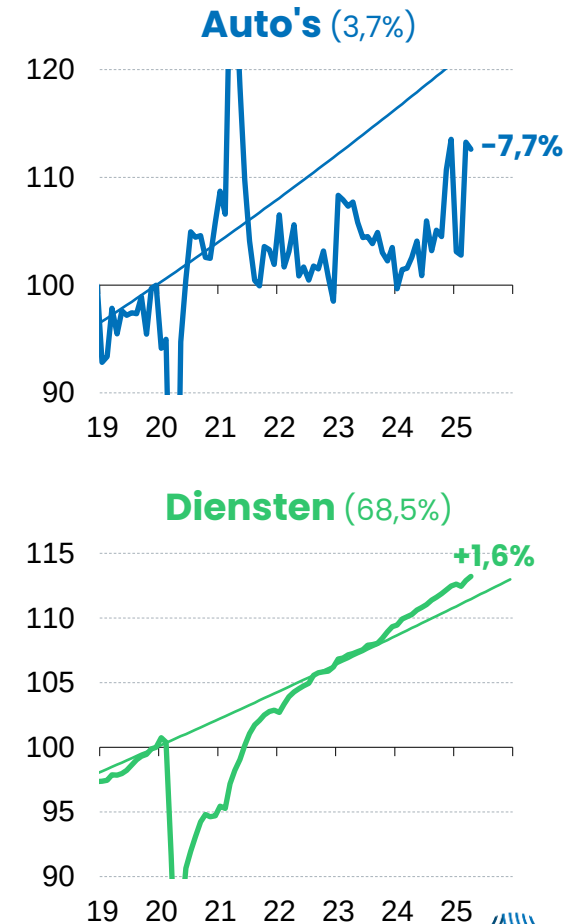
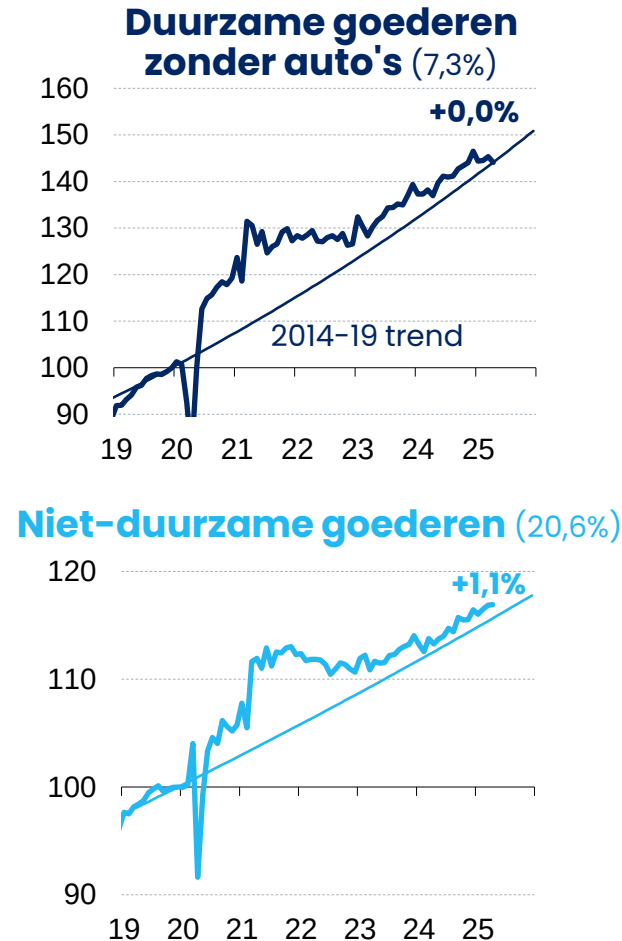
De consumptie is verzwakt, maar nog steeds vrij veerkrachtig

Reële consumptie

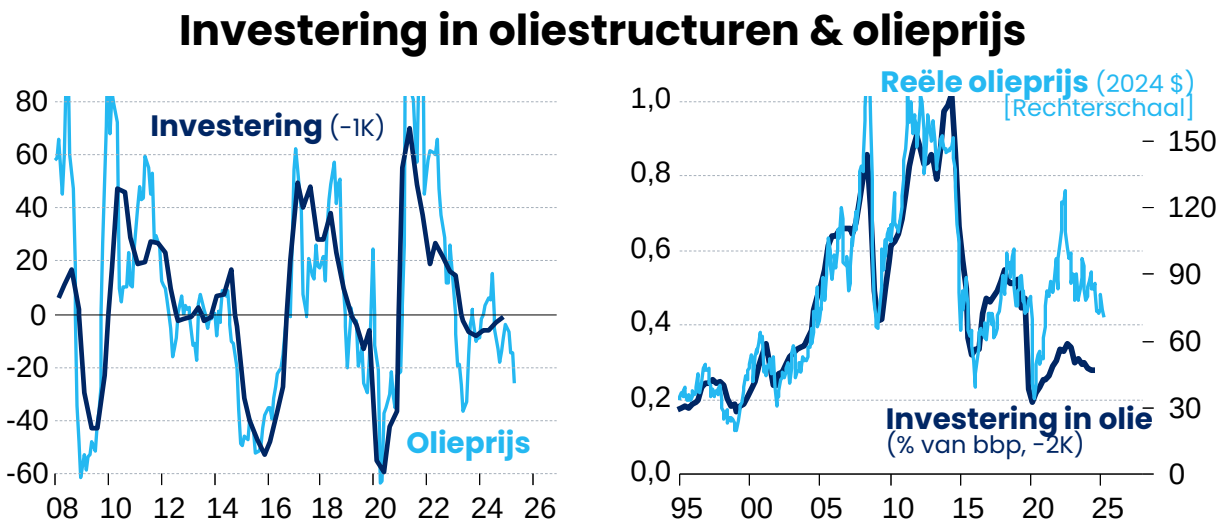
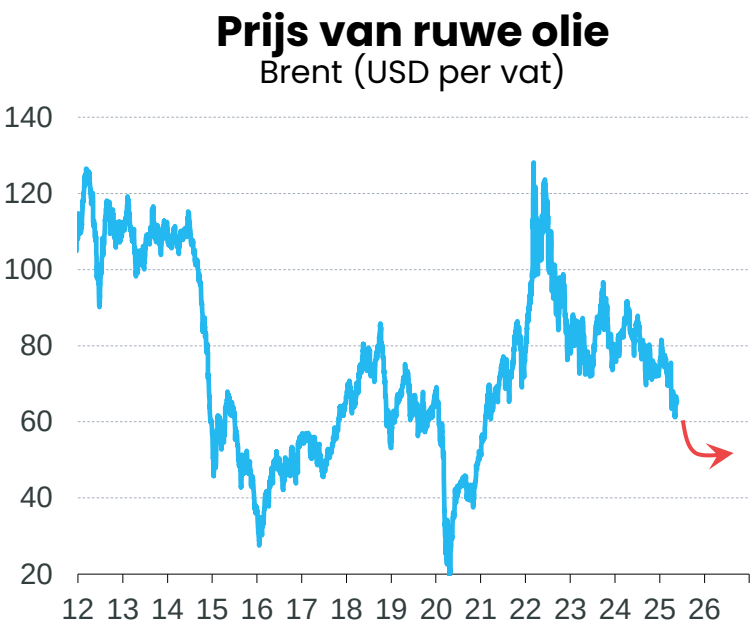
(% bijdrage / 3 maanden op jaarbasis, voortschrijdend gemiddelde 3 maanden)



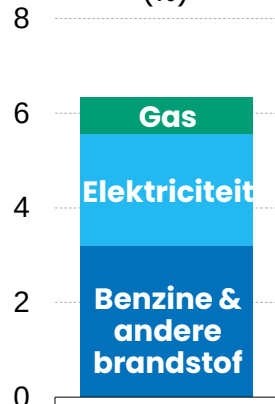
(December 2019 = 100, volume)



Dalende energieprijzen zullen weinig steun bieden...



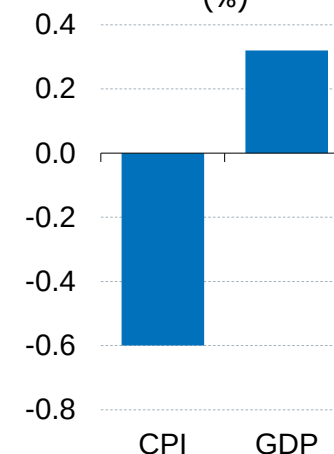
Energie aandeel in CPI (%)



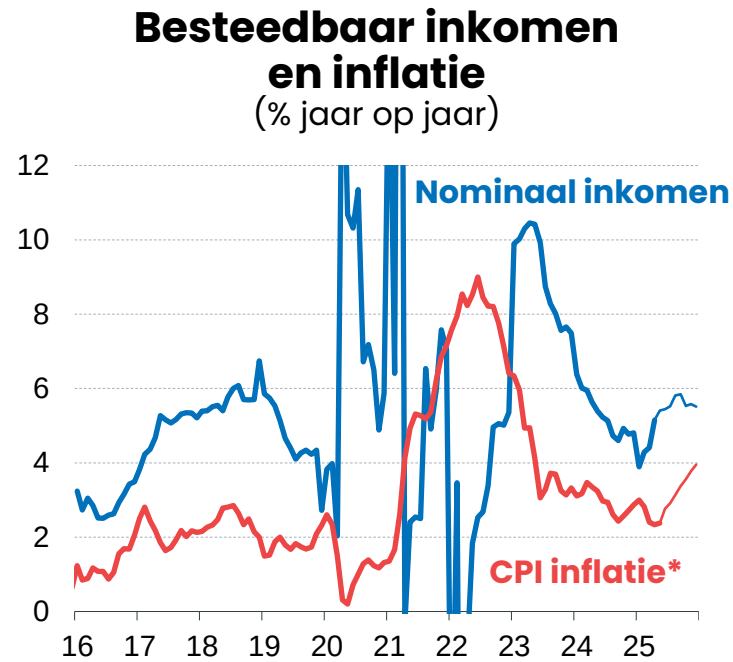
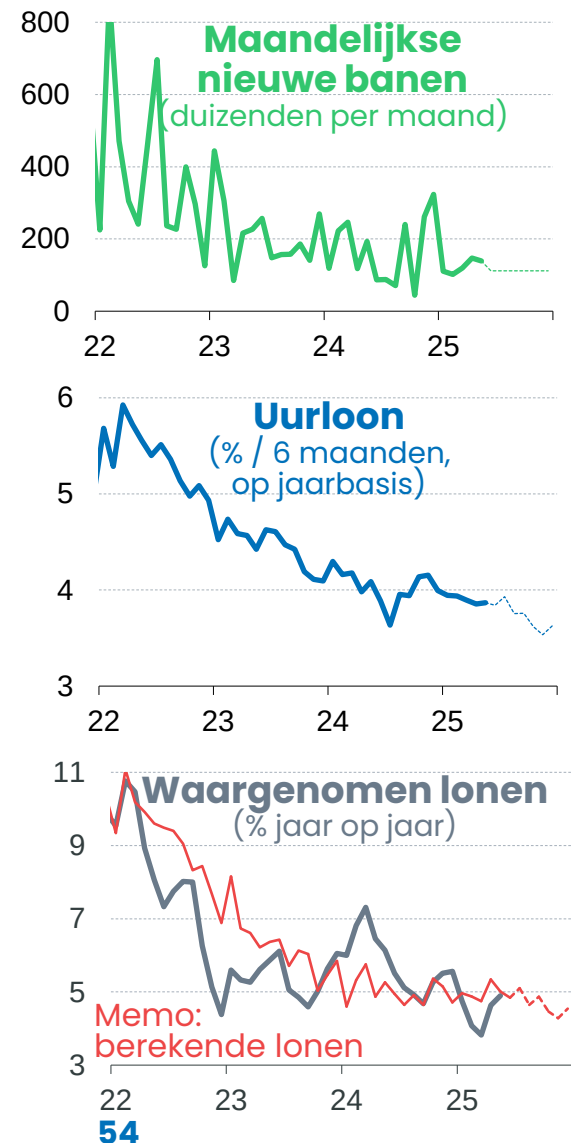
Energie CPI en olieprijs (% jaar op jaar)



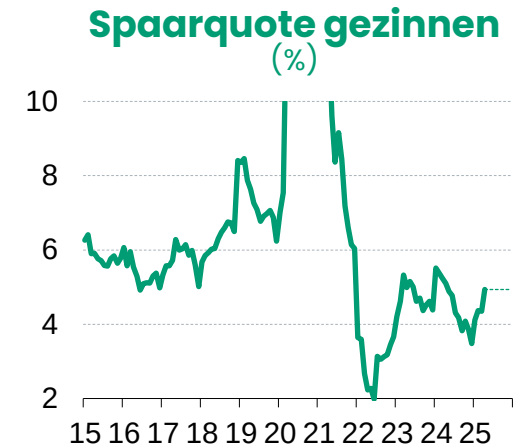
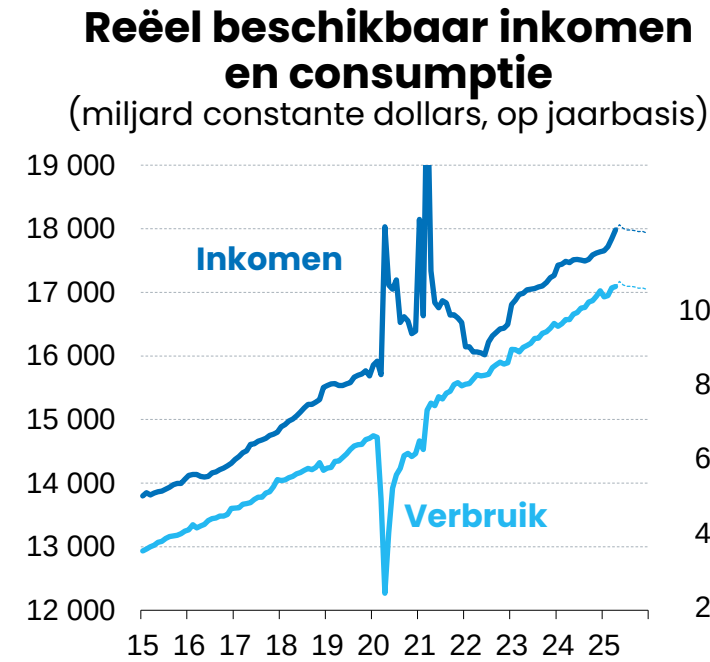
Effect van een olieprijsdaling van USD 75/vat naar USD 50/vat (%)



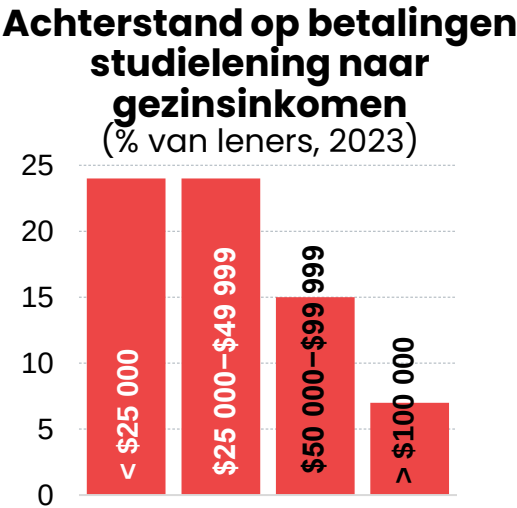
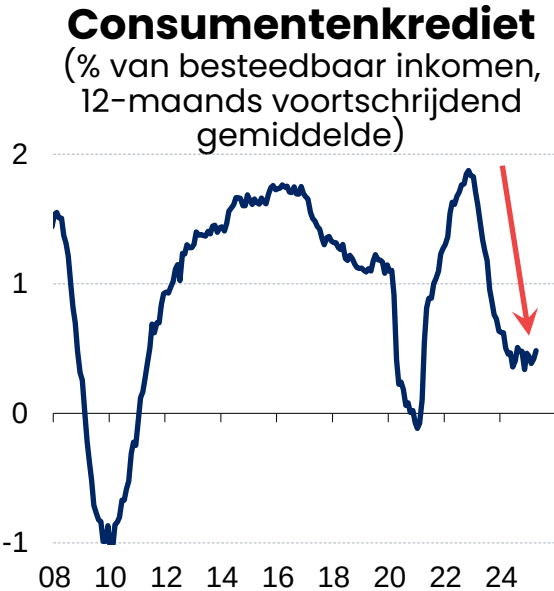
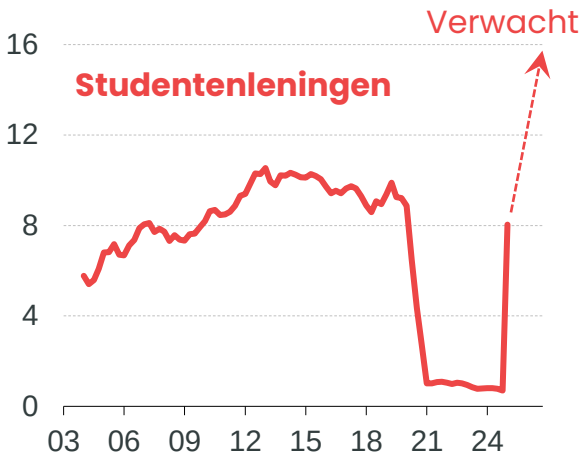
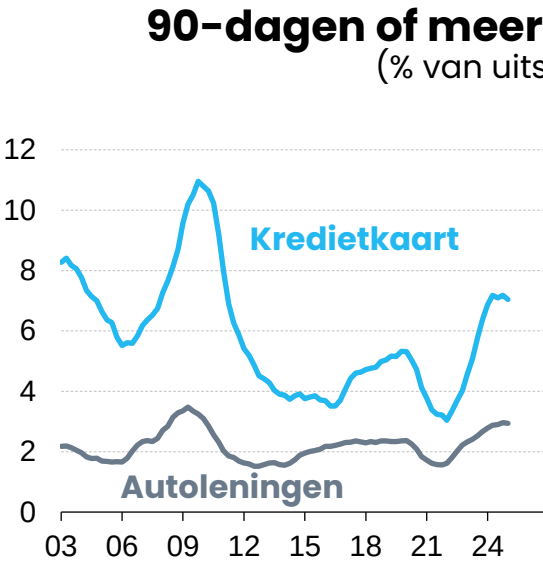
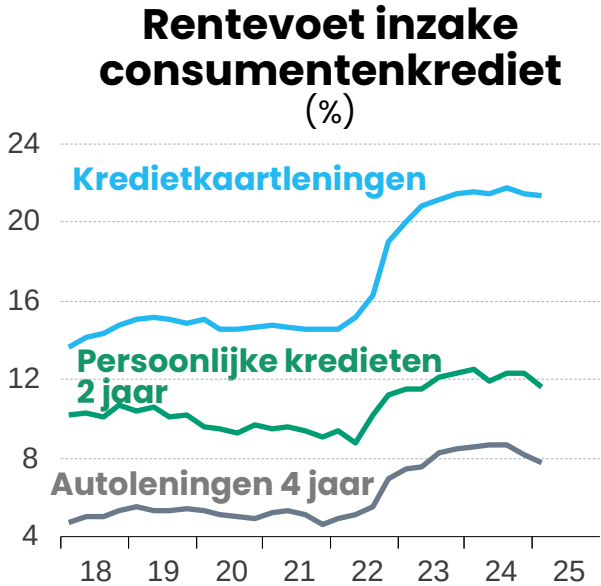
... maar zal de druk op de koopkracht van huishoudens door tarieven niet goedmaken



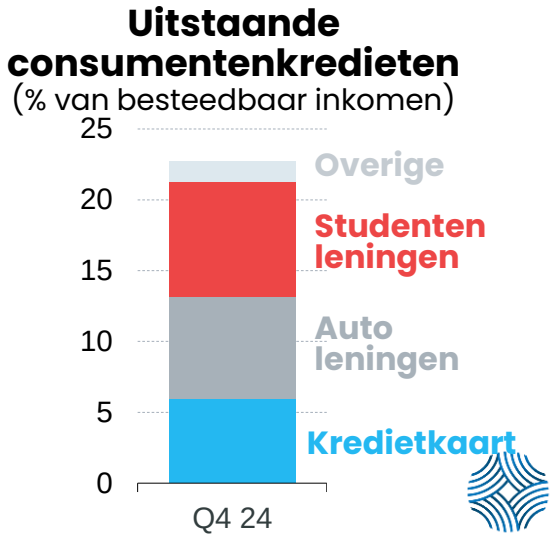
(*) Prognoses gaan uit van extra tarieven van 35% op China, 5% op Mexico & Canada, 15% op "vuile 15", 10% op de rest van de wereld en 25% sectorale tarieven (auto's, staal & aluminium, farma & halfgeleiders).



Trump's hardhandig terugbetalen van studieleningen zal niet helpen

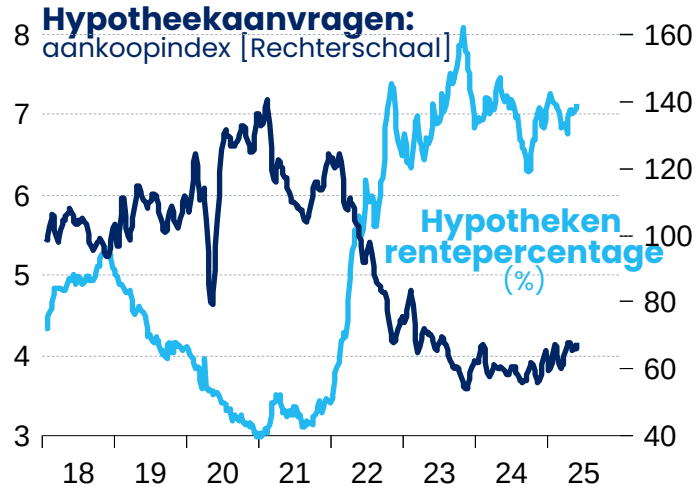


Volgens het ministerie van Onderwijs kunnen er binnen een paar maanden bijna 10 miljoen leners in gebreke blijven. Als dit gebeurt, zal bijna **25 procent van de portefeuille aan federale studieleningen in gebreke blijven**. Als de terugbetalingen terugkeren naar hun trend voor covid, zou dat **op jaarbasis neerkomen op USD 40 miljard aan extra terugbetalingen voor studentenleningen (d.w.z. 0,15% van het bbp)**. Als sommige leners hun achterstallige betalingen uit het verleden moeten inhalen, kan dit aantal verdubbelen.

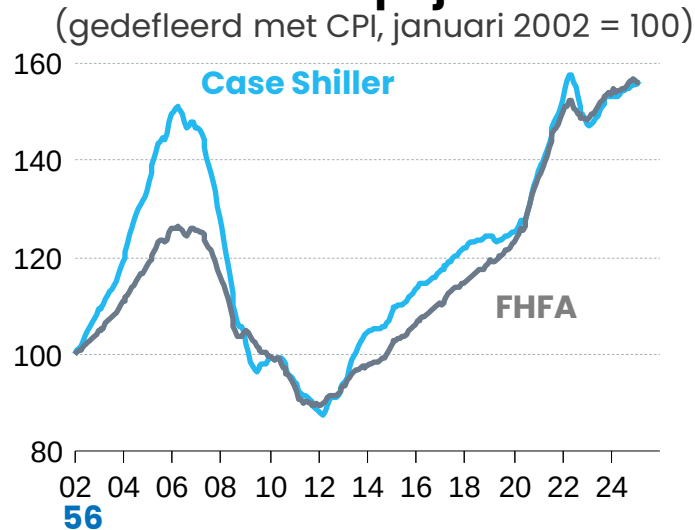


Woninginvesteringen zullen waarschijnlijk geen steun bieden

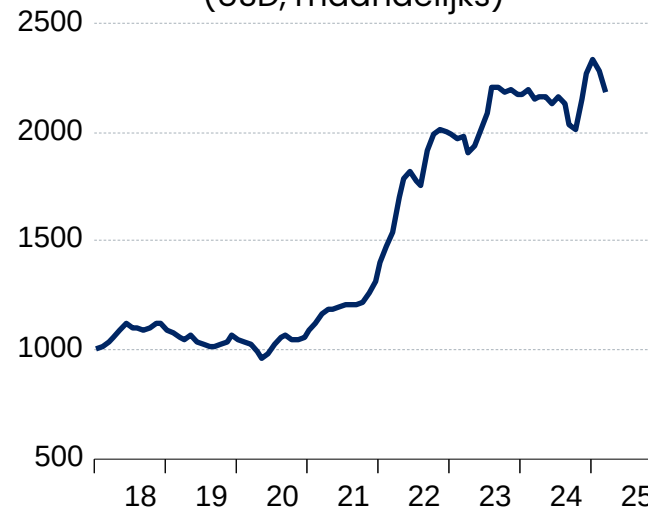
Rentevoeten en hypotheekaanvragen



Huizenprijzen

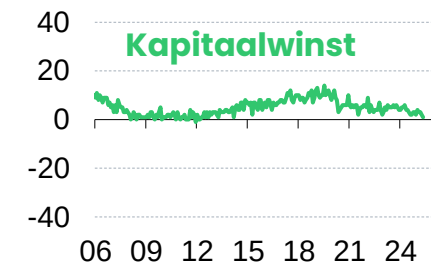
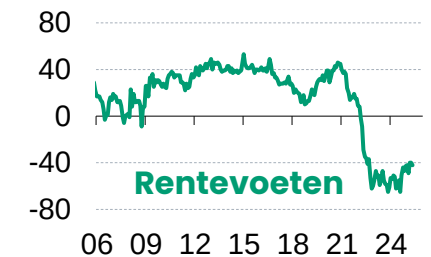
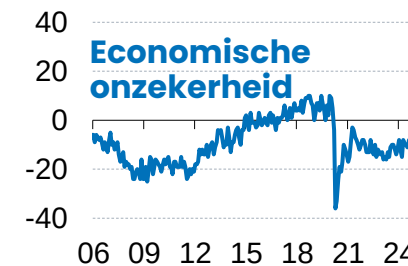


Hypotheekafbetaling op een huis met een mediane prijs (USD, maandelijks)



Koopvoorwaarden voor huizen door geselecteerde redenen (Onderzoek Michigan)

Index koopvoorwaarden*



Binnen de administratie lijken de "gematigden rond handel" de bovenhand te hebben genomen... voorlopig!

Effecten op de economie (%)

Buigen maar niet breken

Beleids-/vertrouwensschok

		bbp	UR	Inflatie		bbp	UR	Inflatie
Heffingen	20% extra op China en 10% universele tarieven (ex Mexico & Canada)	-0,5	+0,5	+0,8	Extra 35% op China, 5% op Mexico & Canada, 15% op de "vuile 15", 10% op de rest van de wereld, 25% sectorale tarieven (auto's, staal & aluminium, farma & halfgeleiders)**	-1,3	+1,3	+2,0
Immigratie	Illegale immigratie wordt gestopt	-0,1	-0,1	-0,3	Deportatie van 0,6 miljoen illegale migranten	-0,2	-0,4	-0,7
Budget	DOGE bezuinigingen + "one big beautiful bill"	+0,2	-0,2		DOGE bezuinigingen + "één grote mooie rekening"	+0,2	-0,2	
Totaal		-0.4	+0,2	+0.5*		-1,3	+0,7	+1.3*

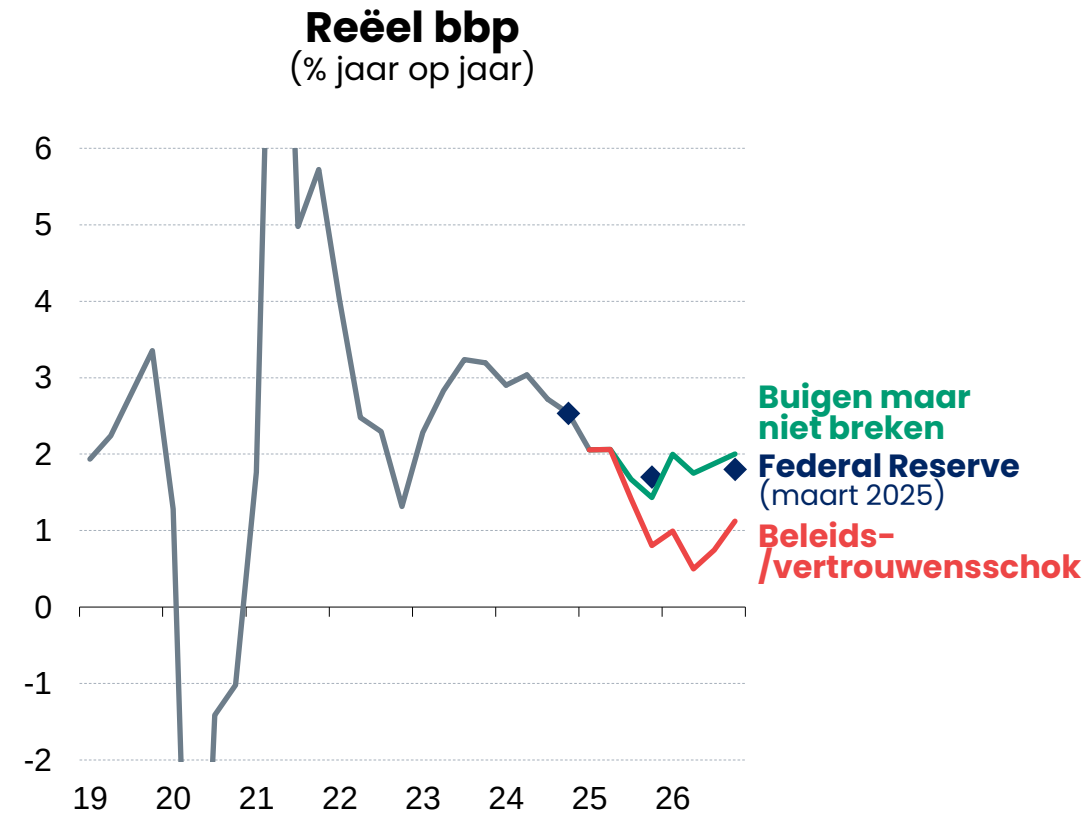
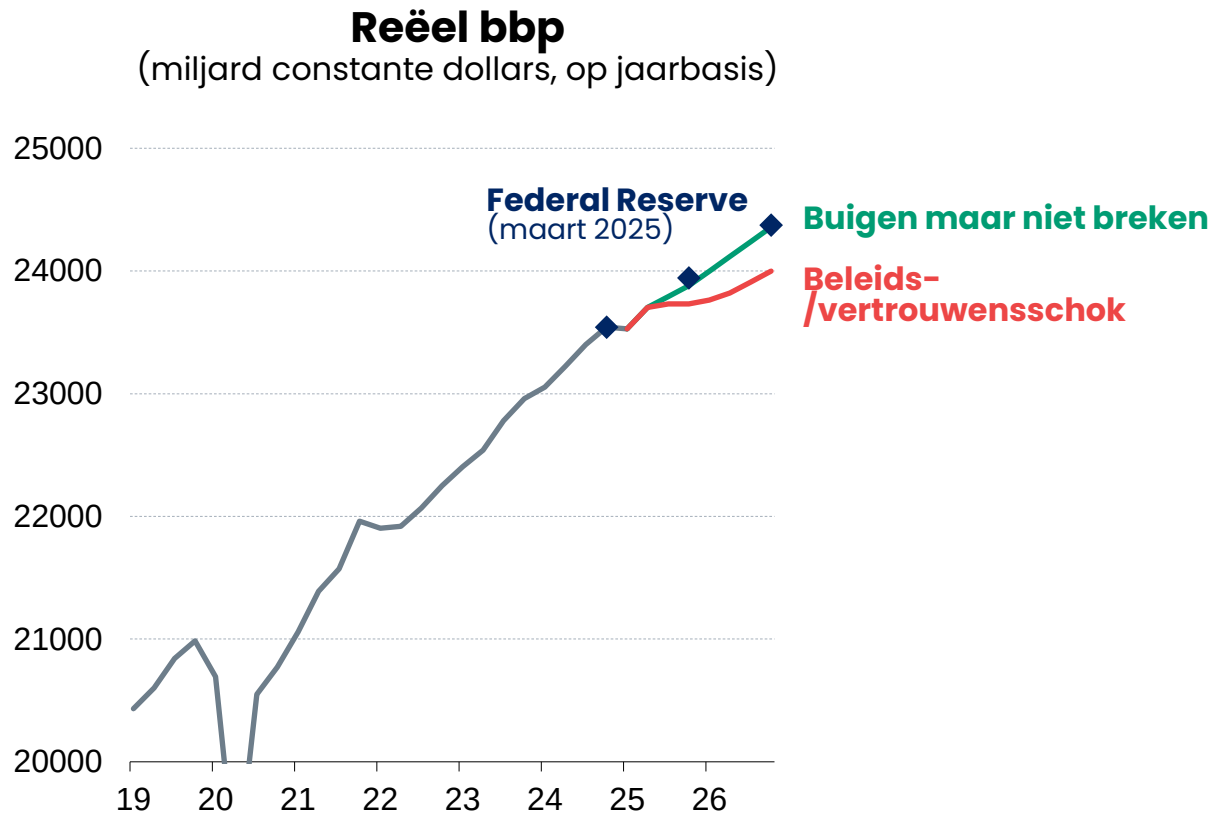
Het mechanische effect van hogere tarieven en het klimaat van onzekerheid leiden tot een duidelijke vertraging van de activiteit.

(*) De inflatie zou licht kunnen worden getemperd door de deregulering in de energiesector.

(**) Gelijk aan 60% extra op China en 10% op RoW

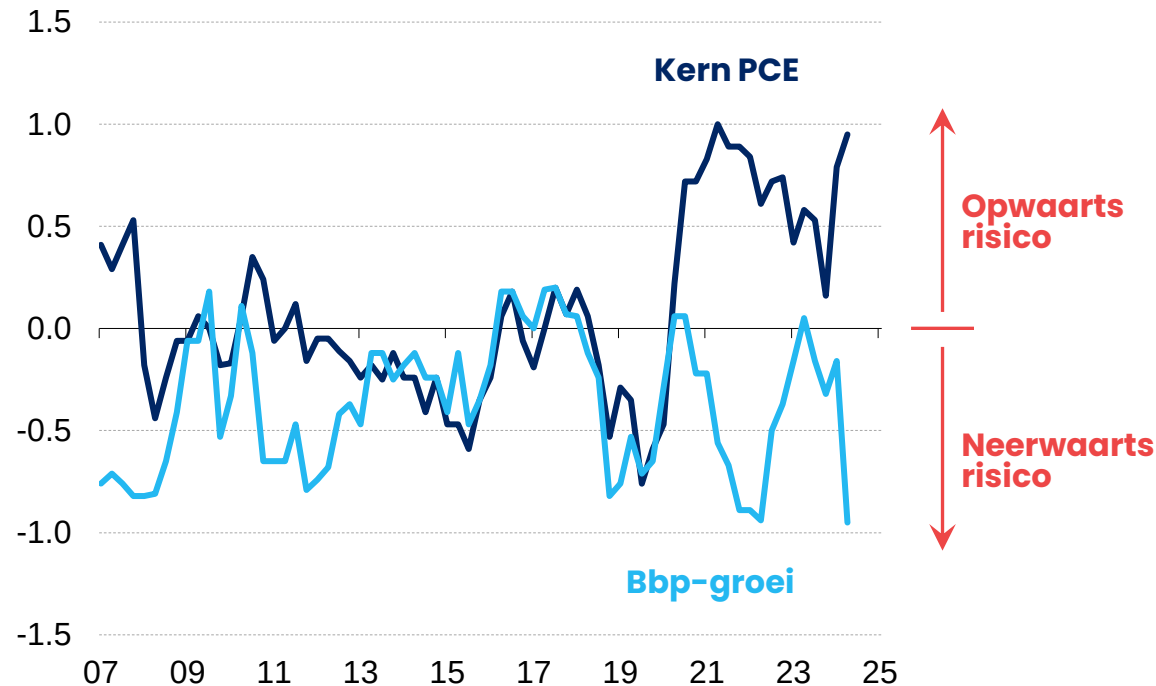


Hogere tarieven en onzekerheid over de handel zullen de groei waarschijnlijk aanzienlijk afremmen

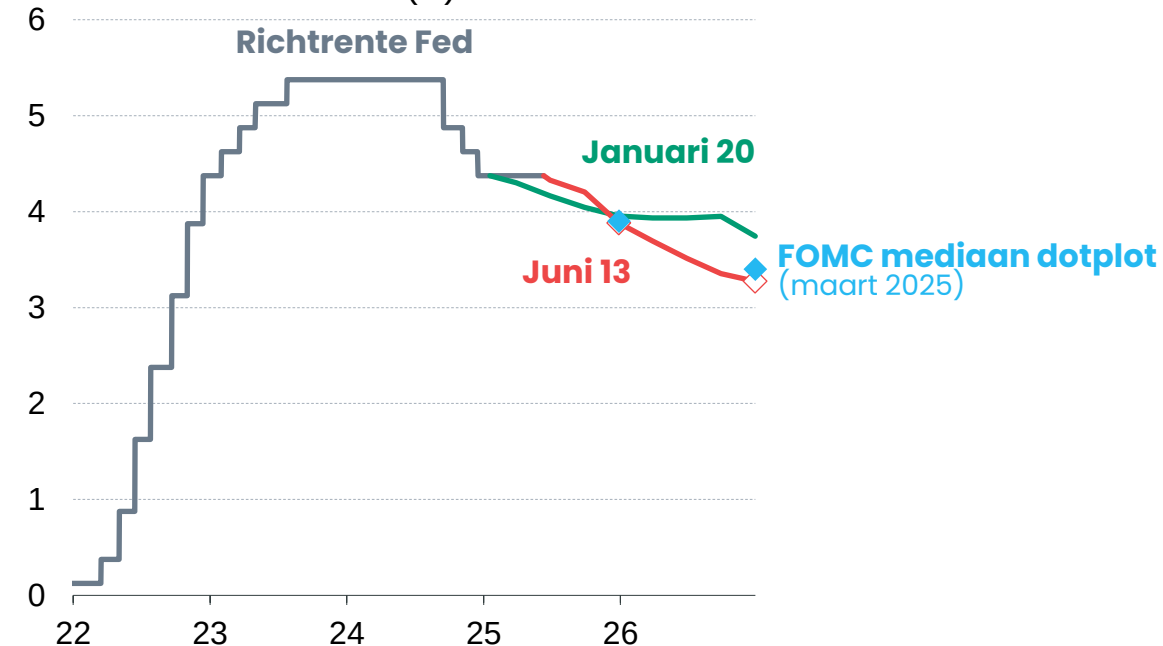


In deze omgeving zal de Federal Reserve geduldig blijven

**Verspreidingsindexen van
risicowegingen van deelnemers**
(>0 = risico's naar boven)

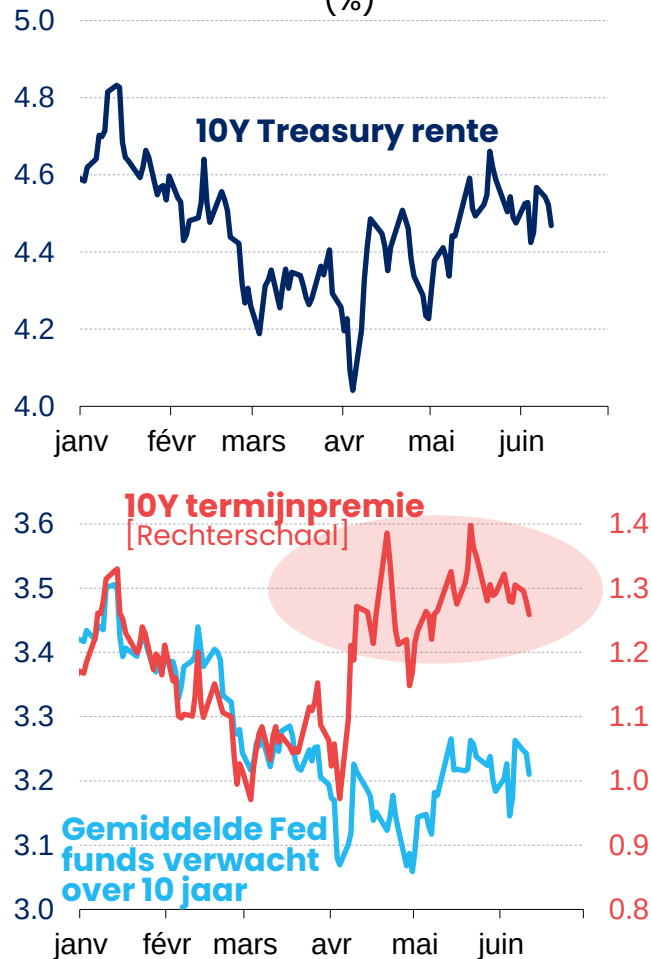


**Fed-funds rente en
verwachtingen**
(%)

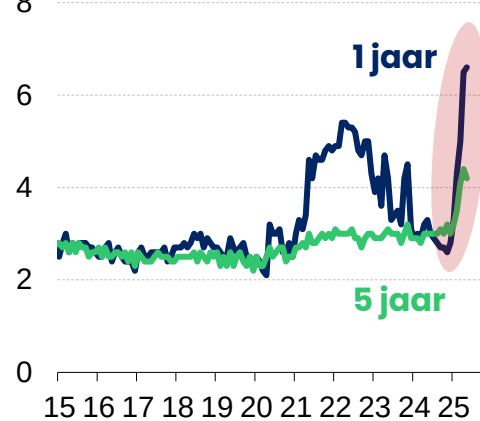


Sinds 2 april is de Amerikaanse 10-jaars Treasury rente gestegen door een stijgende termijnpremie

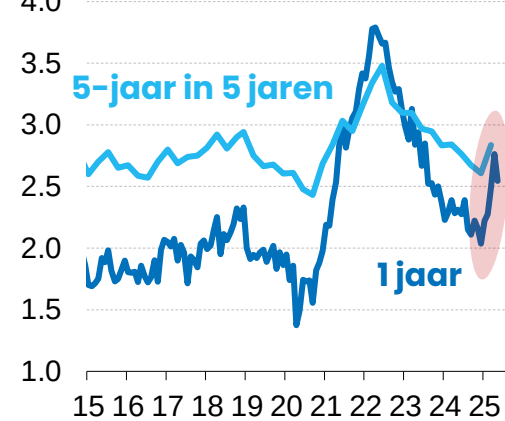
Uitsplitsing van de 10-jaars rente op schatkistpapier (%)



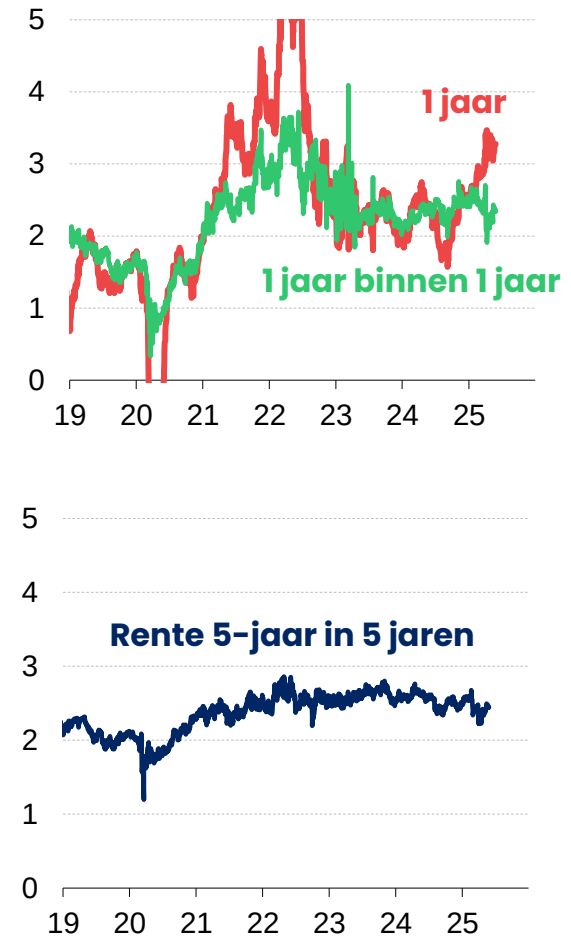
Inflatieverwachtingen van huishoudens
(%, jaarlijks percentage, Michigan-enquête)



Inflatieverwachting en bedrijven
(%, jaarlijks percentage, Atlanta Fed)

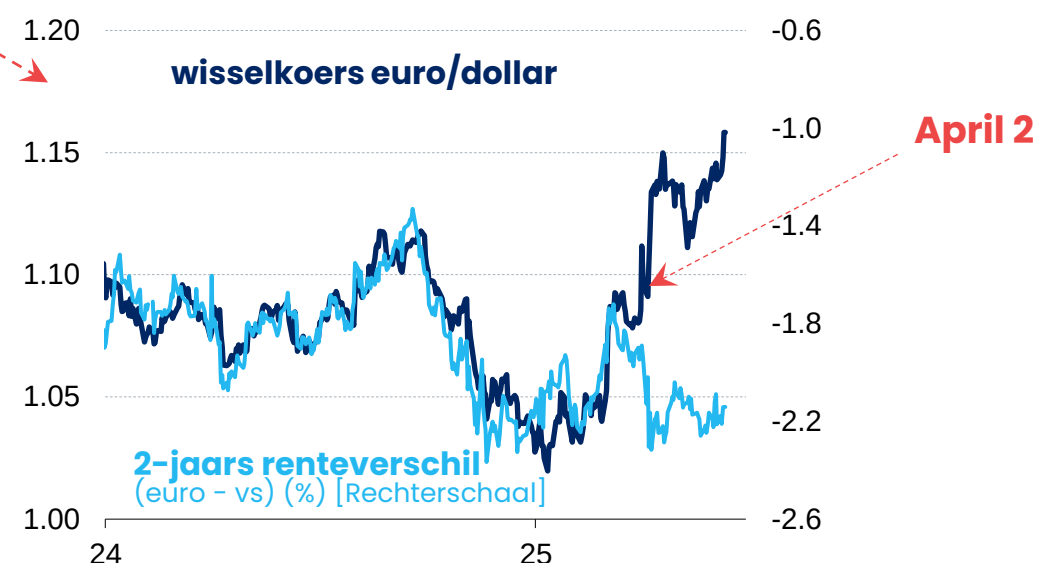
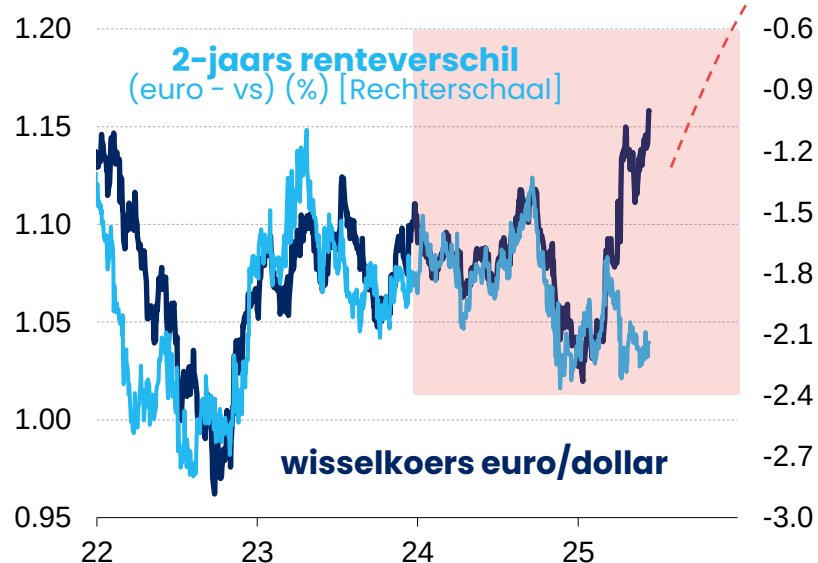


Inflatieverwachtingen van de markten
(Aan inflatie gekoppelde swaps, %)



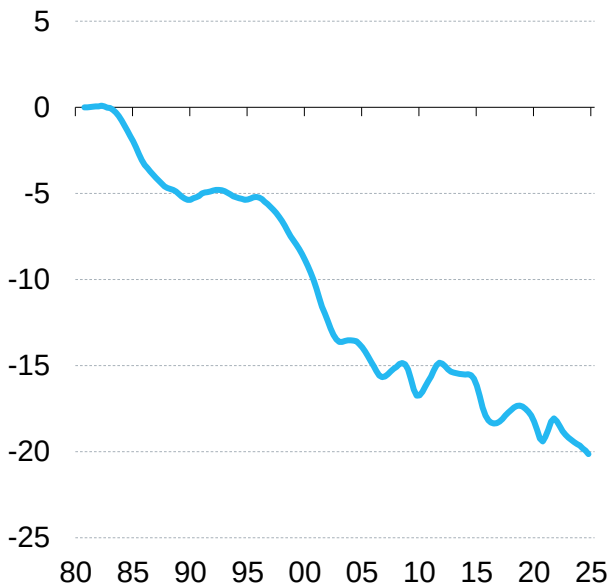
Sinds april 2, volgt de wisselkoers euro/dollar niet langer de renteverschillen

Rente- en wisselkoersverschillen

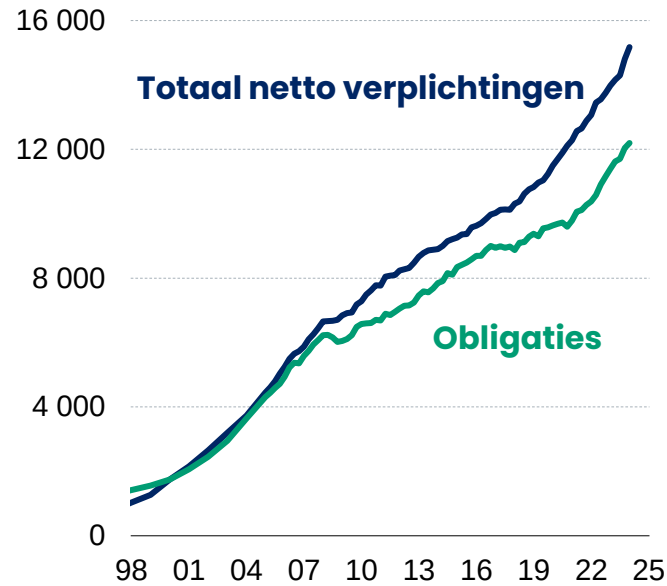


Afnemend vertrouwen in de dollar is een gevaarlijk spel!

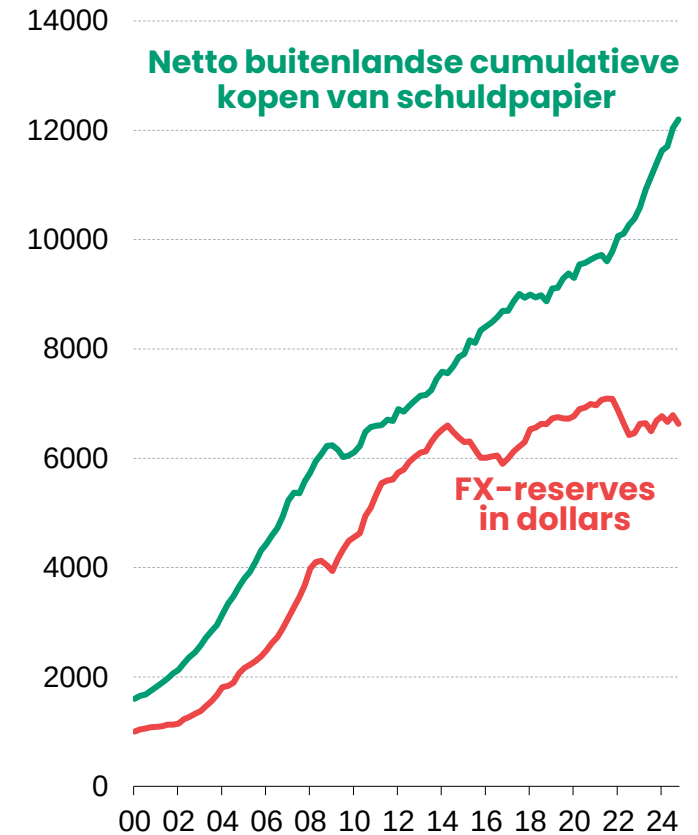
Gecumuleerd saldo lopende rekening VS sinds 1980
(% van bbp wereld-ex VS)



Netto verplichtingen van de Verenigde Staten ten opzichte van de rest van de wereld
(cumulatieve stromen sinds 1998, miljard dollar)



Financiering van het tekort op de lopende rekening van de VS en in dollar luidende deviezenreserves
(miljard USD)



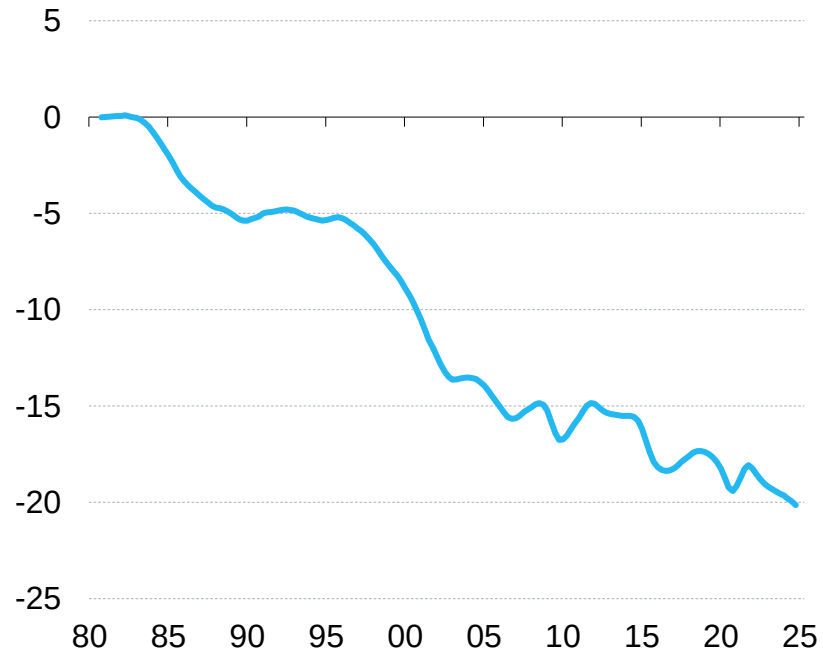


Focus. De Amerikaanse dollar

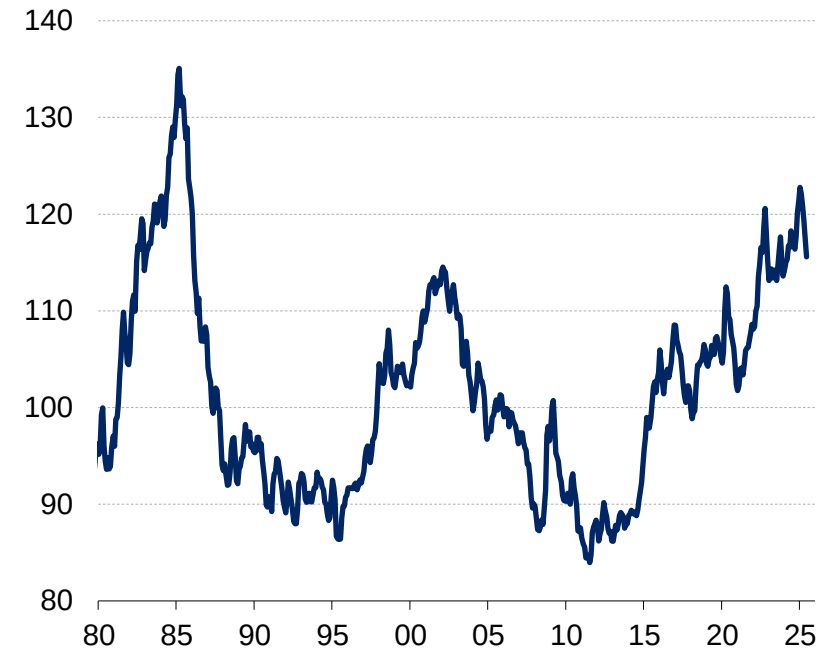
Deel 1. Een analytisch kader

De VS hebben de afgelopen decennia tekorten op de lopende rekening opgestapeld... maar de dollar is nog lang niet in waarde gedaald!

Gecumuleerd saldo lopende rekening VS sinds 1980
(% van bbp wereld-ex VS)



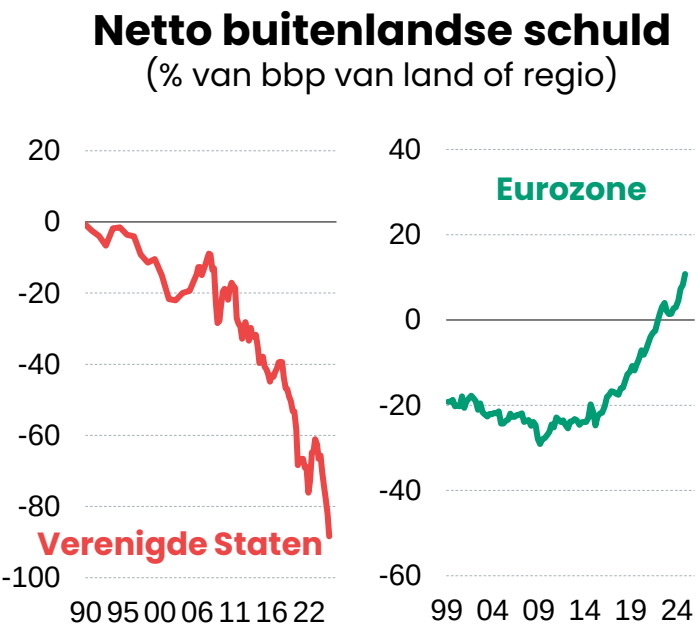
Reële dollar effectieve wisselkoers
(index)



In ontwikkelde economieën is financiële globalisering een feit geworden

Netto buitenlandse schuld van de Verenigde Staten en de eurozone eind 2024

(miljard USD)	Verenigde Staten		Eurozone	
	Activa	Passiva	Activa	Passiva
Directe investeringen	11265	17837	13068	10310
Portefeuillebeleggingen	15873	33087	15172	17090
- Aandelen	12109	18443	7837	11221
- Obligaties	3764	14644	7335	5869
Overige investeringen	5521	8909	7434	7981
Reserves	910		1444	
Totaal	33569	59834	37118	35381
Netto buitenlandse schuld		-26264	+1737	

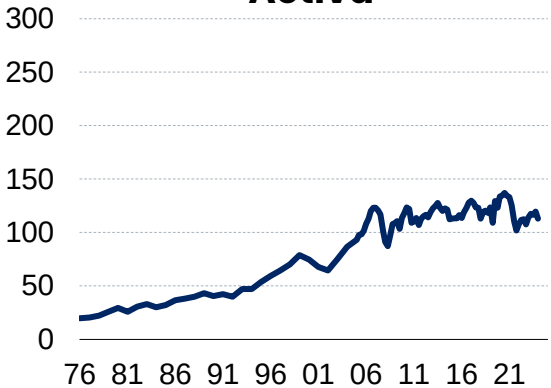


Als percentage van het bbp zijn externe financiële activa en passiva aanzienlijk gegroeid

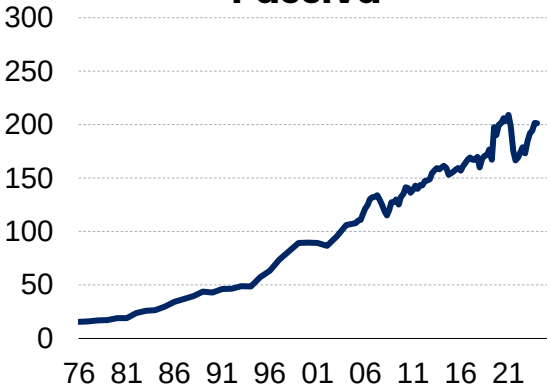
Externe positie
(% van bbp van land of regio)

Verenigde Staten

Activa

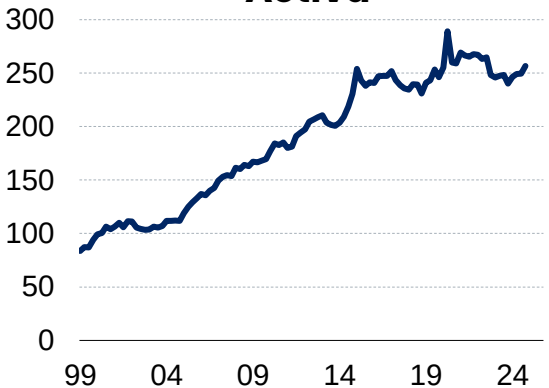


Passiva

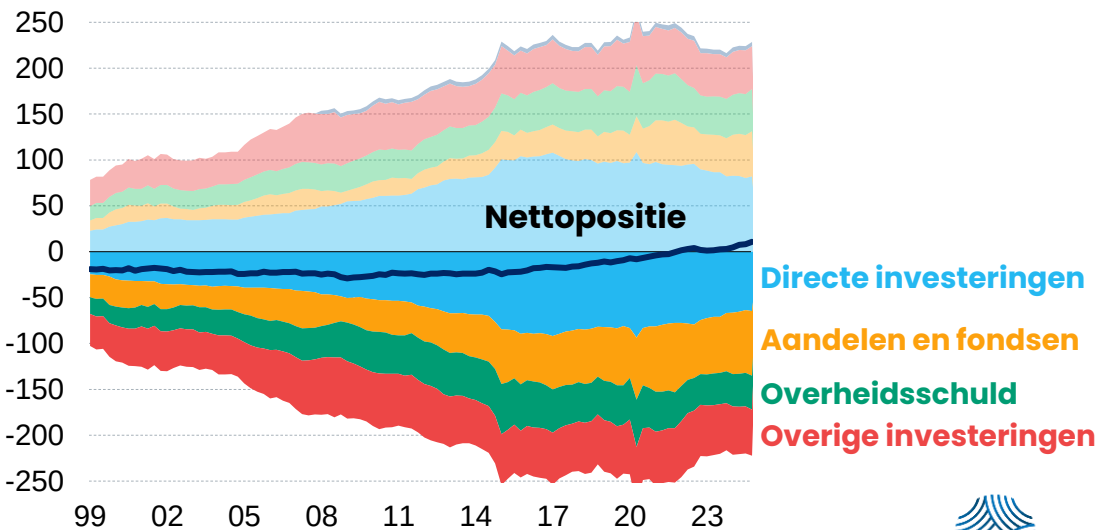
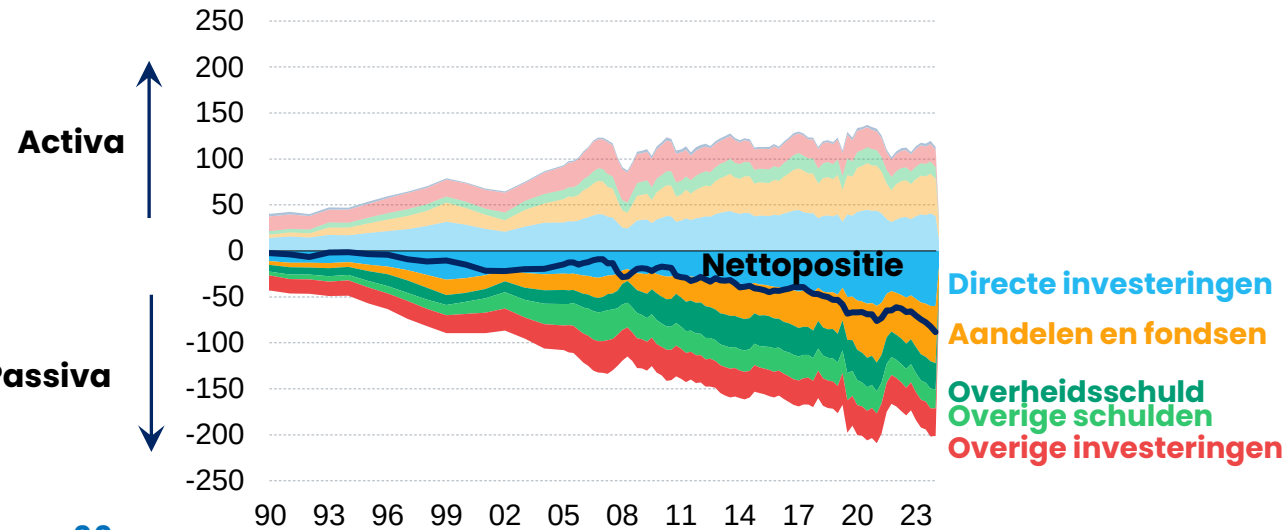
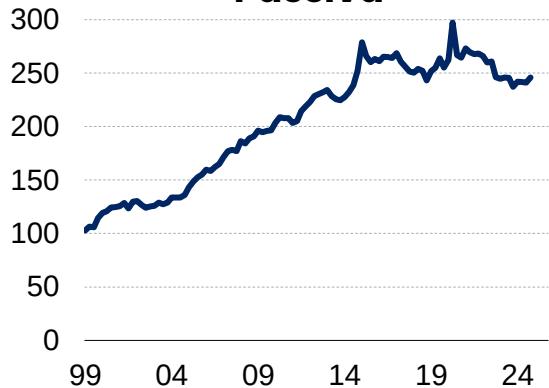


Eurozone

Activa



Passiva



Globalisering heeft de impact van onevenwichtigheden op de lopende rekening op de wisselkoersen van de belangrijkste valuta's verminderd

F = gecumuleerd tekort op de lopende rekening van de VS (in dollars)

X = totale financiële schuld uitgegeven door elk land (X worden verondersteld hetzelfde te zijn in de twee gebieden)

W staat voor het vermogen van Amerikaanse ingezetenen in dollars en W^* voor het vermogen van Europese ingezetenen in lokale valuta

$$W = X - F$$

$$W^* = X + \frac{F}{e}$$

Alle grootheden zijn uitgedrukt in binnenlandse valuta en 1 euro = e dollar

Y = bbp van de VS

67

Verenigde Staten

A	L
$(1 - \alpha)W$	$F + (1 - \alpha)W$

Eurozone

A	L
$(1 - \alpha)W^*$	$-\frac{F}{e} + (1 - \alpha)W^*$

α = aandeel van het vermogen in binnenlandse activa (> 50%)

In een geglobaliseerde wereld met twee perfect symmetrische landen en waar de *habitat* van voorkeursvaluta symmetrisch gediversifieerd is (d.w.z. zelfs zonder rendementsverschillen is er vraag naar valutadiversificatie), is de evenwichtswisselkoers als volgt:

$$\gamma = \frac{(1 - \alpha)X}{Y} \quad \text{de intensiteit van globalisering meten}$$

$$e = 1 + \frac{\sigma}{\gamma}(2\alpha - 1)$$

$\sigma = F/Y$, cumulatief tekort op de lopende rekening als % van het bbp

→ Hoe minder internationale diversificatie (gemeten door α), hoe groter de rol van de onevenwichtigheid van de lopende rekening.

→ Globalisering (hier gemeten door γ) vermindert de impact van het onevenwicht op de lopende rekening (hier gemeten door σ) op de wisselkoersen van de belangrijkste valuta.



Landen kunnen van hun "voorkeurshabitat" afwijken onder impact van verwachte rendementsverschillen

Stel dat e de wisselkoers van de euro ten opzichte van de dollar is ($1\text{€} = e$ dollars), dan hebben we: $e = k\rho^\beta$

waarbij $k = 1 + \frac{\sigma}{\gamma}(2\alpha - 1)$, ρ is het verwachte rendementsverschil ($\rho = \frac{(1+r^\text{€})}{(1+r^\text{\$})} \times \frac{e^a}{e}$)

en β is een parameter van risicoaversie (hoe hoger β , hoe lager de risicoaversie)

Fundamentele krachten

$$e = k \quad \text{als } \rho = 1$$

Financiële krachten

$$e = \left(\frac{1 + r^\text{€}}{1 + r^\text{\$}} \right)^\beta$$

als $k = 1$ en $e^a = e$

Speculatieve krachten

$$e = e^a \frac{\beta}{\beta+1}$$

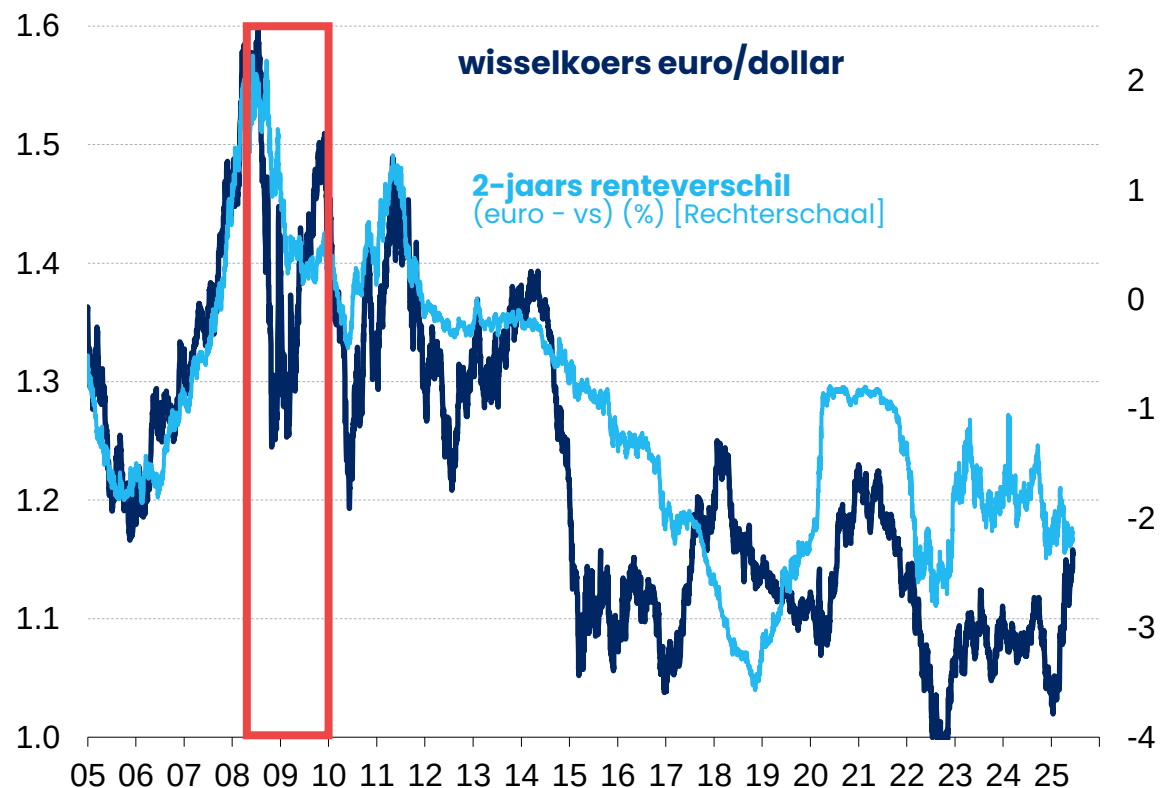
als $k = 1$ en $r^\text{€} = r^\text{\$}$

In werkelijkheid worden deze verschillende krachten gecombineerd in verhoudingen die in de loop van de tijd kunnen variëren.



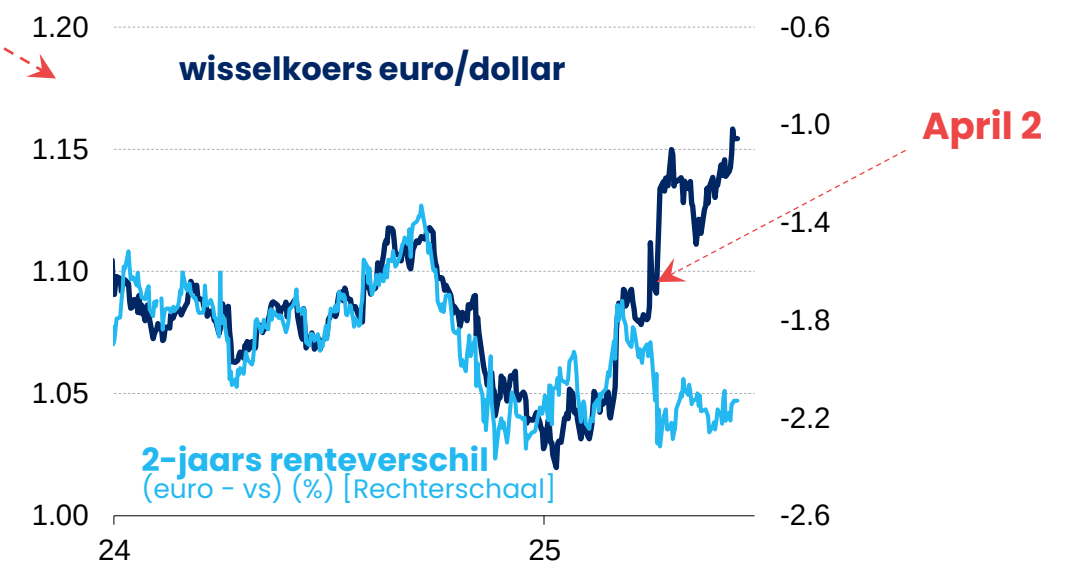
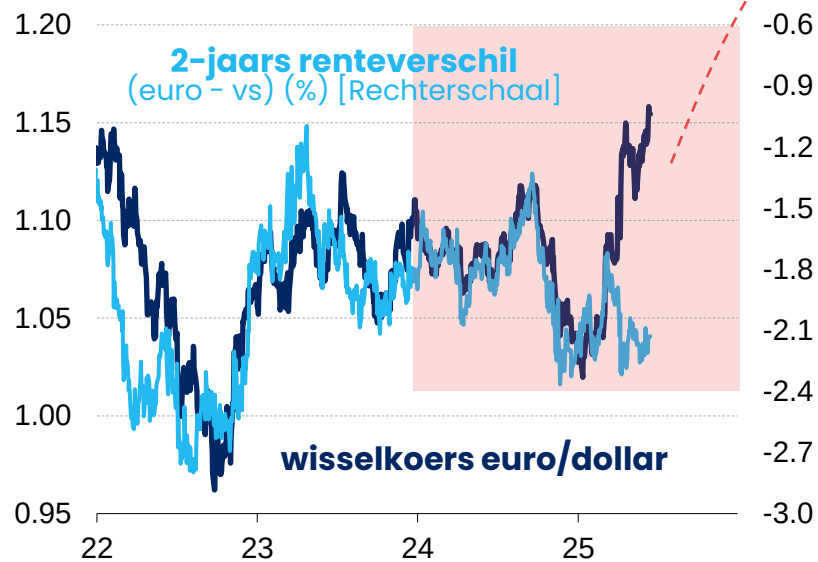
Renteverschillen spelen heel vaak een sleutelrol in wisselkoersbewegingen

Rente- en wisselkoersverschillen

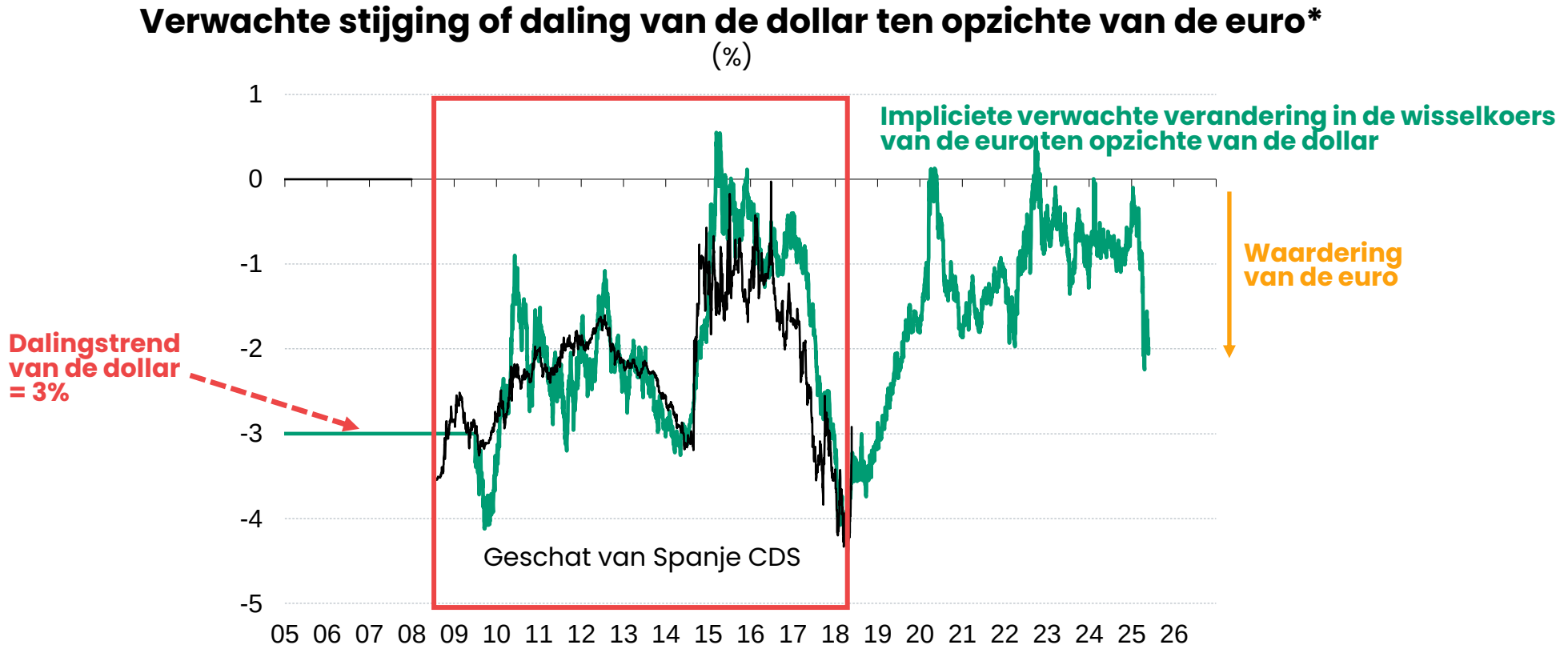


In april van dit jaar week de wisselkoers euro/dollar echter sterk af van de renteverschillen

Rente- en wisselkoersverschillen



Deze keer lijken wisselkoersverwachtingen een grotere rol te hebben gespeeld



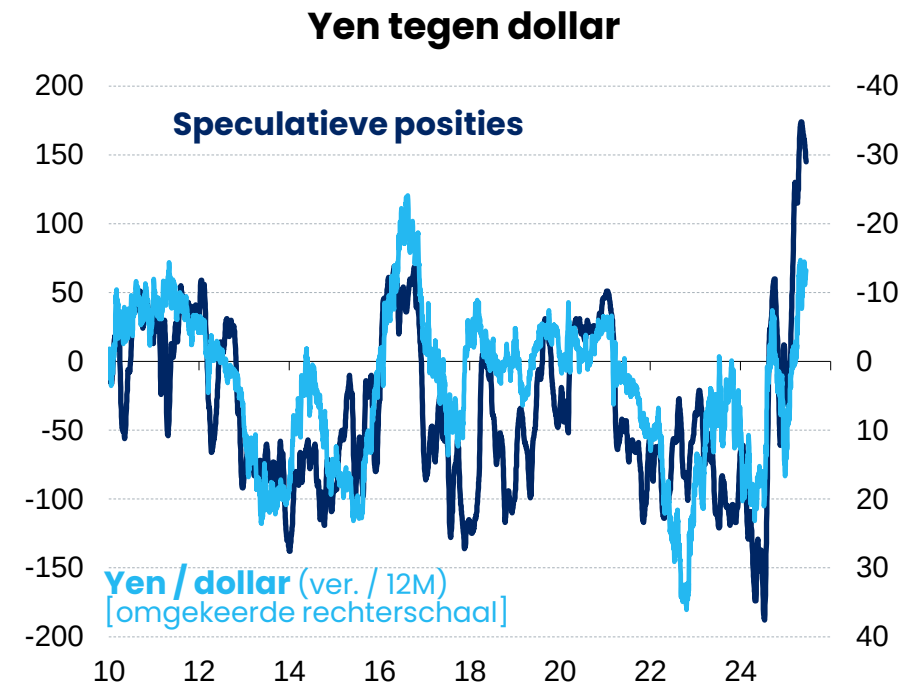
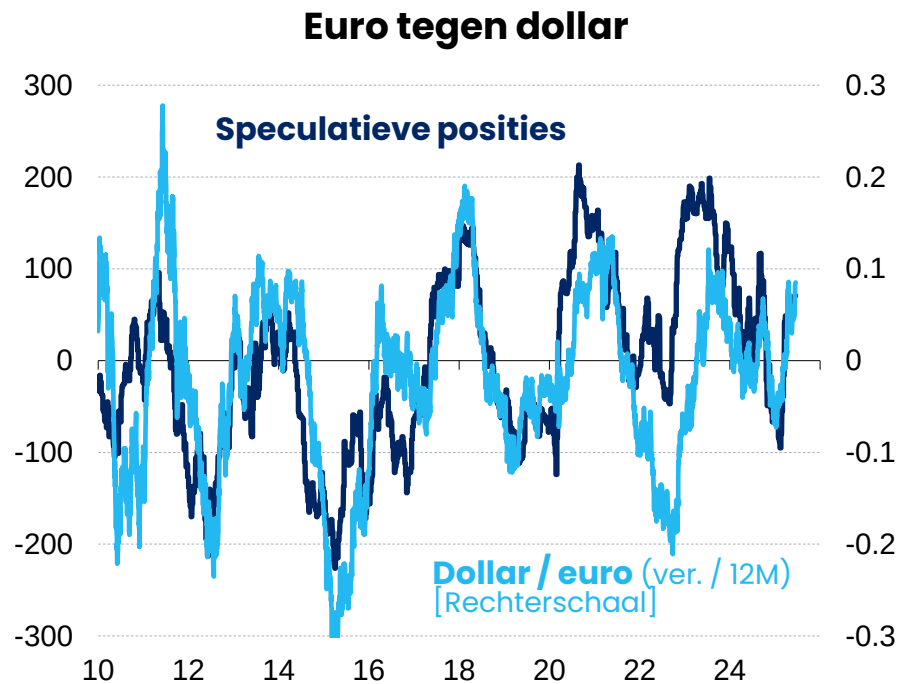
(*) ε werd gesimuleerd met de volgende vergelijking: $e = k \times (1 + r_{\text{€}} - r_{\text{\$}} + \varepsilon)^\beta$

Waarin e de euro/dollar wisselkoers is (1 euro = e dollar), $r_{\text{€}}$ de verwachte euro 3-maands rente op een voortschrijdende horizon van 1 jaar, $r_{\text{\$}}$ de verwachte Amerikaanse 3-maands rente op een voortschrijdende horizon van 1 jaar (beide rentes zijn afgeleid van de prijzen van termijncontracten), ε de verwachte verandering in de euro/dollar wisselkoers (gelijk aan +3 % over de hele periode), β de wisselkoerselasticiteit ten opzichte van de rendementsverschillen (wanneer de risicoaversie toeneemt, neemt β af), k wordt hier gebruikt als schaalparameter.



Memo. Speculatieve posities lijken geen grote rol te hebben gespeeld in de recente waardeestijging van de euro... wat niet het geval is voor de yen!

Speculatieve posities* op de Chicago Mercantile Exchange



(*) Aantal niet-commerciële lange posities min aantal niet-commerciële korte posities, duizenden contracten





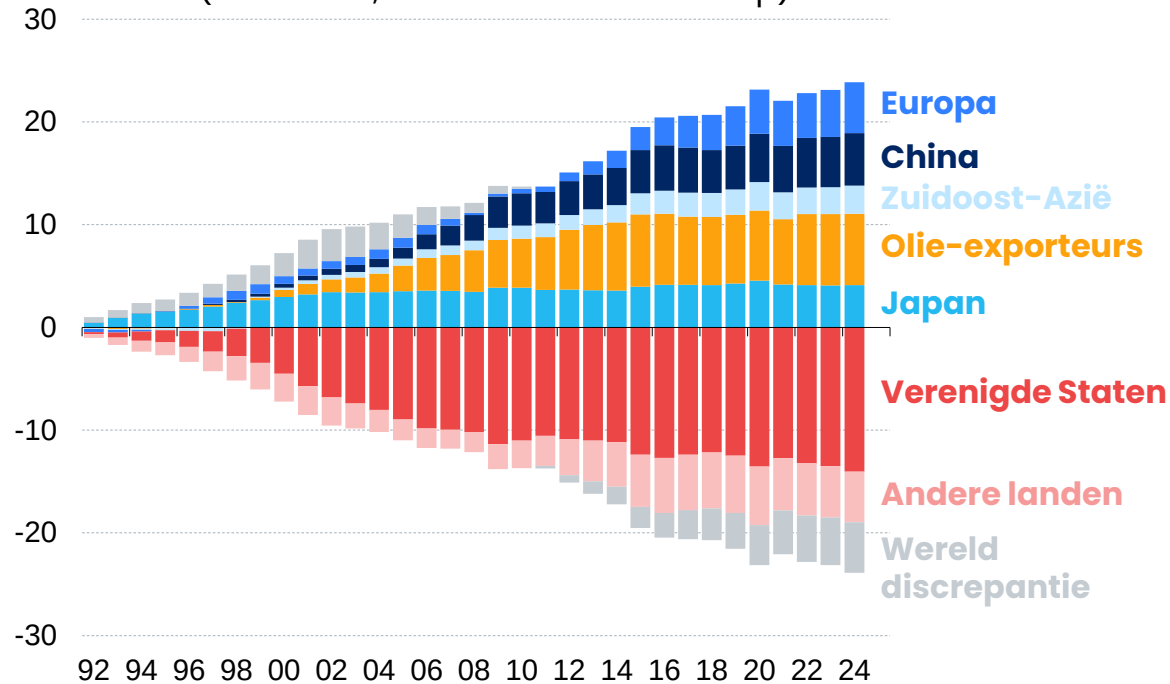
Focus. De Amerikaanse dollar

Deel 2. Klaar om kracht te verliezen?

De VS heeft de rol van ultieme geldontlener gespeeld en is de grootste netto-importeur van wereldwijd spaargeld

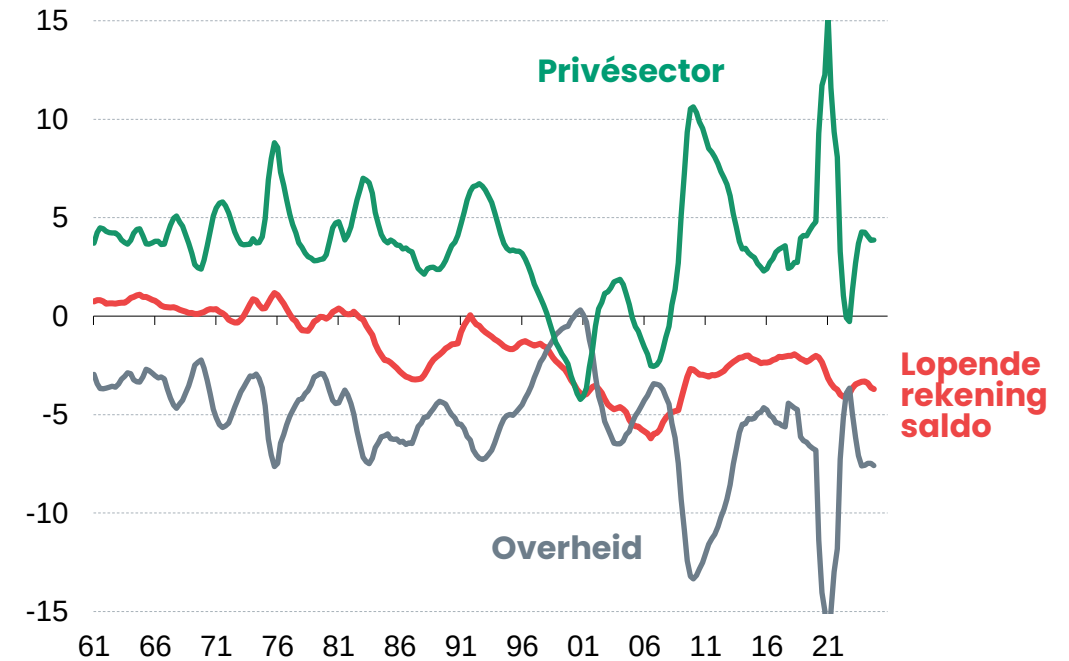
Gecumuleerde saldi op de lopende rekening van de wereld

(sinds 1992, % van het mondiale bbp)



Netto kredietverlening (+) of -opname (-) in de Verenigde Staten

(% van bbp, 4-kwartaals voortschrijdend gemiddelde)



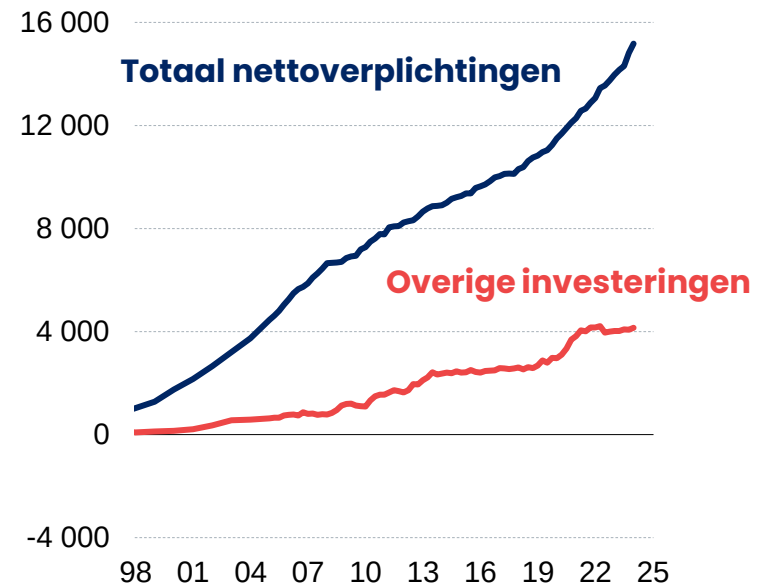
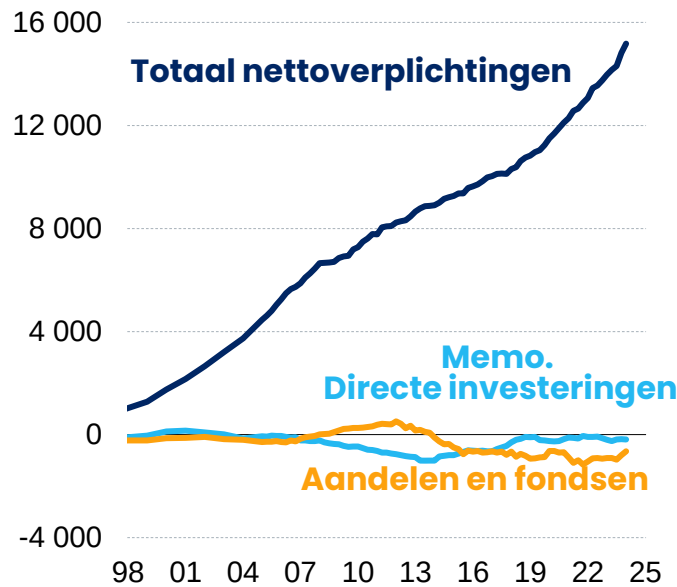
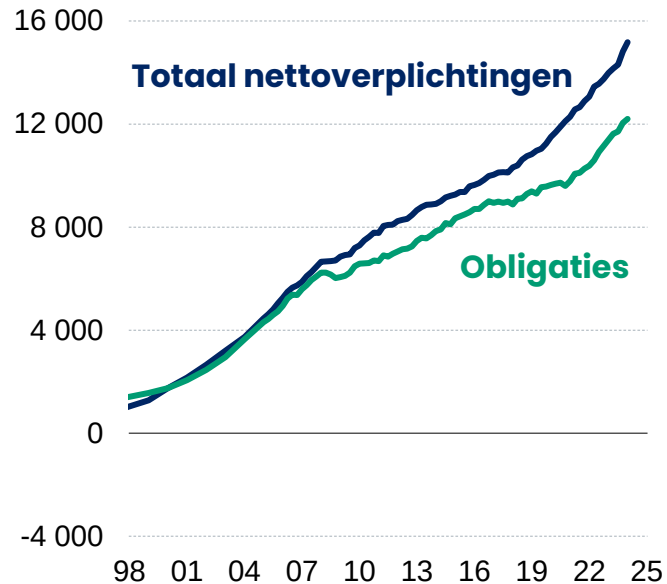
Tussen 2000 en 2020 speelden de Verenigde Staten de rol van "**ultieme geldontlener**". Het resultaat was een opeenstapeling van chronische begrotingstekorten... en een groot tekort op de lopende rekening.



De Verenigde Staten hebben voornamelijk hun externe tekort gefinancierd door uitgifte van schuldbewijzen

Nettoverplichtingen van de Verenigde Staten ten opzichte van de rest van de wereld

(cumulatieve stromen sinds 1998, miljard dollar)

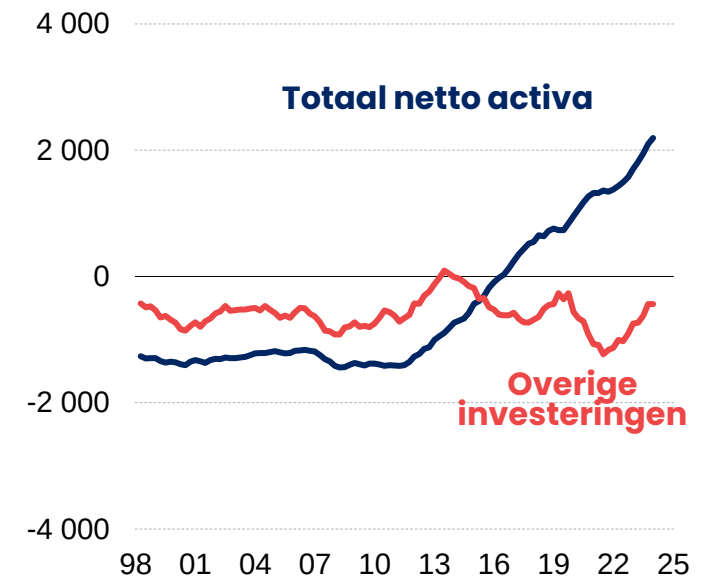
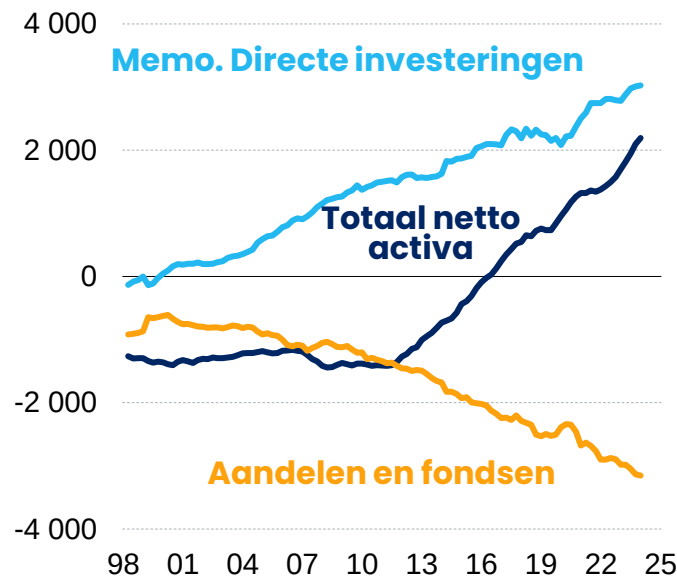
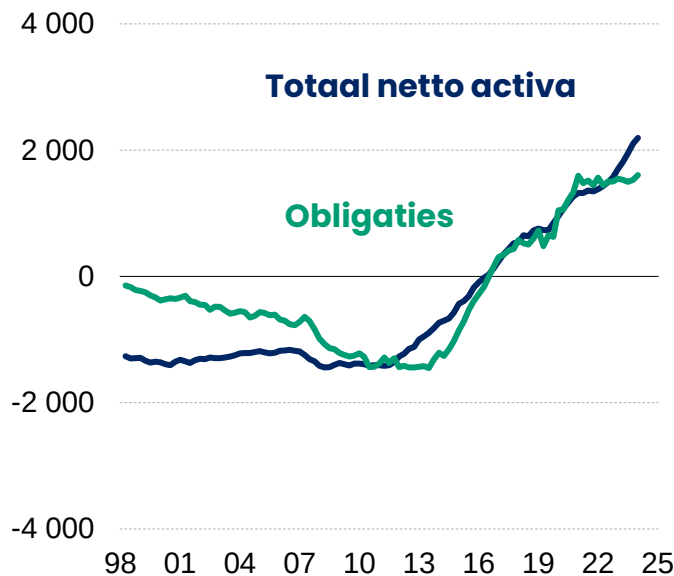


De Verenigde Staten zijn zowel de emittent van de internationale reservevaluta – de dollar – als de leverancier van "risicovrije" activa – schatkistpapier – aan de rest van de wereld.



Het leverde de obligaties waar andere regio's – met name de eurozone – naar op zoek waren

Netto-activa van eurozone ten opzichte van de rest van de wereld
(cumulatieve stroom sinds 1999, EUR miljard)

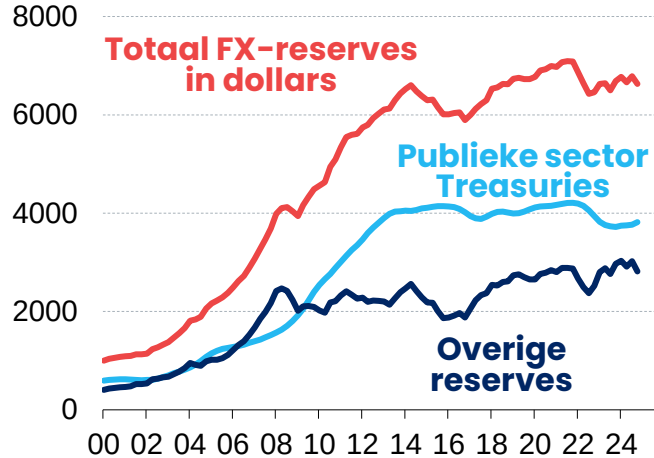


Sinds de Grote Financiële Crisis heeft de eurozone haar spaaroverschotten geïnvesteerd in schuldpapier uitgegeven door de "rest van de wereld".

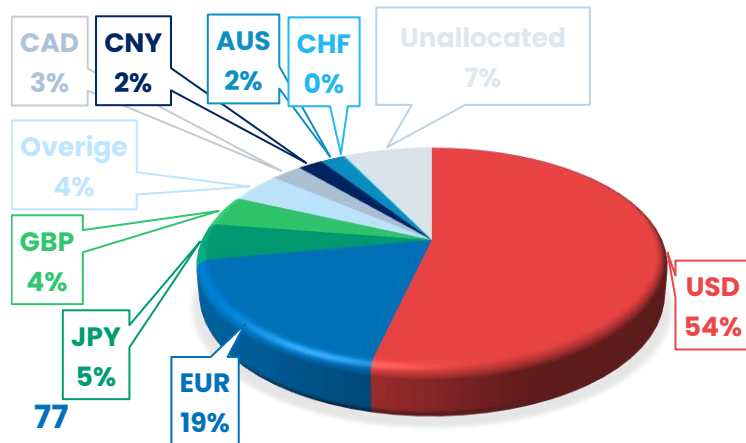


Sinds 2012 is de aard van de buitenlandse houders van VS-schuld sterk veranderd

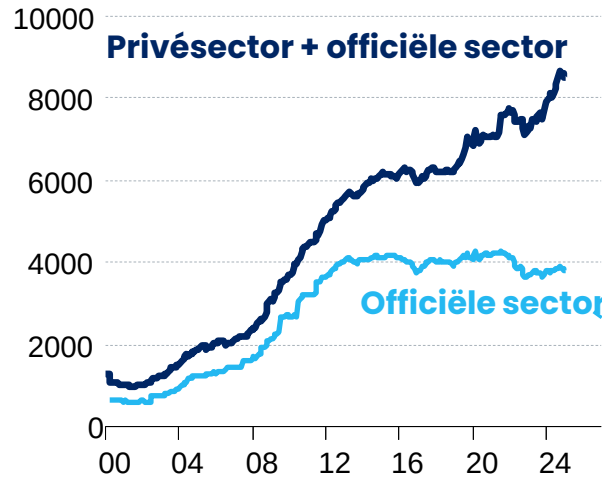
FX-reserves in dollars
(miljard USD)



FX-reserves in de wereld naar valutasoort



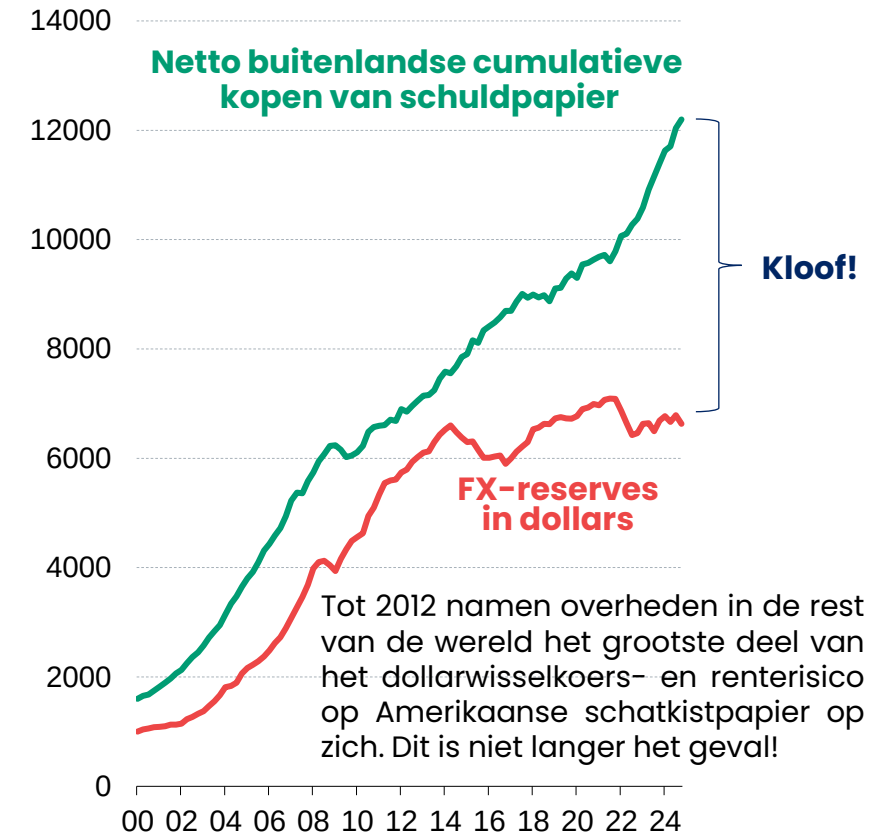
VS schatkistpapier in handen van buitenlanders
(miljard USD)



(% van totale buitenlandse belangen)

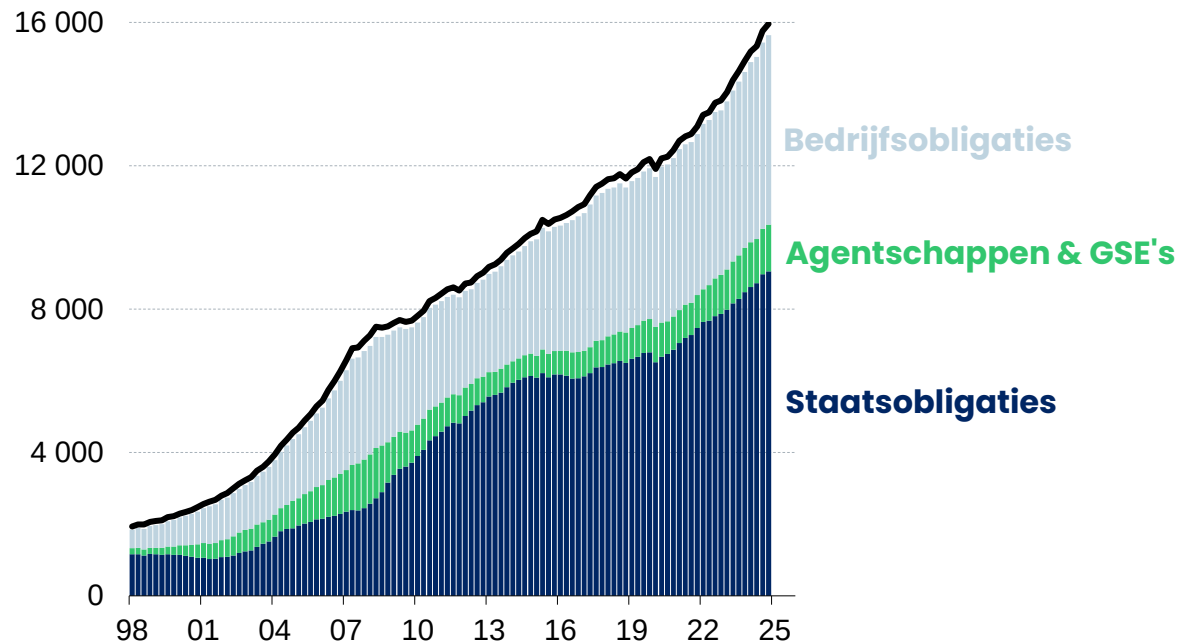


Financiering van het tekort op de lopende rekening van de VS en in dollar luidende deviezenreserves
(miljard USD)



Hoewel grootschalige buitenlandse liquidatie van schatkistpapier bij gebrek aan een geloofwaardig alternatief vrij onwaarschijnlijk lijkt, zijn buitenlandse houders van Amerikaans schuldpapier gevoeliger geworden voor rendement

Bruto buitenlandse cumulatieve aankoop van Amerikaanse schuldbewijzen
(miljard USD)



Een grootschalige buitenlandse liquidatie van schatkistpapier lijkt onwaarschijnlijk aangezien er geen geloofwaardig alternatief is voor Amerikaanse Treasuries in het mondiale financiële systeem: geen enkel ander activum wordt gezien als zo veilig, stabiel en liquide, en bovendien beschikbaar in hoeveelheden die voldoende zijn om te voldoen aan de enorme wereldvraag naar veilige activa.

Hoewel de opbouw van deviezenreserves is vertraagd, **gebeurt de opbouw van buitenlandse activa door landen met aanhoudende overschotten op de lopende rekening steeds vaker via staatsinvesteringsfondsen.** Terwijl reservebeheerders voornamelijk beleggen in schatkistpapier, nemen staatsinvesteringsfondsen eerder een zeker kredietrisico. Dit kan hebben geleid tot een verschuiving naar meer "returngevoelige" kopers.



Al met al zullen bepaalde krachten die de dollar ondersteunden in de toekomst allicht aan kracht inboeten

D. Het "America First" beleid van Trump zet andere grote economieën ertoe aan hun stimuleringsbeleid op te voeren om de groei te ondersteunen (fiscale bazooka in Europa, maar ook in China).

→ **Andere regio's in de wereld zullen minder spaaroverschotten hebben om te exporteren.**

→ Tegelijkertijd lijkt het risico van een overaanbod van Amerikaanse schatkistpapier reëler dan het risico van een tekort, nu de begrotingstekorten in de VS toenemen.

"De consensus op Wall Street dat een regering geen middelen heeft om de wisselkoers van de dollar te beïnvloeden, mocht ze dat willen, is verkeerd. **De overheid heeft vele middelen om dit te doen, zowel multilateraal als unilateraal.**"

Stephen Miran
(A User's Guide to Restructuring the Global Trading System)

→ **Het idee van een groots akkoord in Mar-a-Lago dreigt het vertrouwen in de dollar aan te tasten.**



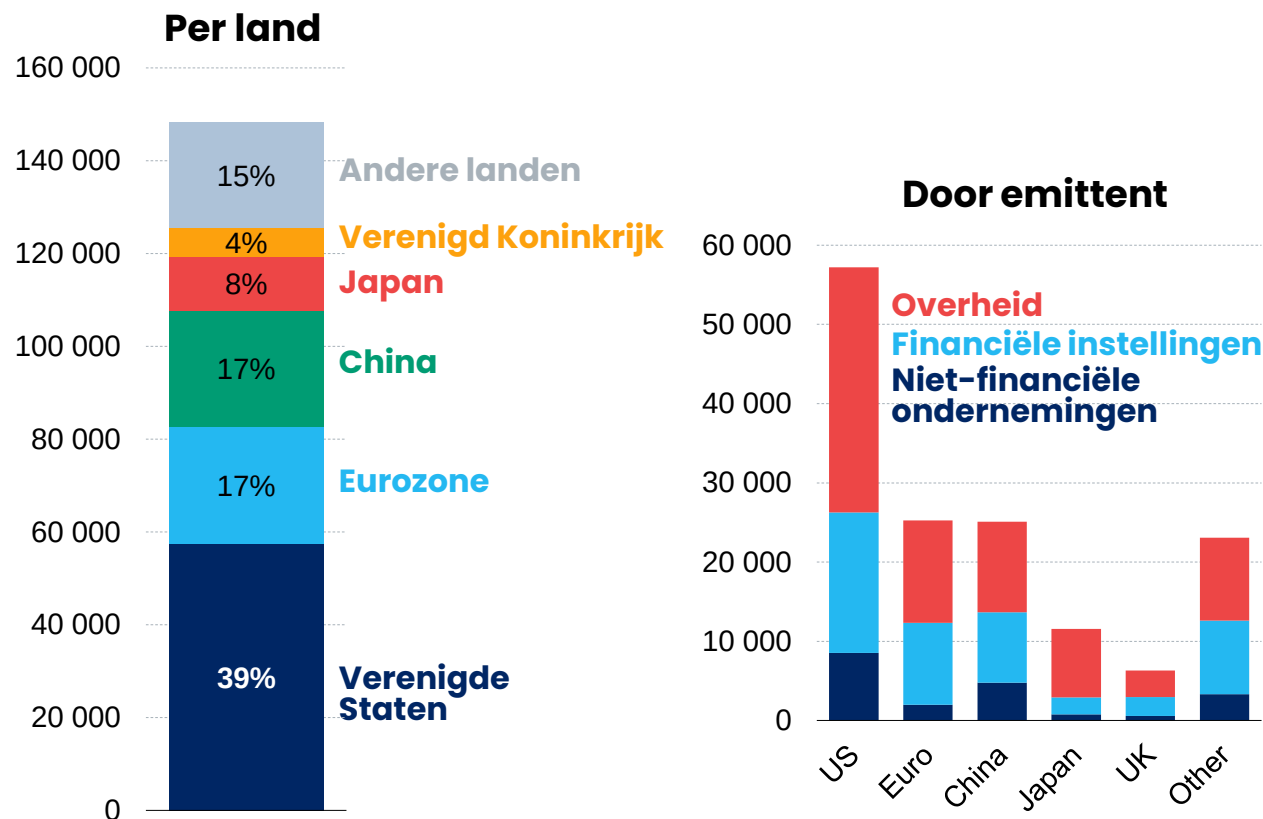
Memo. Het aanhouden van valuta-afgedekte Amerikaanse staatsobligaties betaalt nu minder dan het kopen van Duitse staatsobligaties

Vergelijking van een belegging in Amerikaans schatkistpapier en Duits staatspapier vanuit het oogpunt van een Europese belegger



80

Omvang van de wereldwijde schuldenmarkt
(USD miljard, eind 2024)

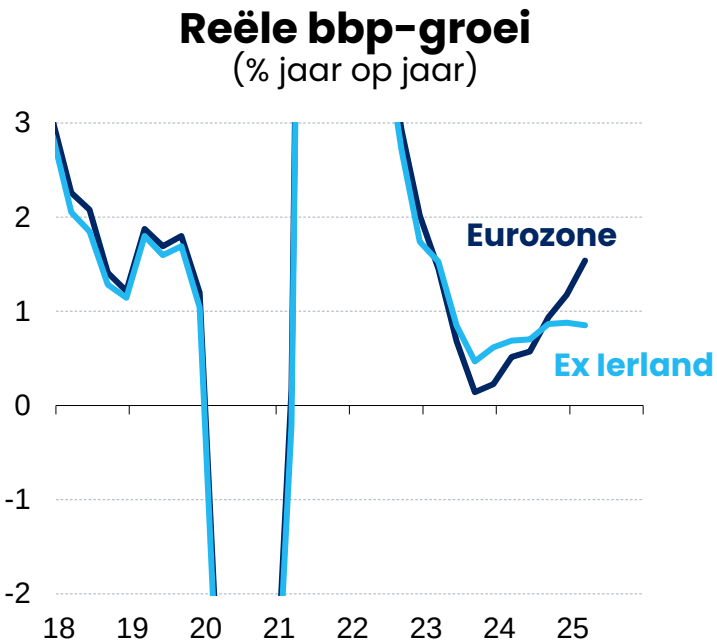


3 Eurozone

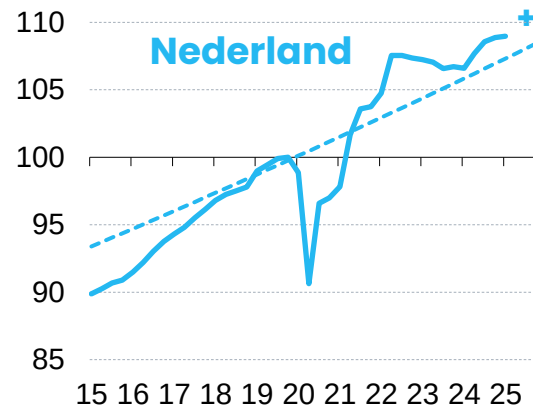
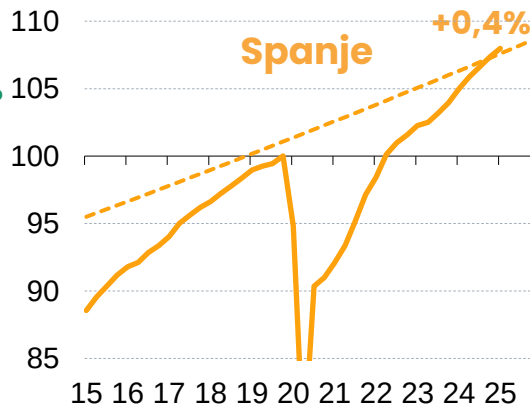
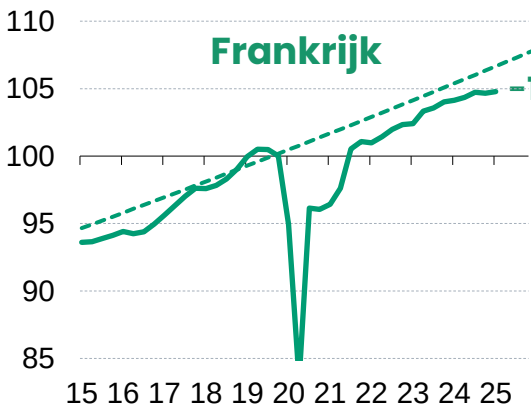
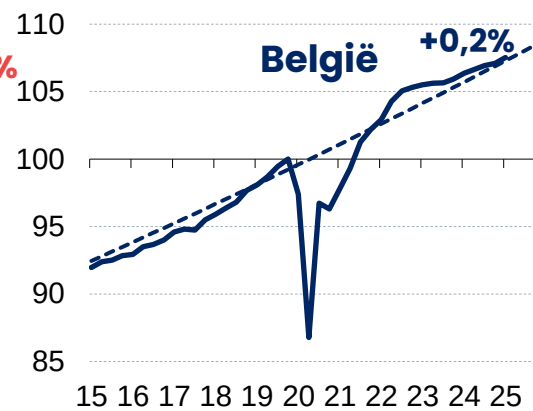
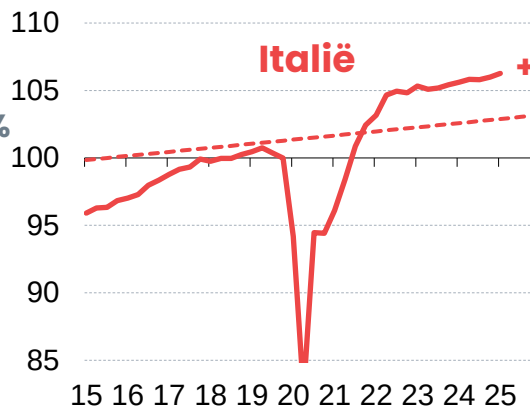
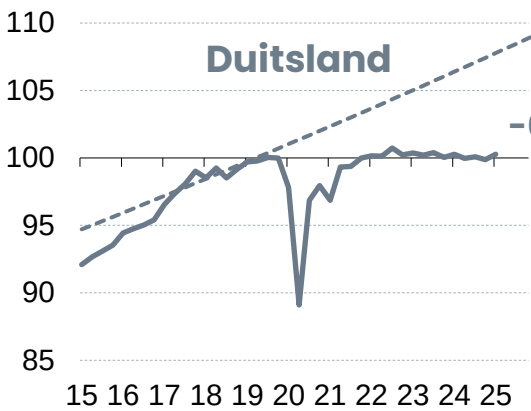
Uitgedaagd door regering Trump...



Begin 2025 groeide het bbp matig in de eurozone en bleef het in Duitsland ver onder de trend van vóór de crisis

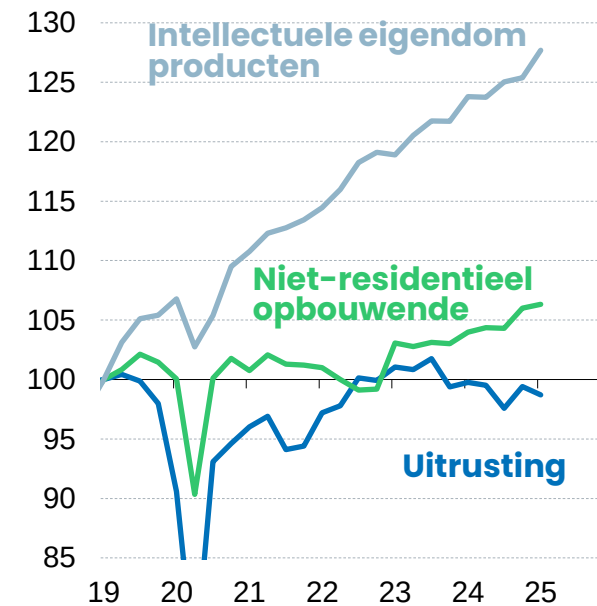
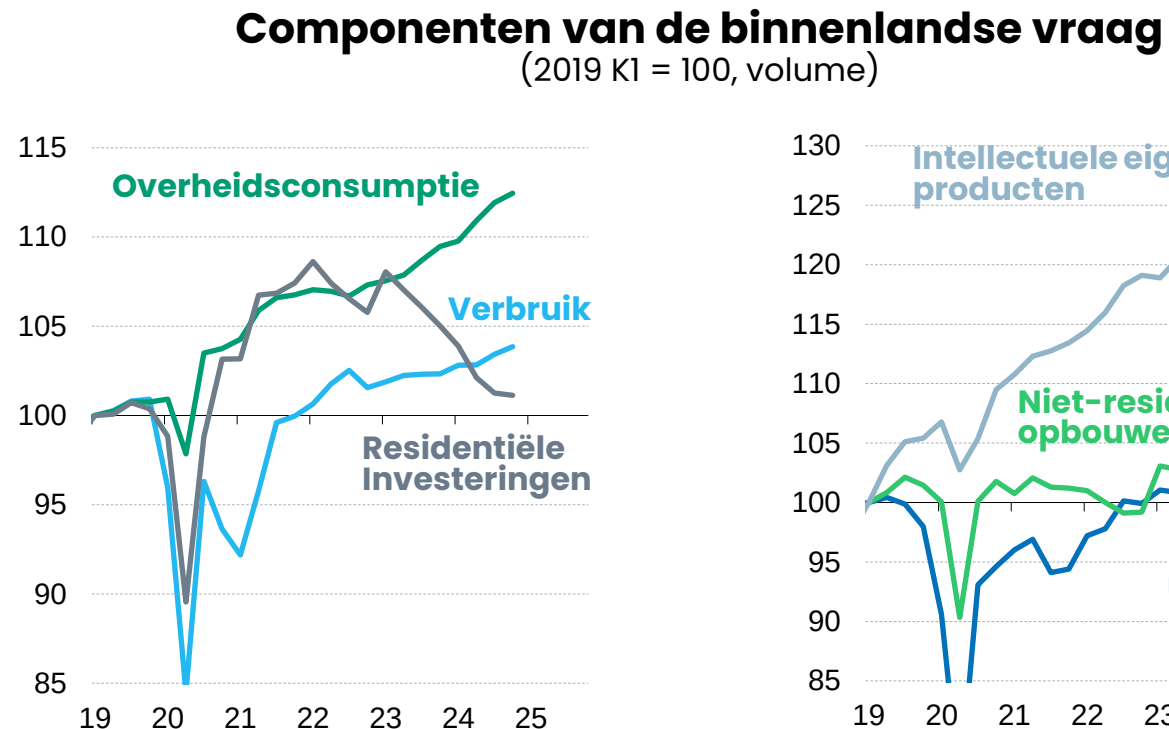
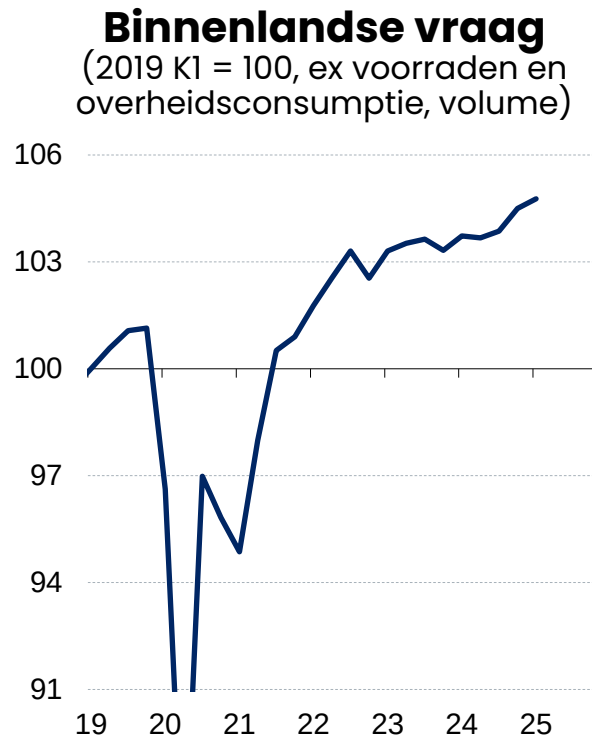


Reëel bbp
(vergeleken met trend 2004-2019, 2019 K4 = 100)



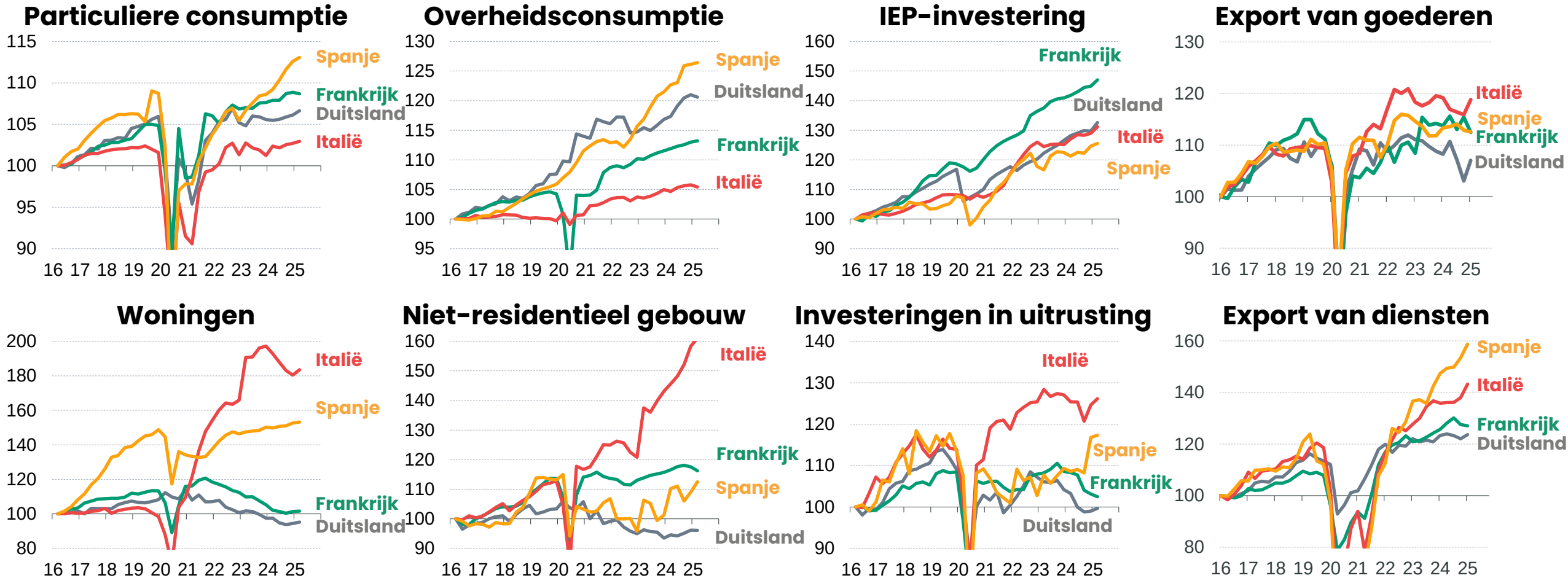
Sinds de zomer is de binnenlandse vraag wat aangetrokken

Binnenlandse vraag eurozone ex Ierland



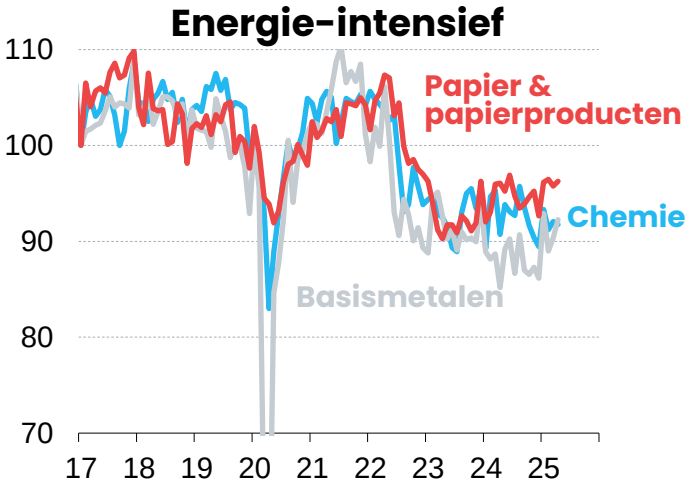
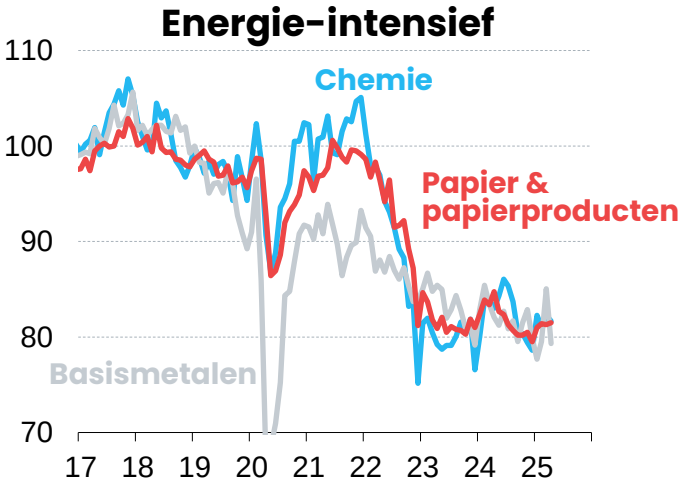
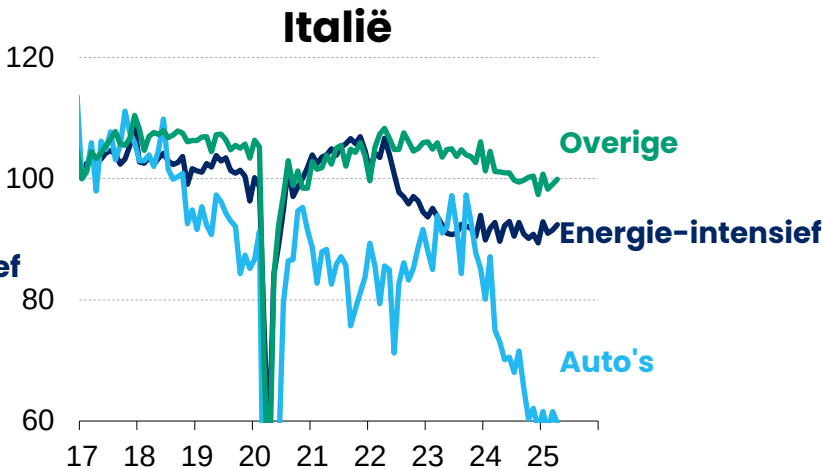
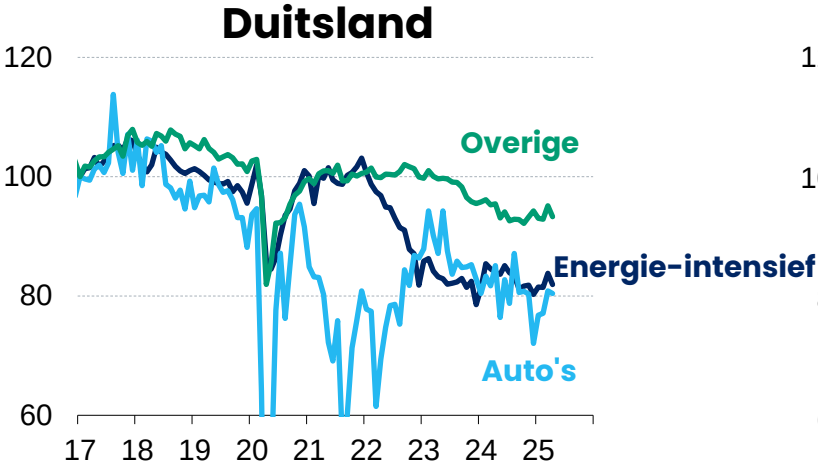
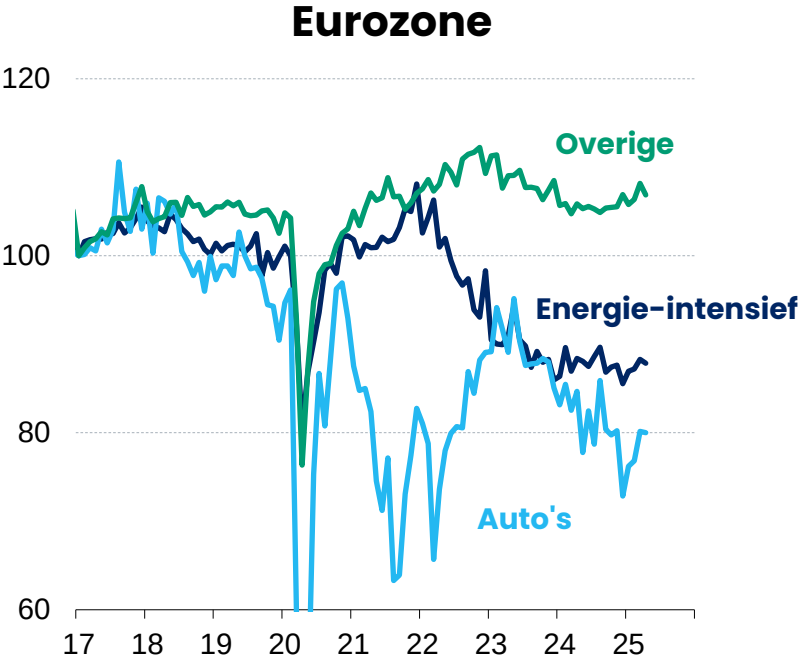
De bbp-componenten evolueren anders naargelang de landen

(2016 K1 = 100, volume)



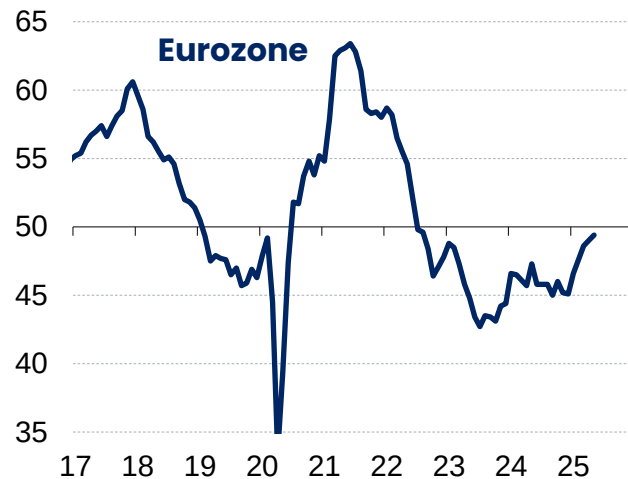
De industriële productie verbetert voorzichtig

Industriële productie per sector
(januari 2017 = 100)

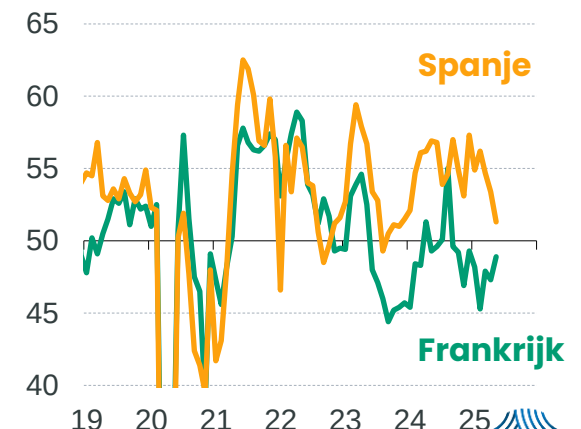
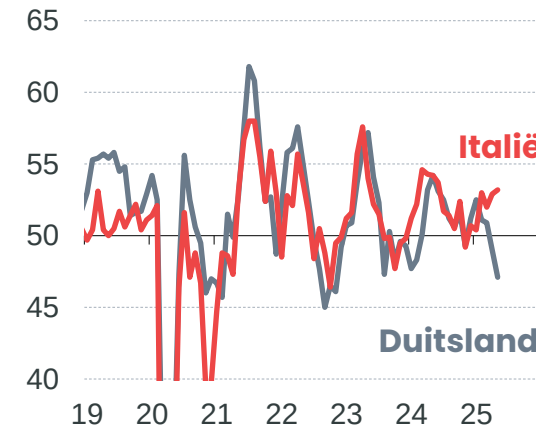
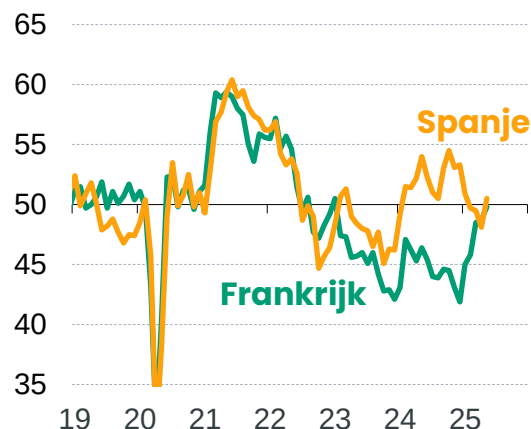
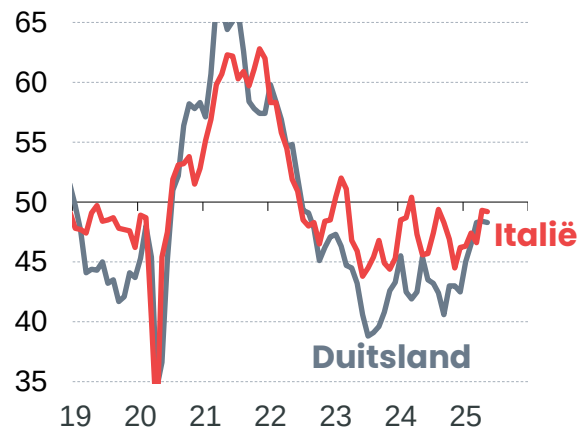
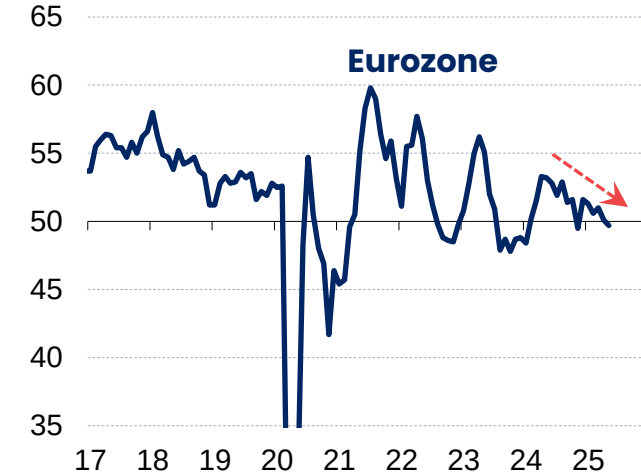


PMI-indexcijfers verbeteren in de verwerkende industrie... maar verzwakken in de dienstensector

Productie PMI's



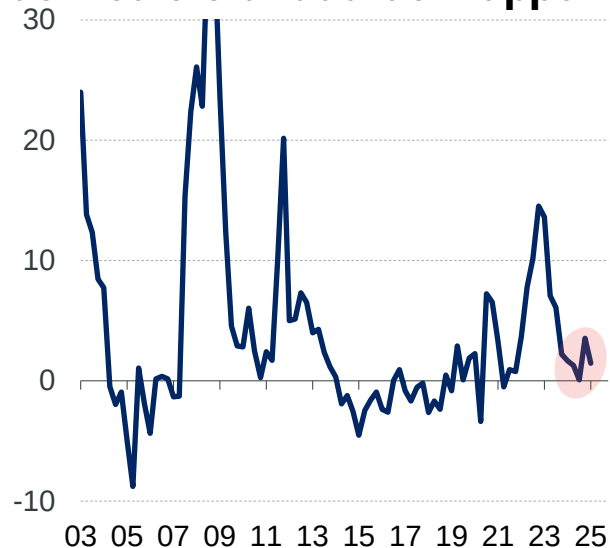
Diensten PMI's



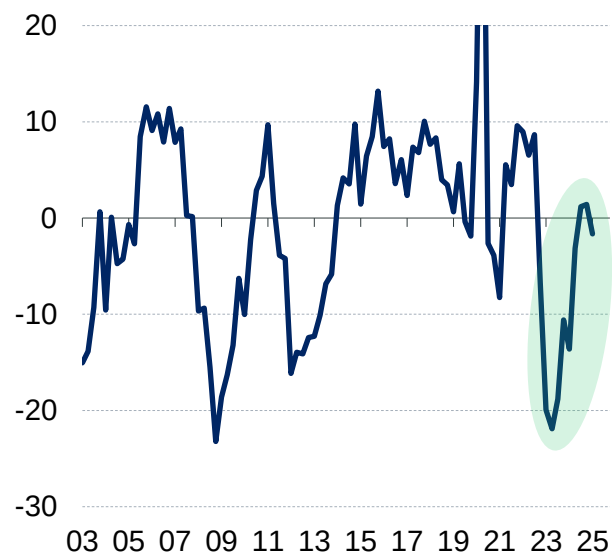
Leningen aan bedrijven zijn verbeterd

Veranderingen in kredietnormen voor ondernemingen en vraag naar leningen

Netto % van banken die een aanscherping van de kredietstandaarden rapporteren



Netto % van banken die rapporteren een stijging van de vraag

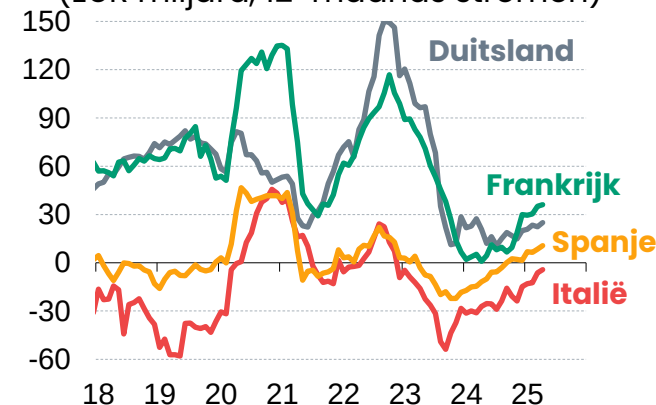


Leningen aan niet-financiële vennootschappen

(% op jaarbasis)

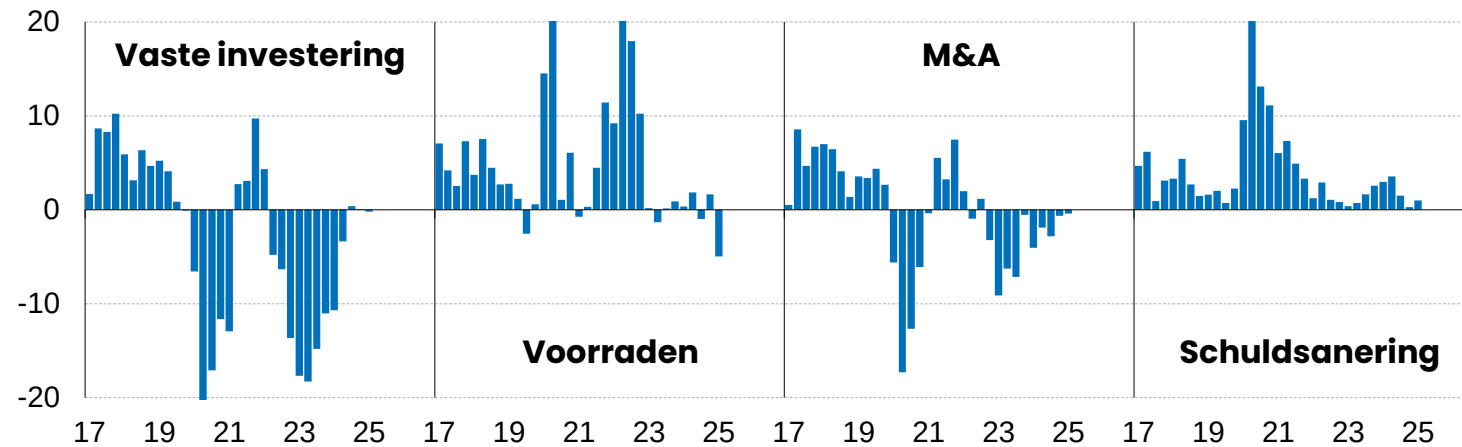


(EUR miljard, 12-maands stromen)

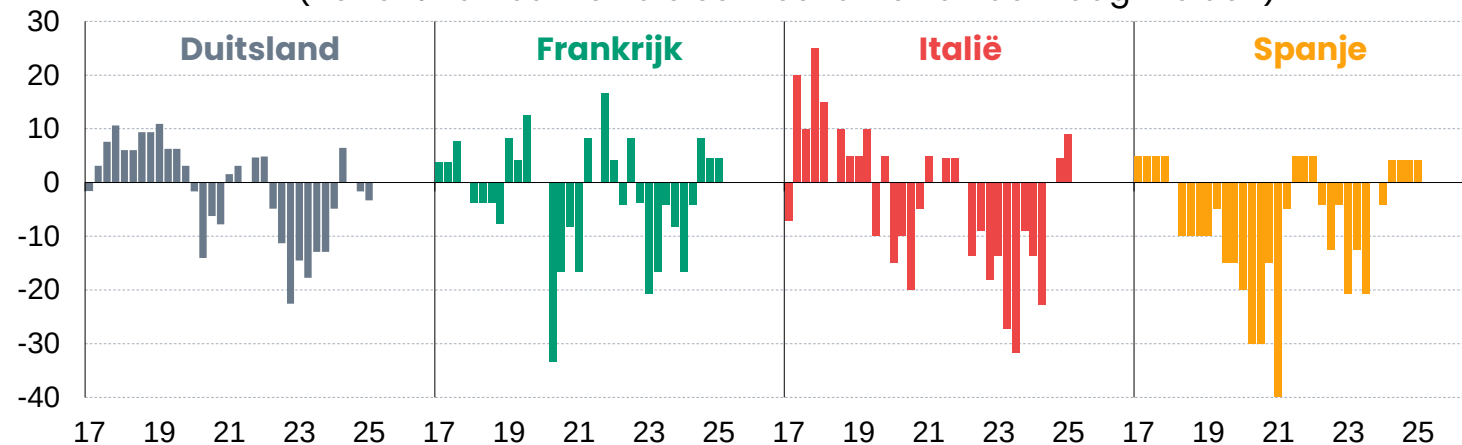


Maar de vraag van bedrijven naar leningen voor investeringen lijkt zwak

Factoren die bijdragen aan veranderingen in de vraag naar bedrijfskredieten (netto % van banken die een toename van de vraag melden)

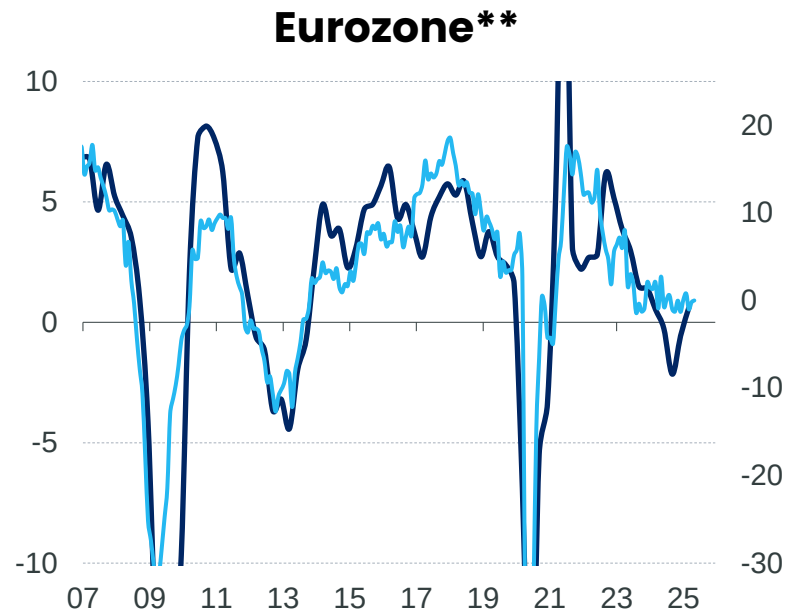


Vraag van bedrijven naar leningen - Vaste investeringen per land (netto % van banken die een toename van de vraag melden)

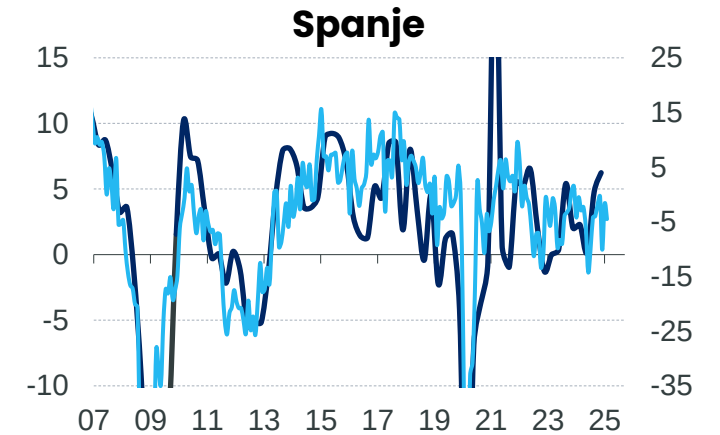
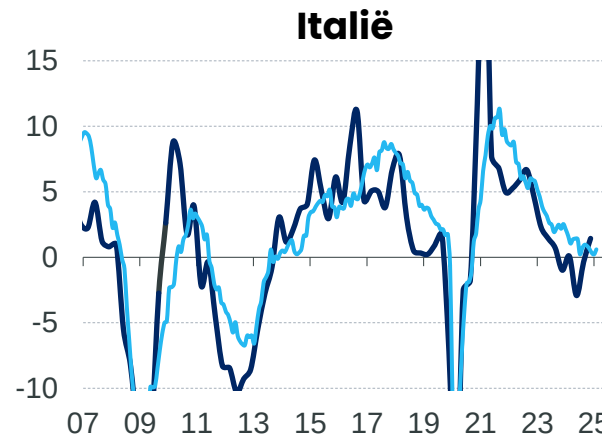
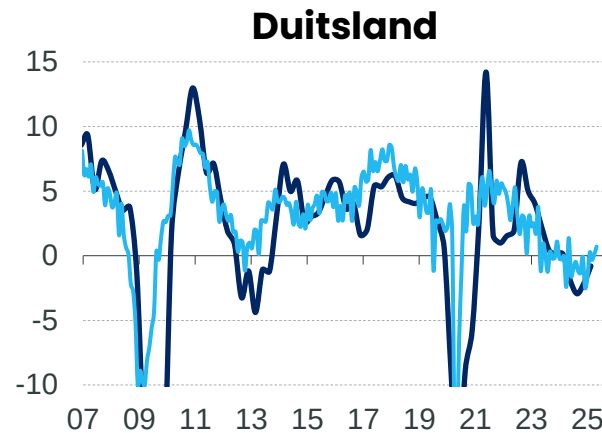


Bedrijfsinvesteringen hebben weinig redenen om robuust te zijn

Uitrustingsgoederen en IEP* investering versus waargenomen vraag



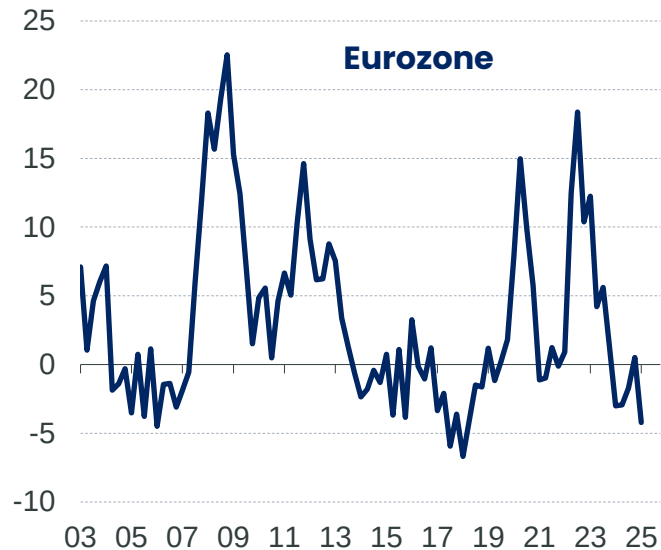
(*) Investeringen in intellectuele eigendomsproducten (IEP)
(**) Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje



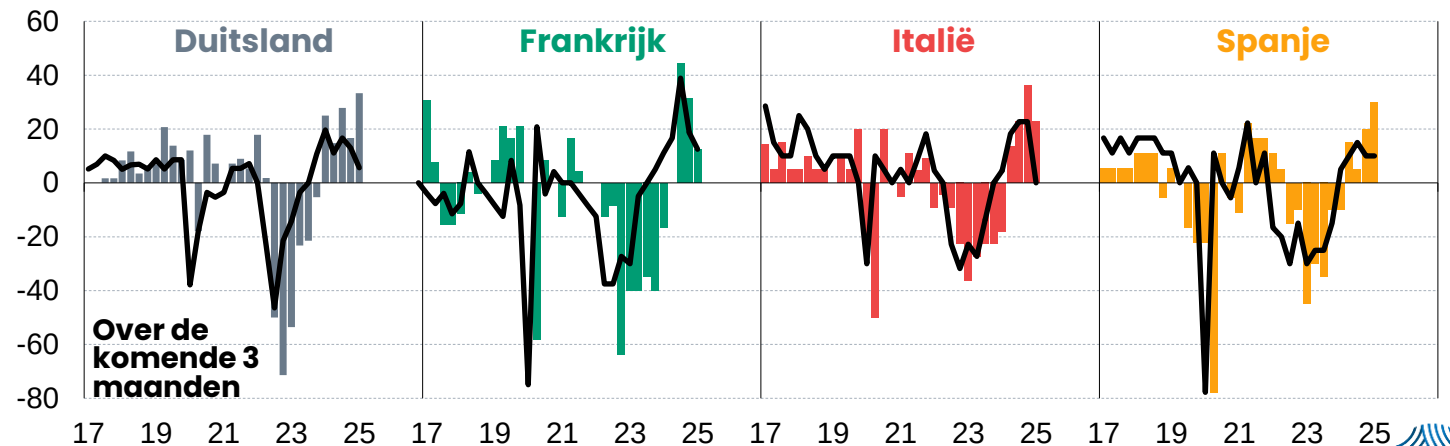
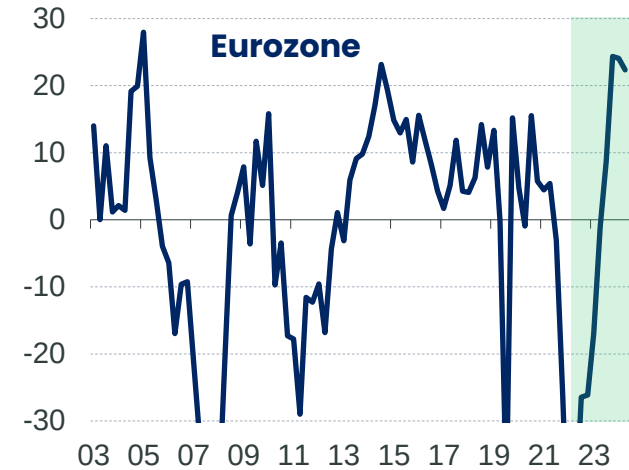
Voorwaarden voor hypotheekleningen zijn versoepeld en de vraag herstelt zich

Veranderingen in kredietstandaarden voor huizenleningen

(netto % van banken die rapporteren een aanscherping van de kredietstandaarden rapporteren)

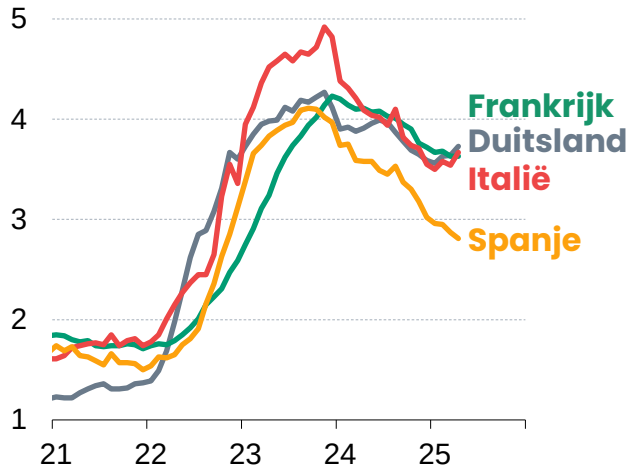


Vraag naar leningen voor huisaankoop (netto %)

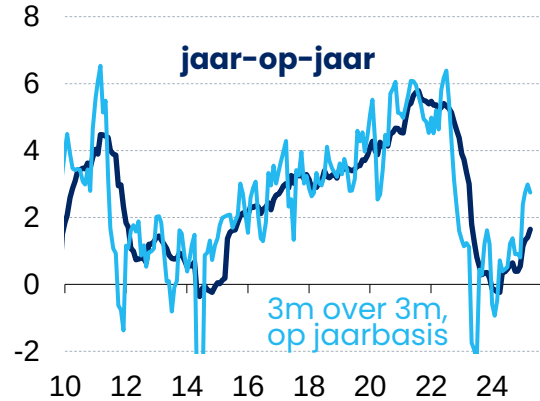


Hypotheekleningen lijken weer aan te trekken... vooral in Spanje en Italië

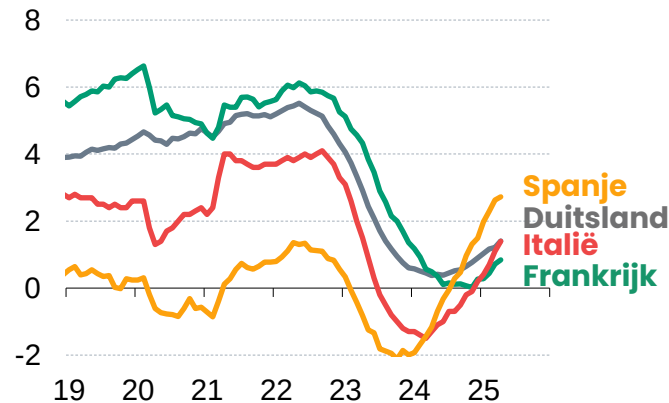
Hypotheekrente
(%, nieuwe leningen)



Leningen voor huisaankoop
(%)



Totaal leningen aan huishoudens
(% jaar-op-jaar, gecorrigeerd voor effectivisering)

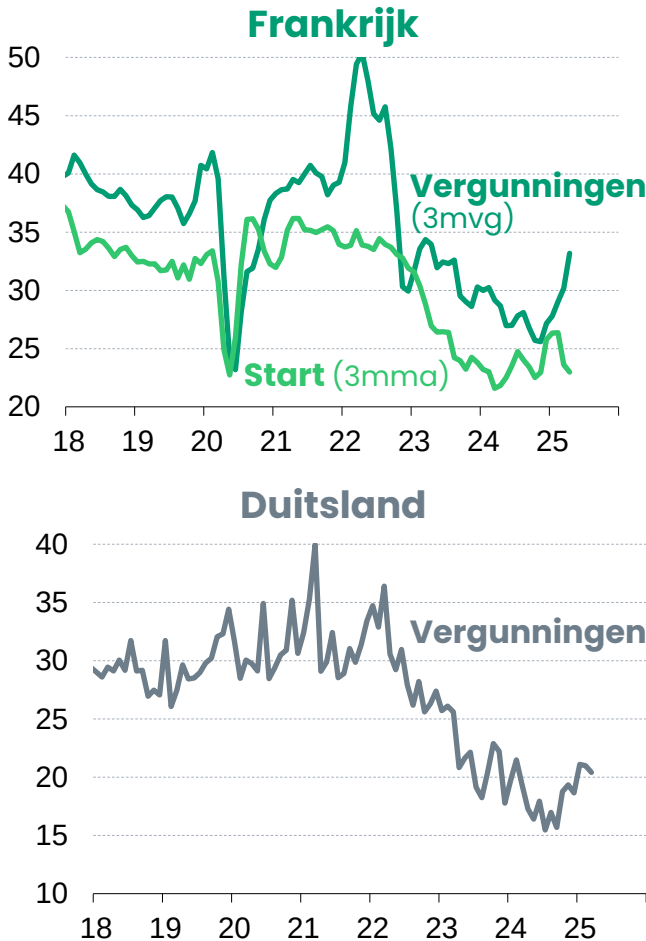
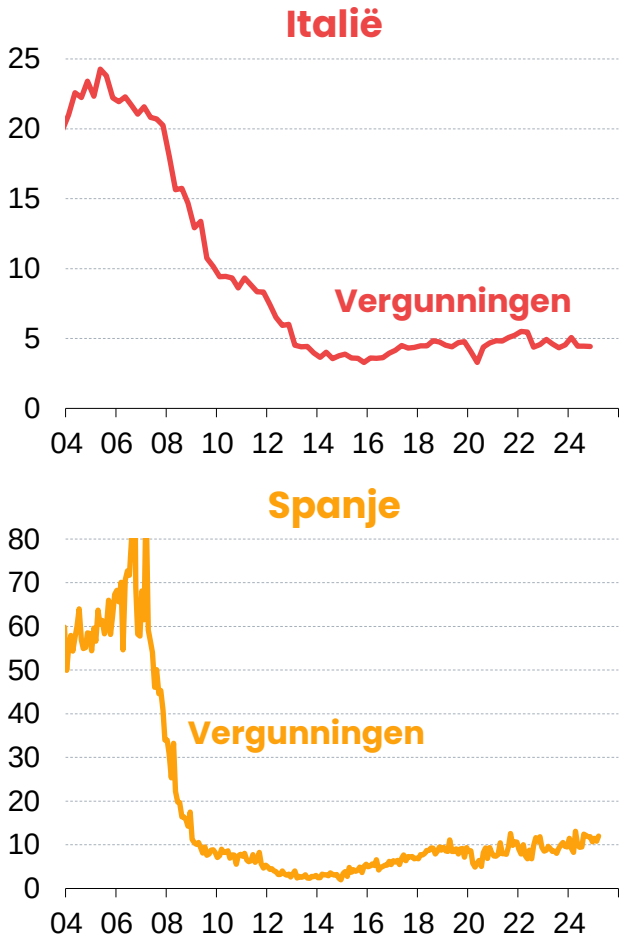


Investerings residentieel vastgoed
(% j-o-j, volume)

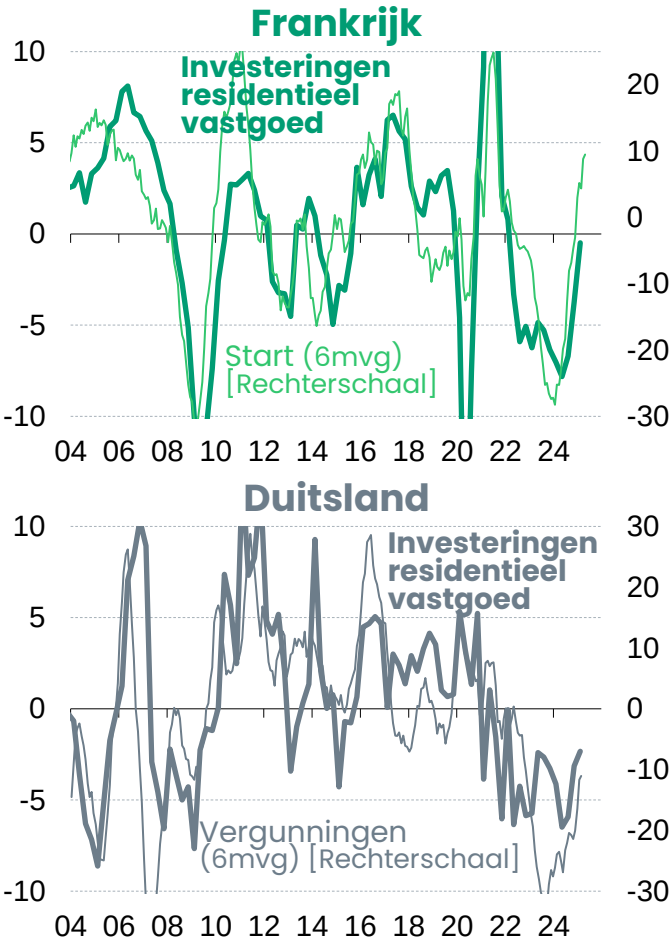


Huisvestingsactiviteit vertoont tekenen van uitbodeming

Huisvestingsvergunningen en starters
(duizenden woningen, maandelijks ritme)

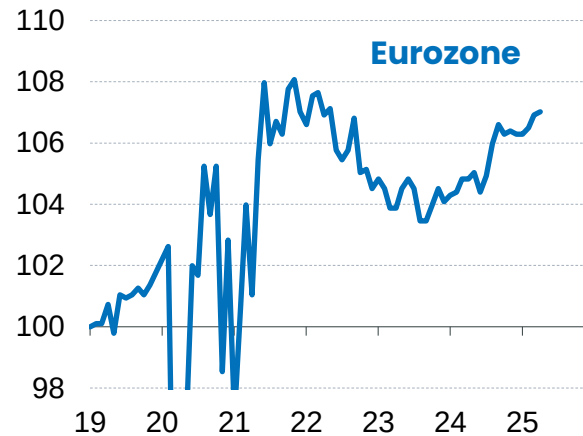


Investerings residentieel vastgoed
(% j-o-j, volume)

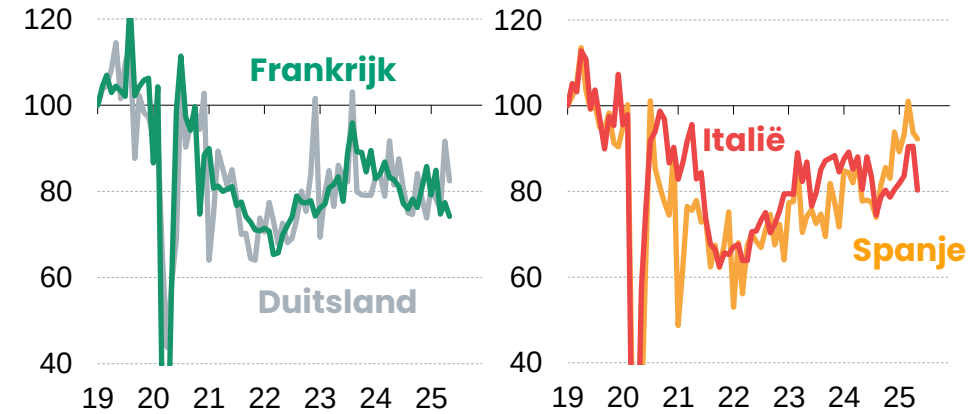
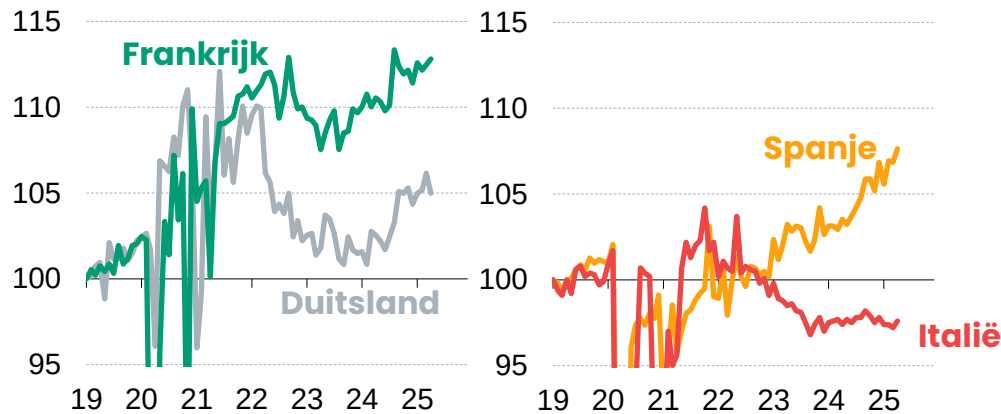
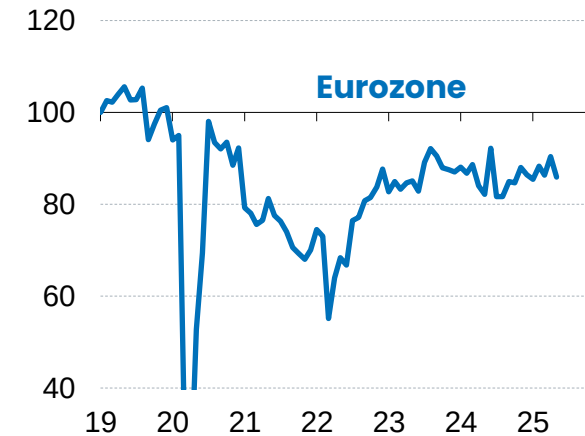


Aan het begin van dit jaar zijn detailhandelsverkopen beter georiënteerd

Detailhandelsverkopen eurozone
(januari 2019 = 100, ex motorvoertuigen, volume)

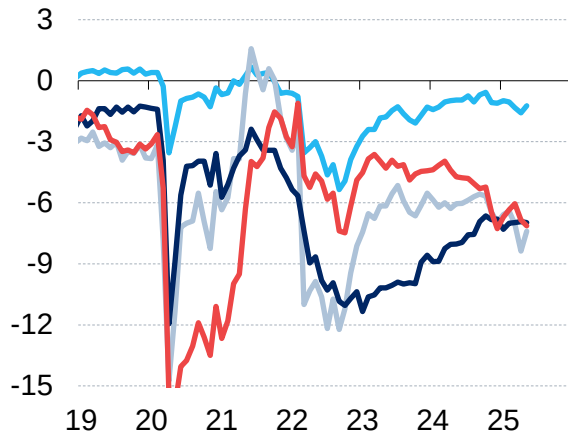
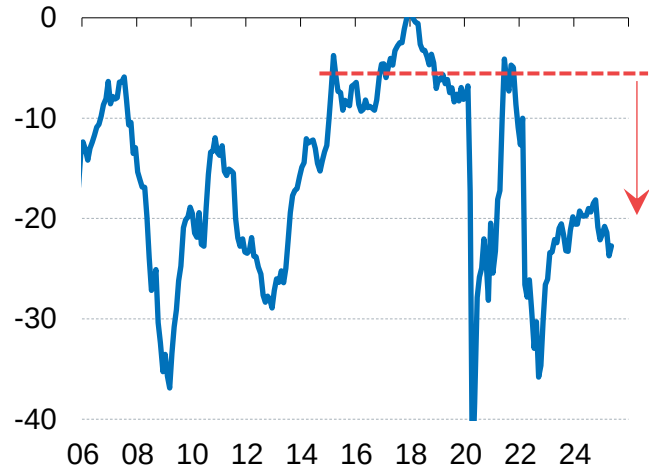


Registratie nieuwe auto's
(januari 2019 = 100)

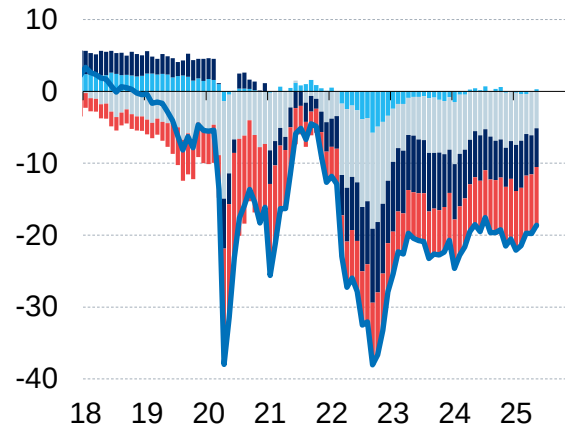


Huishoudens maken zich zorgen over de algemene economische situatie

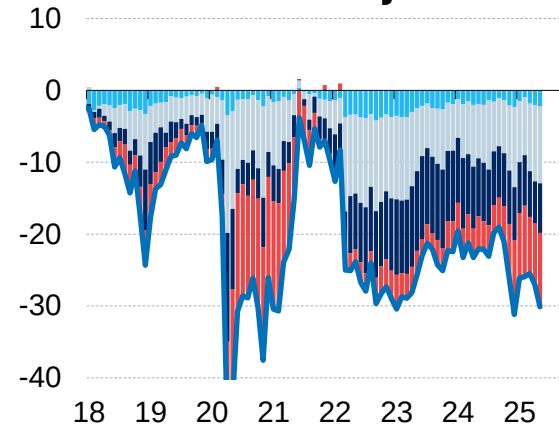
Consumentenvertrouwen in de eurozone



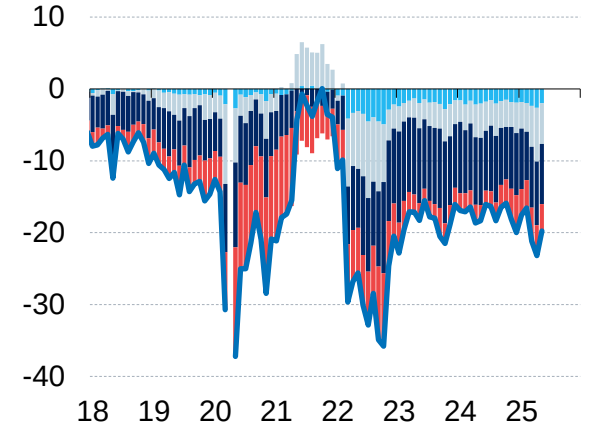
Duitsland



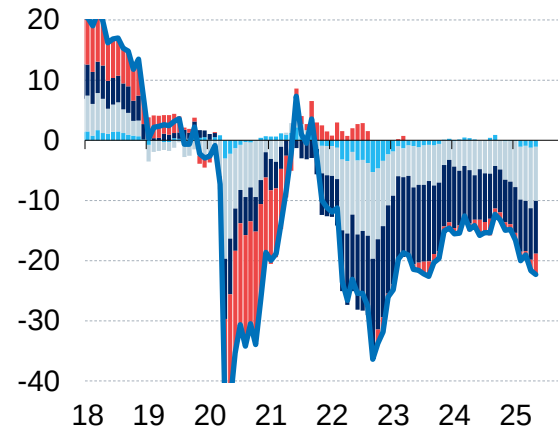
Frankrijk



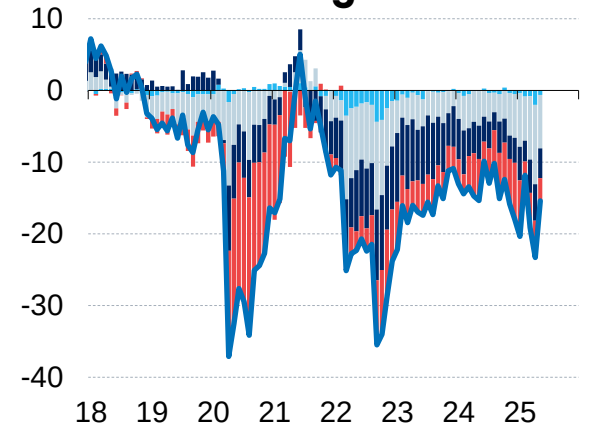
Italië



Nederland



België



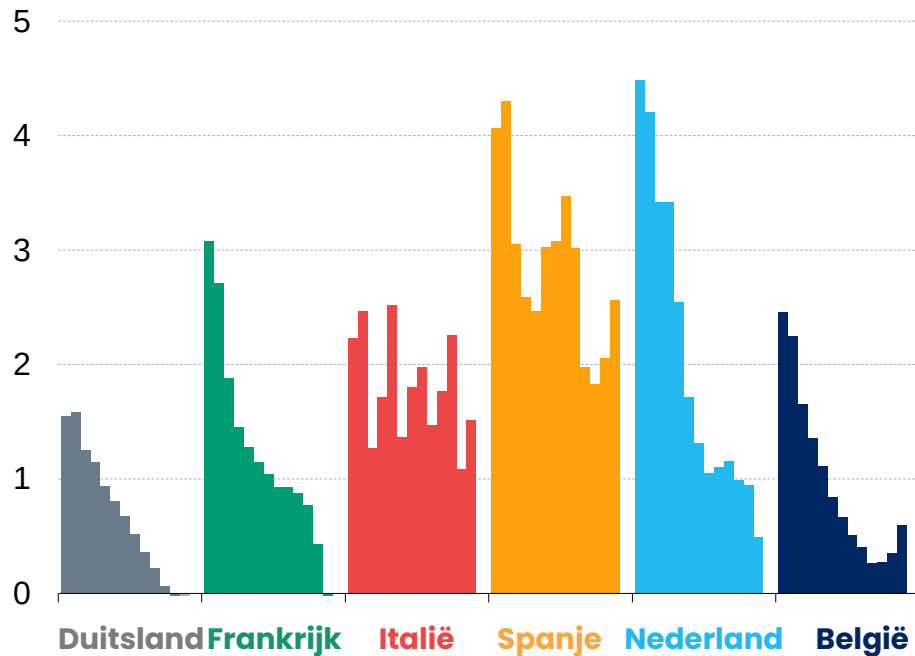
— Consumentenvertrouwen
— Werkloosheid*
— Belangrijke aankopen op dit moment
— Algemene economische situatie*
— Financiële situatie*

(*) Komende 12 maanden

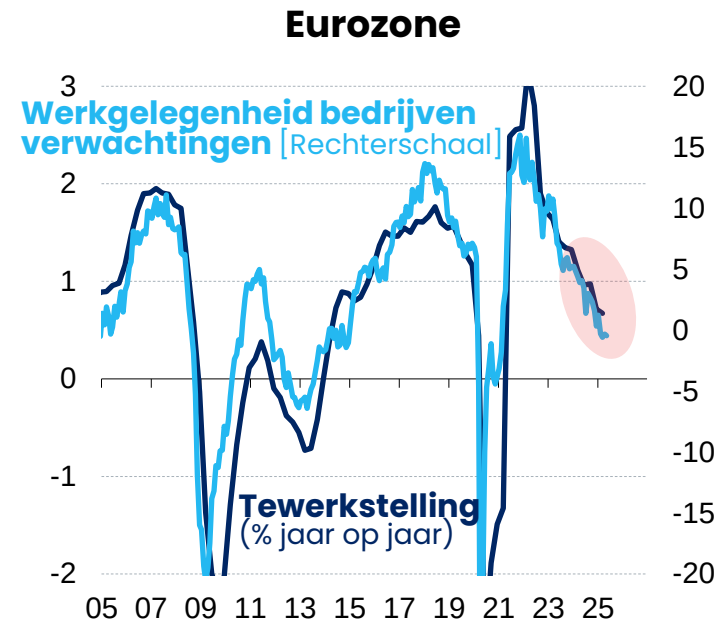


Tot nu toe is de vertraging van de banengroei ordelijk gebleven

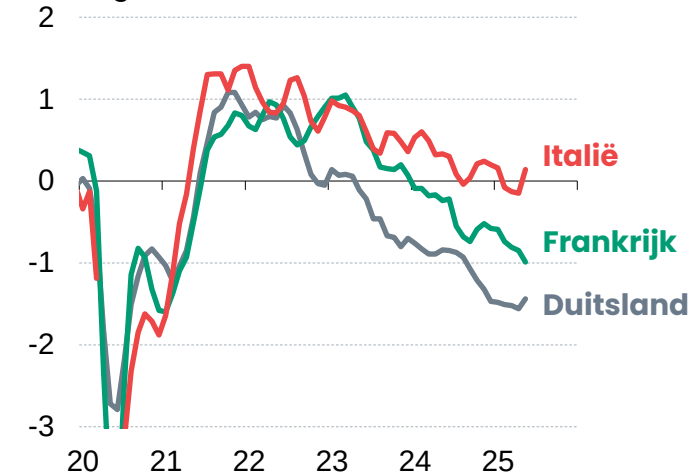
Groei van de werkgelegenheid
(% jaar op jaar, 2022 K1 - 2025 K1)



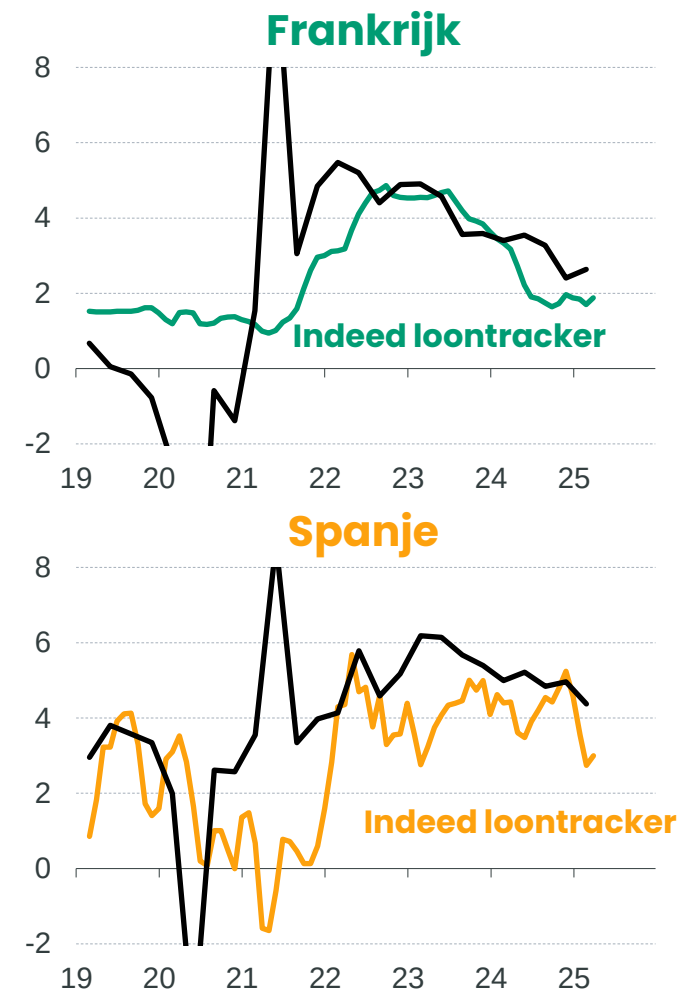
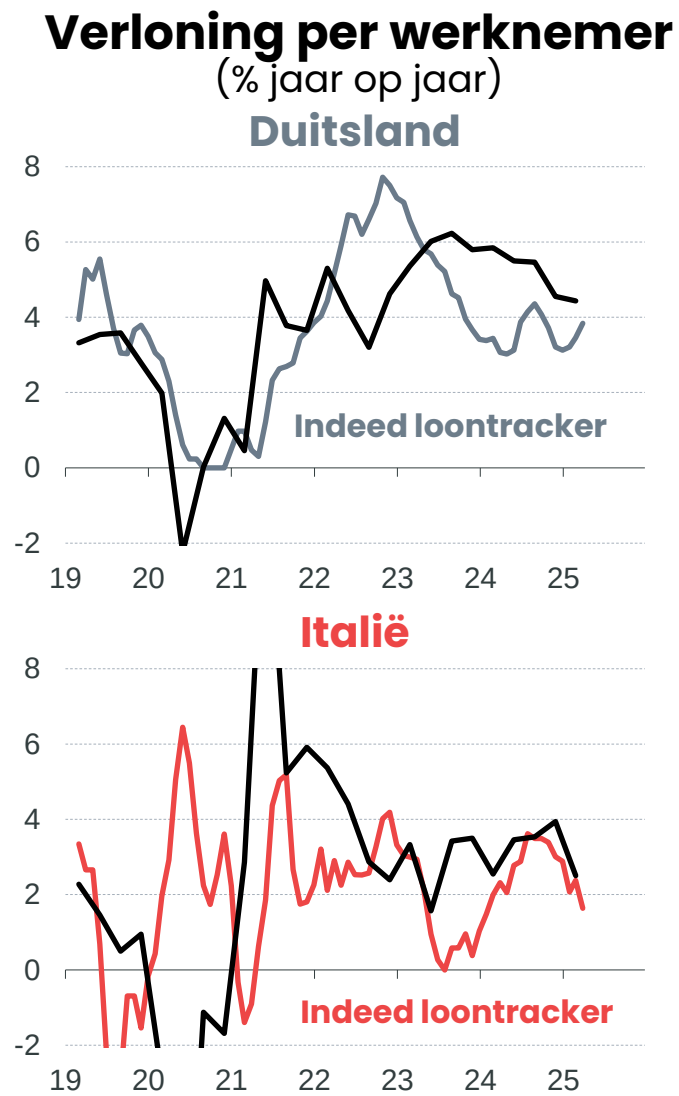
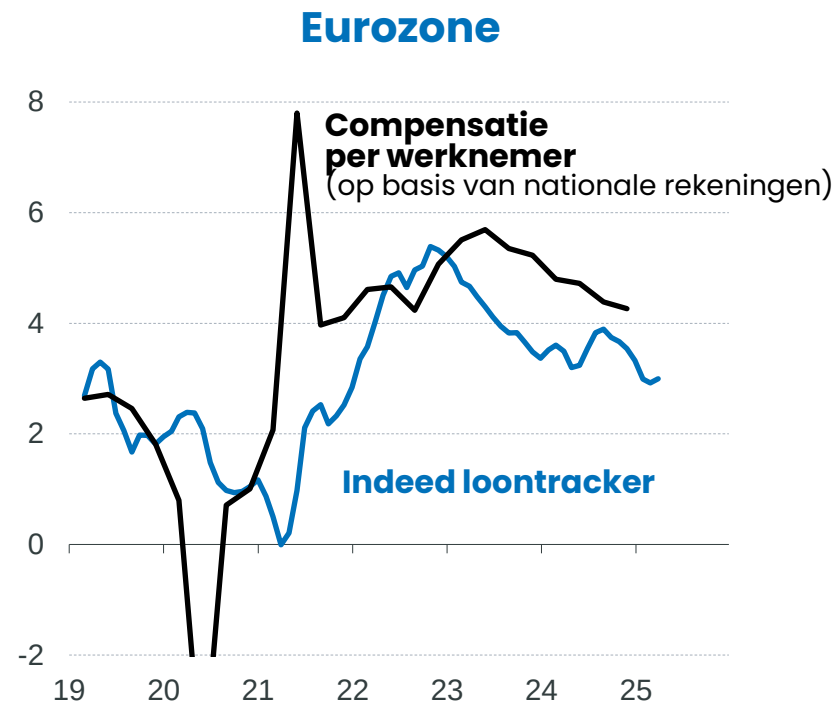
Werkgelegenheid en verwachtingen van bedrijven
(EC enquête)



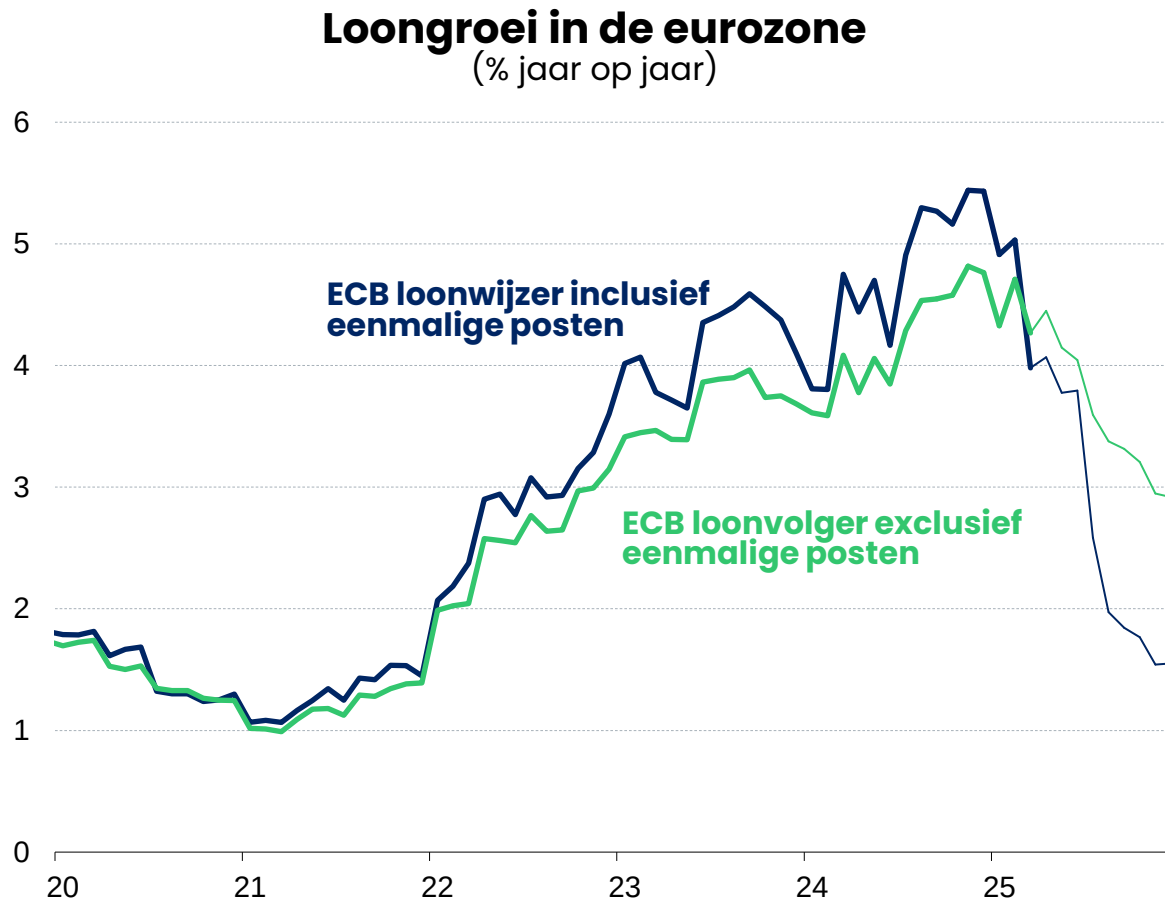
Bedrijven verwachtingen per land
(genormaliseerd, voortschrijdend gemiddelde over 3 maanden)



Lonen zijn gedaald...



... onderhandelde lonen zullen naar verwachting verder dalen



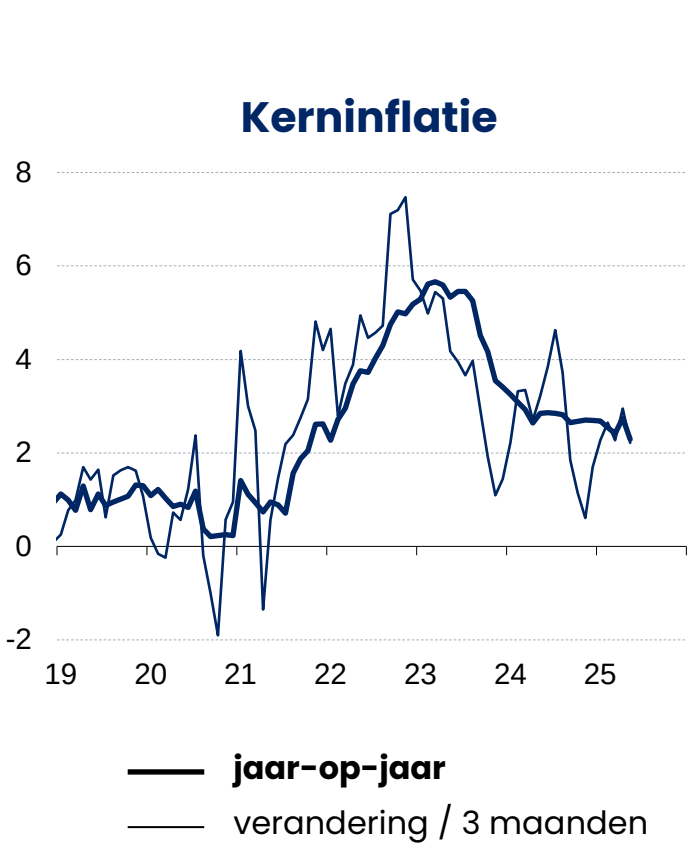
De **ECB loonwijzer** maakt gebruik van gedetailleerde gegevens uit reeds bestaande collectieve arbeidsovereenkomsten. Contract per contract wordt informatie uit duizenden overeenkomsten tussen vakbonden en werkgeversorganisaties verzameld en samengevoegd.

Momenteel dekt het de ontwikkelingen in Duitsland, Frankrijk, Italië, Spanje, Nederland, Griekenland en Oostenrijk.

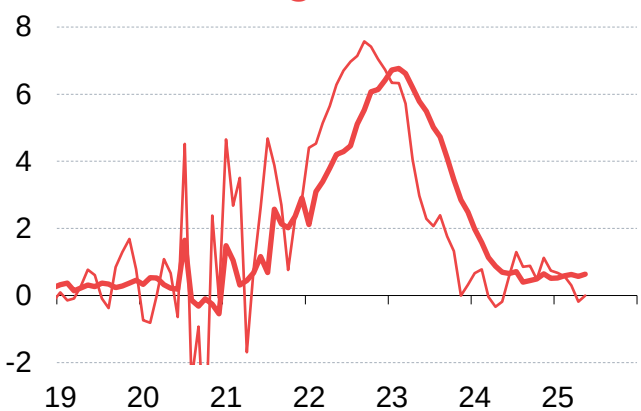


De inflatiedruk blijft afnemen

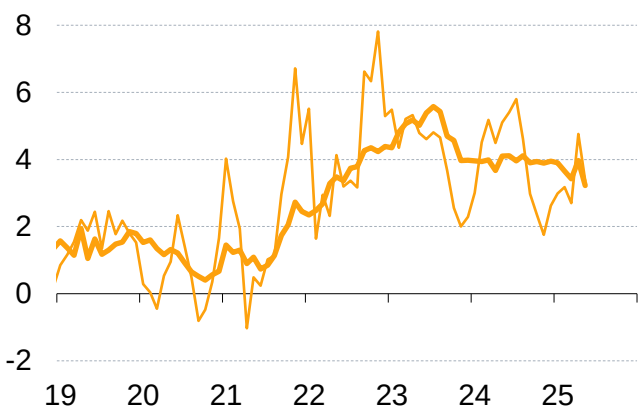
Kerninflatie in de Eurozone
(% op jaarbasis)



Kerngoederen



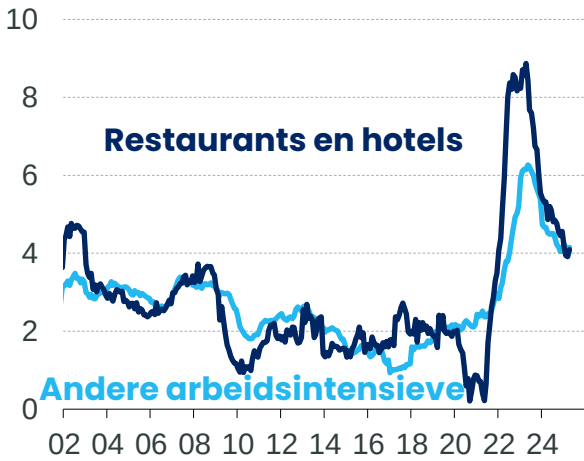
Kerndiensten



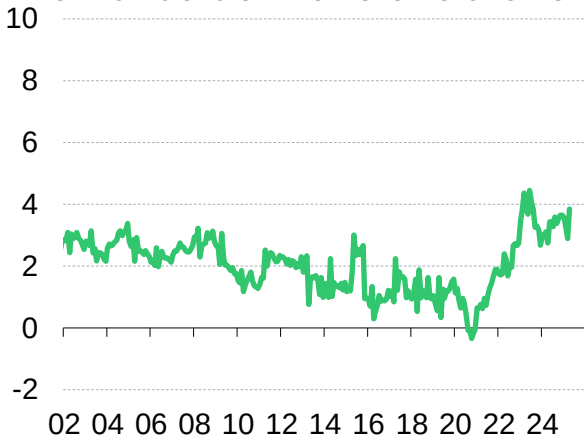
Kerndiensten CPI

(% jaar op jaar)

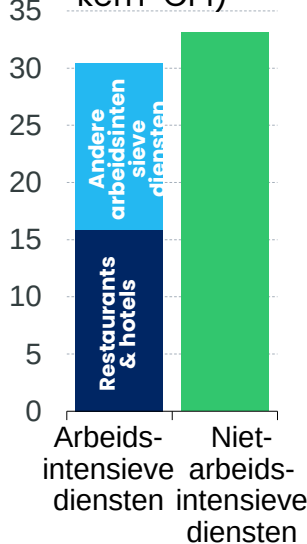
Arbeidsintensieve diensten



Niet-arbeidsintensieve diensten

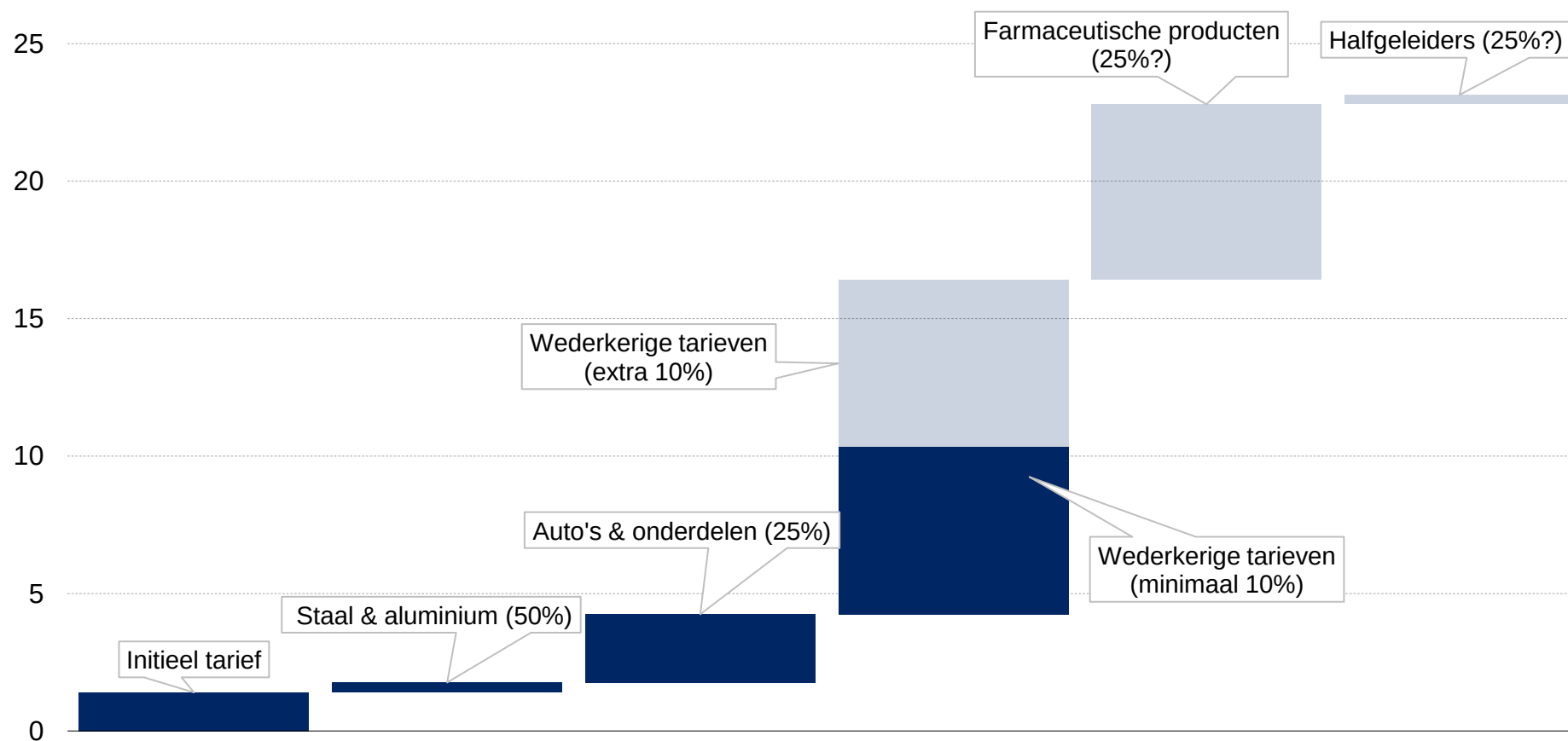


(% aandeel in kern-CPI)



Het uiteindelijke niveau van de Amerikaanse tarieven op Europa is onbekend

Tarief op invoer VS uit EU (%)

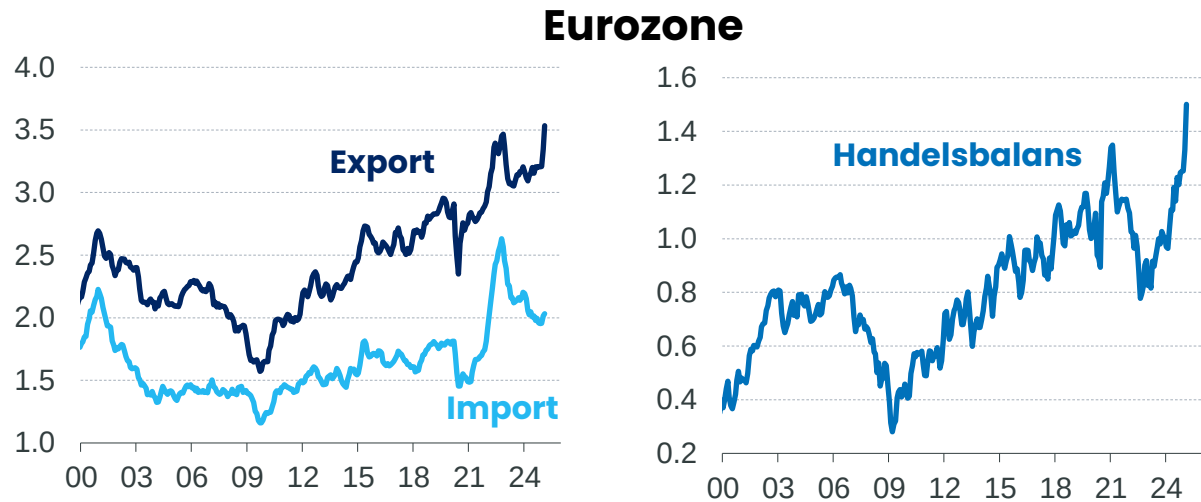


De voorgestelde Sectie 899 richt zich op bedrijven, individuen en overheden van landen die discriminerende **belasting** heffen (bijvoorbeeld: **digitale dienstenbelasting**) op Amerikaanse burgers of bedrijven door hen te onderwerpen aan hogere Amerikaanse belastingtarieven. Volgens de nieuwe belastingwet zou de VS investeerders uit dergelijke landen treffen door **de belastingen op Amerikaanse inkomsten elk jaar met 5 procentpunten te verhogen, waardoor het tarief zou kunnen oplopen tot 20%.**

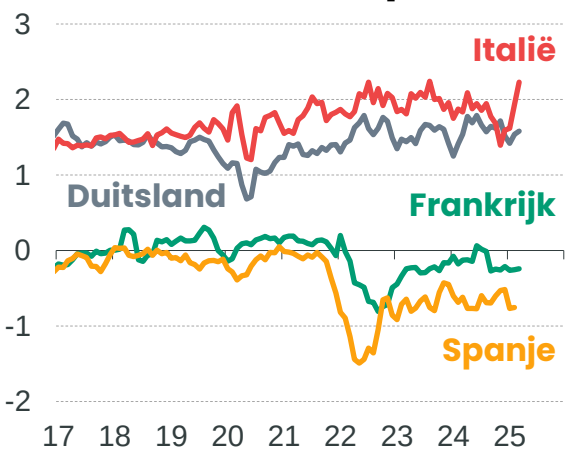


De eurozone is kwetsbaar voor een stijging van de Amerikaanse tarieven...

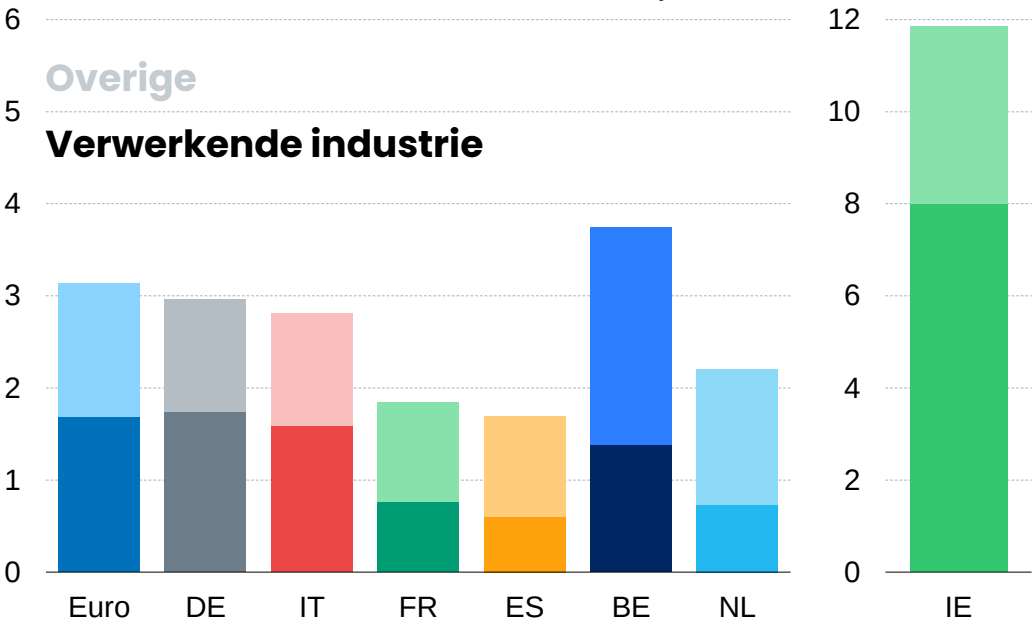
Buitenlandse handel van goederen met de Verenigde Staten (% van het bbp)



Handelsbalans per land



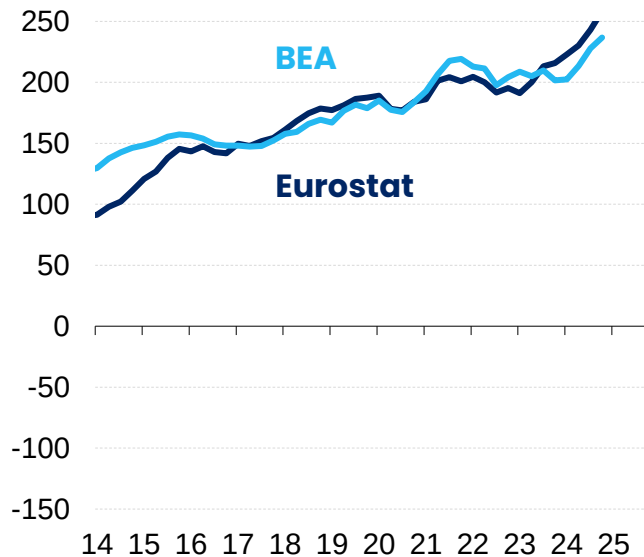
De toegevoegde waarde inhoud van elk land in hun exports naar de Verenigde Staten (% van nationaal bbp, 2019)



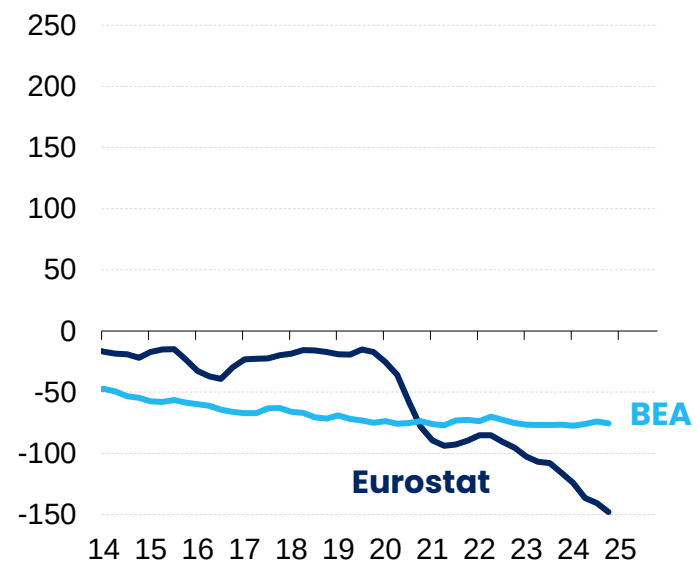
Memo. Overschot op de lopende rekening van de EU27 ten opzichte van de VS is kleiner dan men denkt

Europese handelsbalans en lopende rekening met de Verenigde Staten (miljarden lokale valuta, jaarlijks ritme)

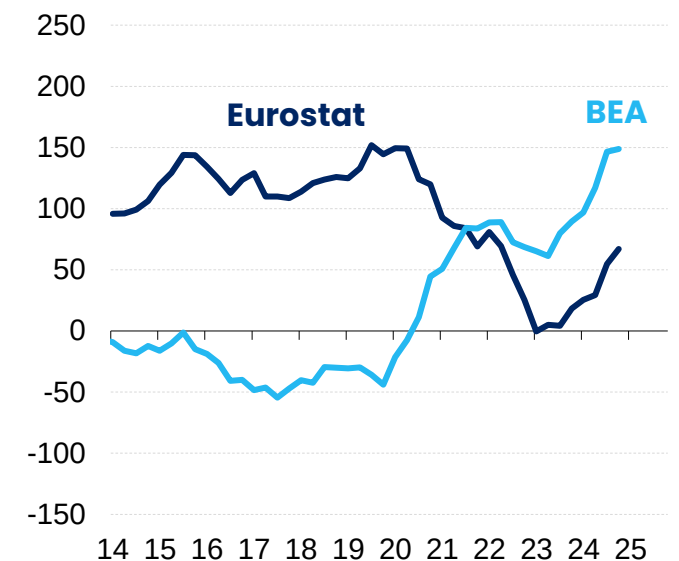
Goederen



Diensten

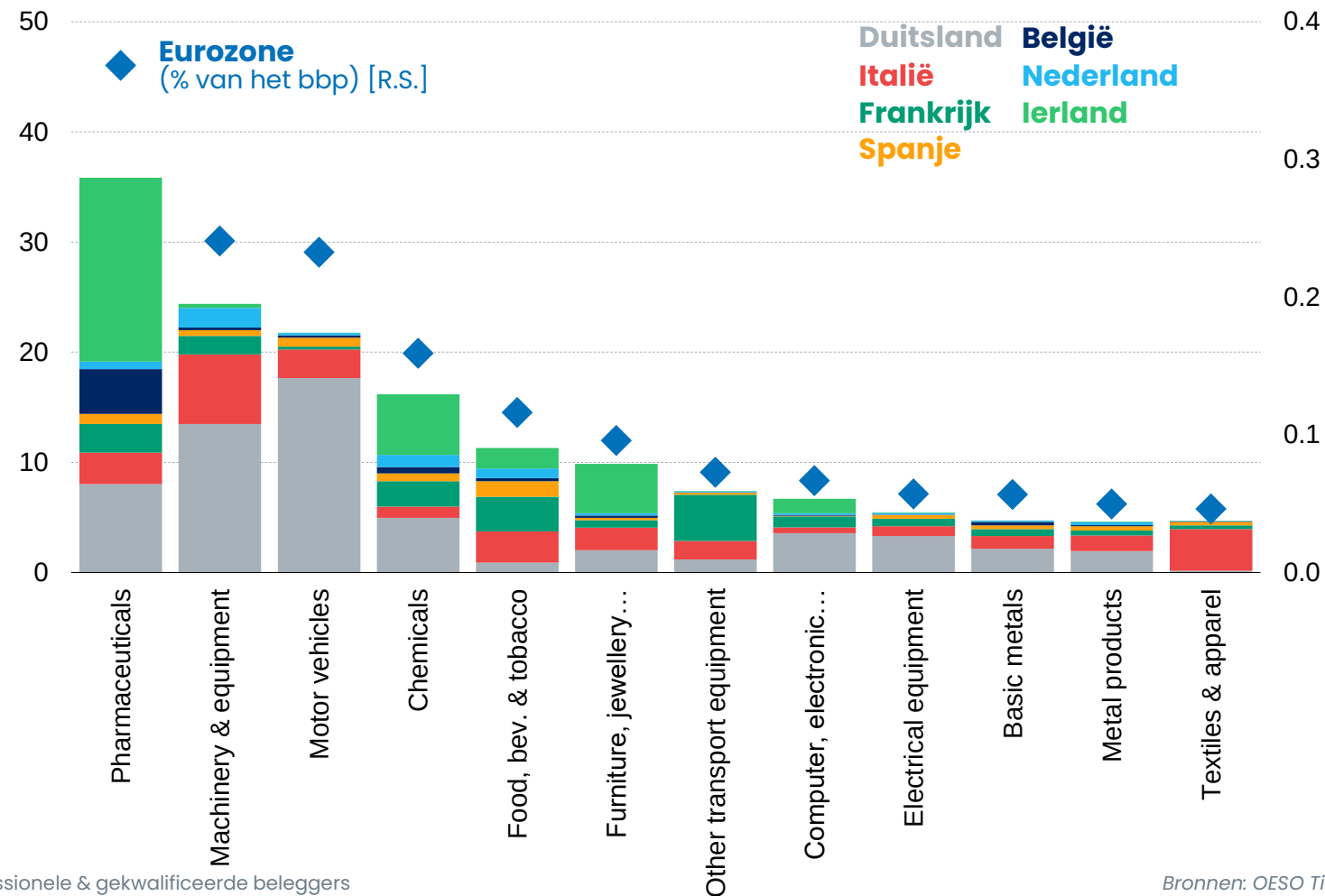


Saldo op lopende rekening



N.B. Sommige industrieën zijn sterk afhankelijk van de vraag uit de Verenigde Staten

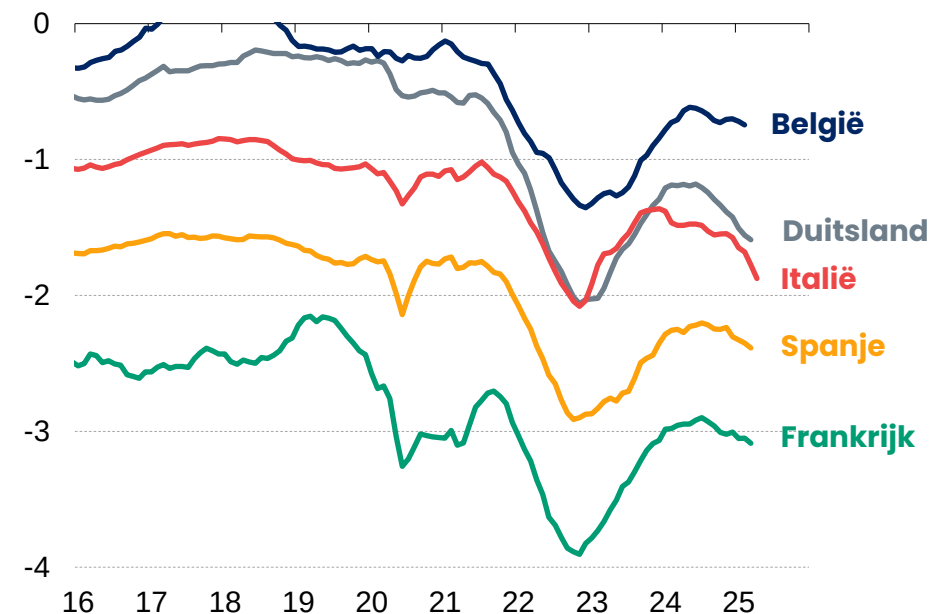
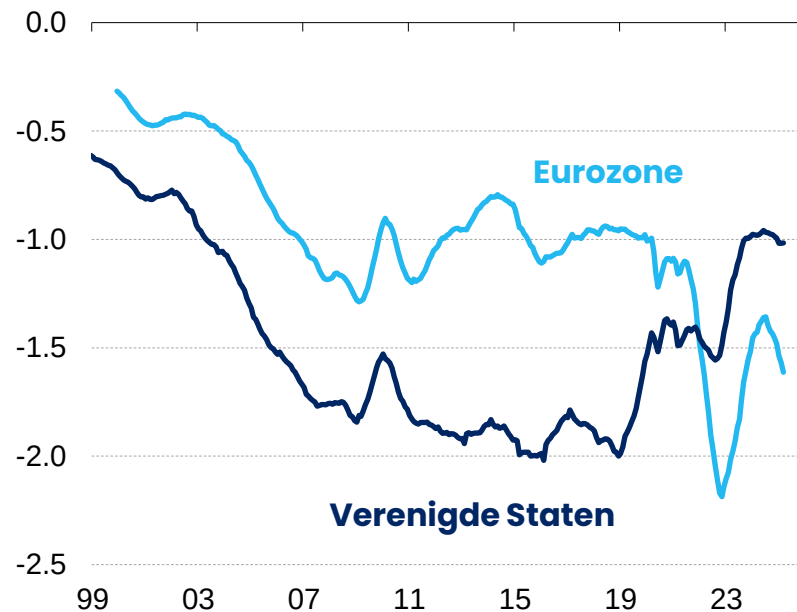
Toegevoegde waarde van het land in de export naar de Verenigde Staten per type goederen
(miljard dollar, 2019)



De groei van het BBP kan ook worden verzwakt als China probeert zijn penetratie van de Europese markten te vergroten

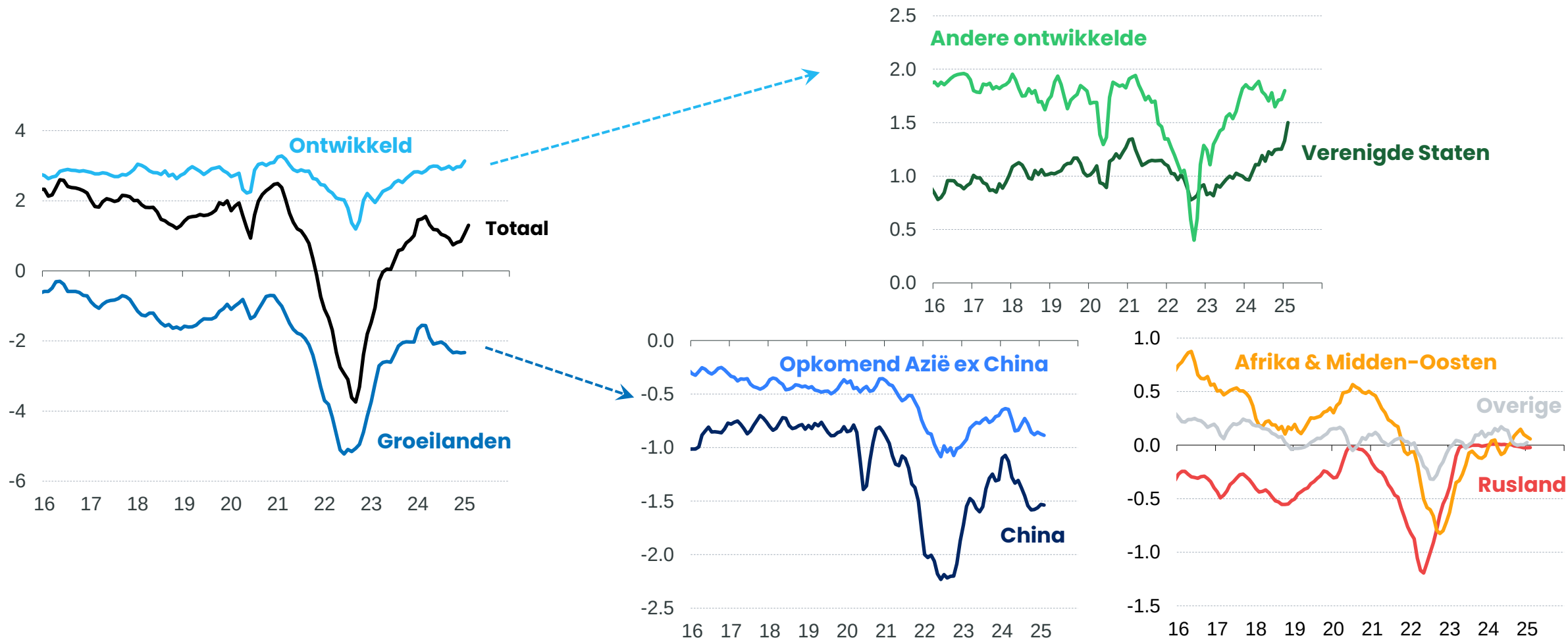
Bilaterale handelsbalans met China

(% van het bbp van het land/regio, 12-maands voortschrijdend gemiddelde)



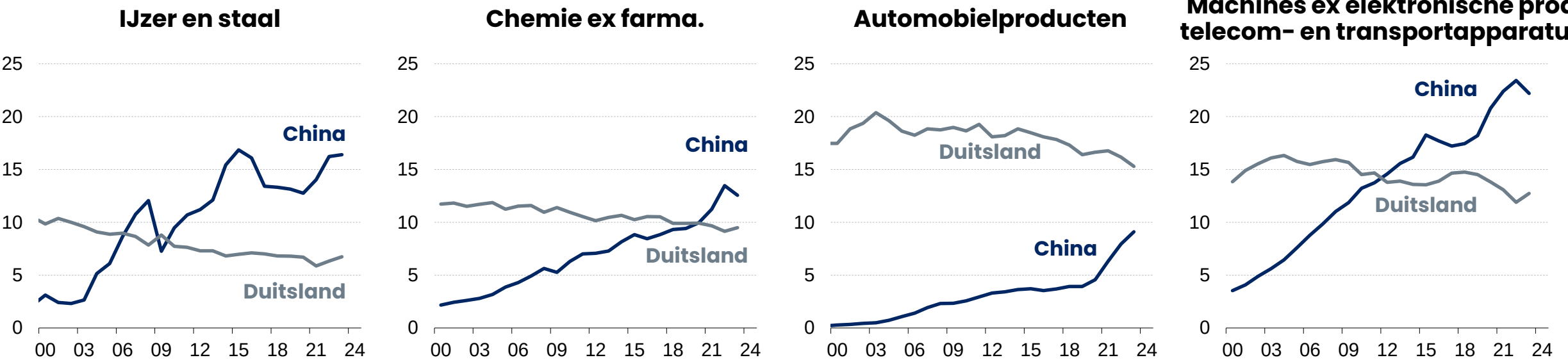
Memo. Eurozone buitenlandse handelsbalans per regio

Saldo van de buitenlandse handel van de eurozone per land
(% van het bbp, 3-maands voortschrijdend gemiddelde)



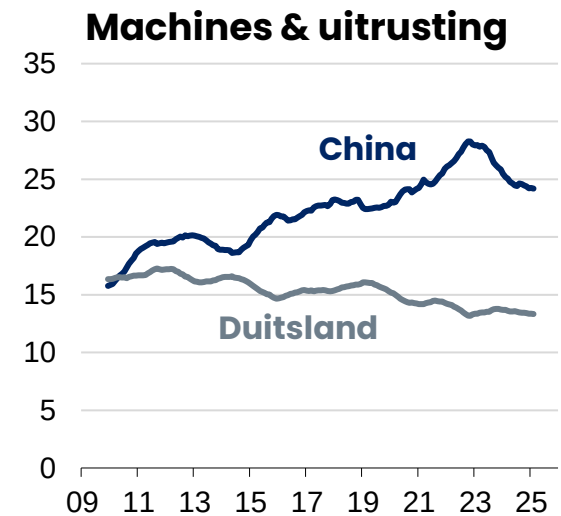
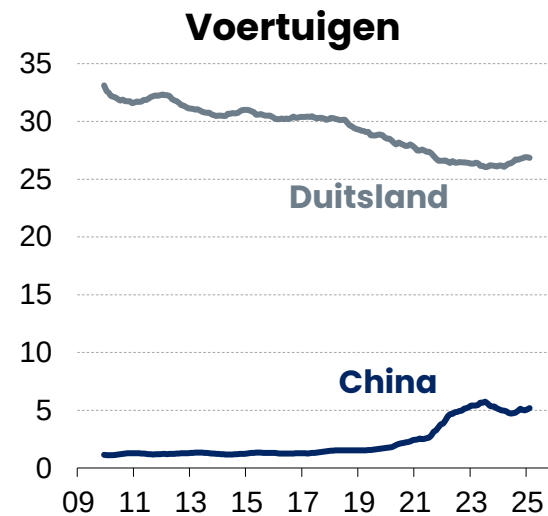
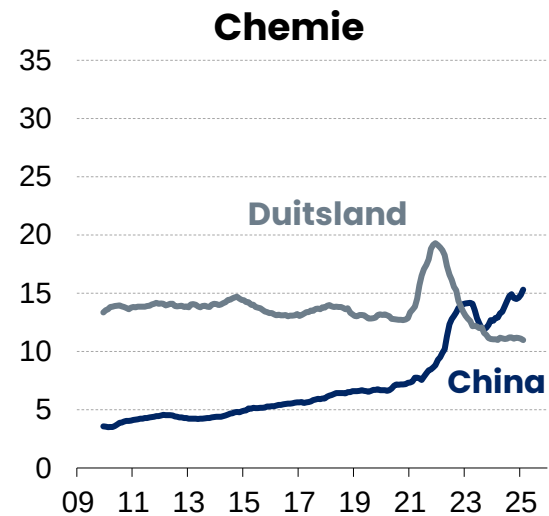
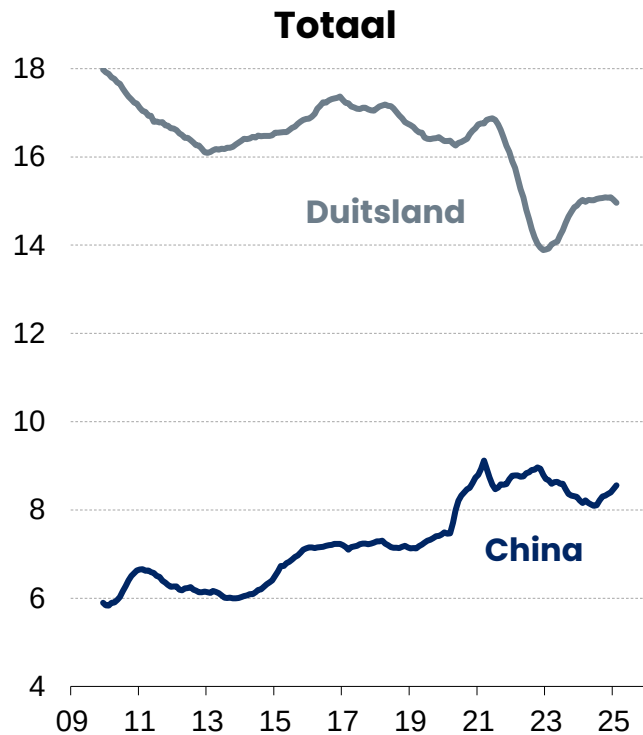
Duitsland lijdt onder de Chinese concurrentie op derde markten

Aandeel China en Duitsland in wereldexport voor sommige producten (%)



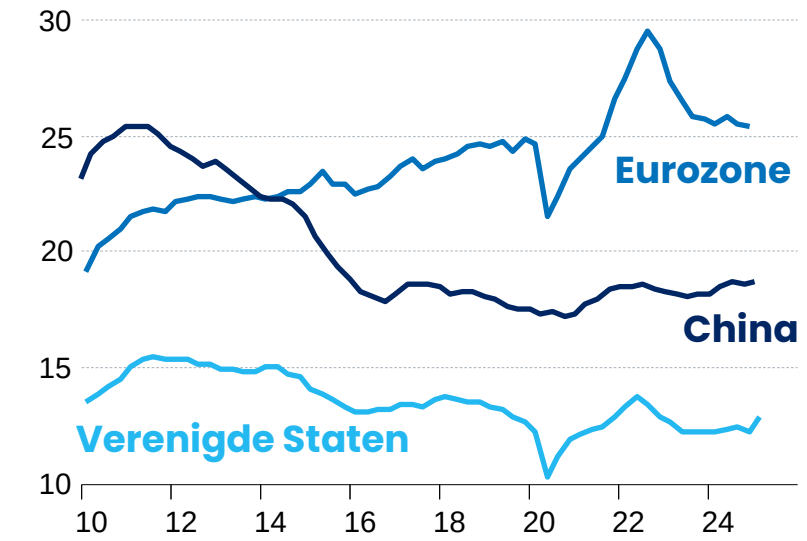
Duitsland lijdt onder de Chinese concurrentie ook binnen Europa!

Aandeel van China en Duitsland in de invoer van de eurozone per product (% van invoer uit eurozone ex Duitsland)



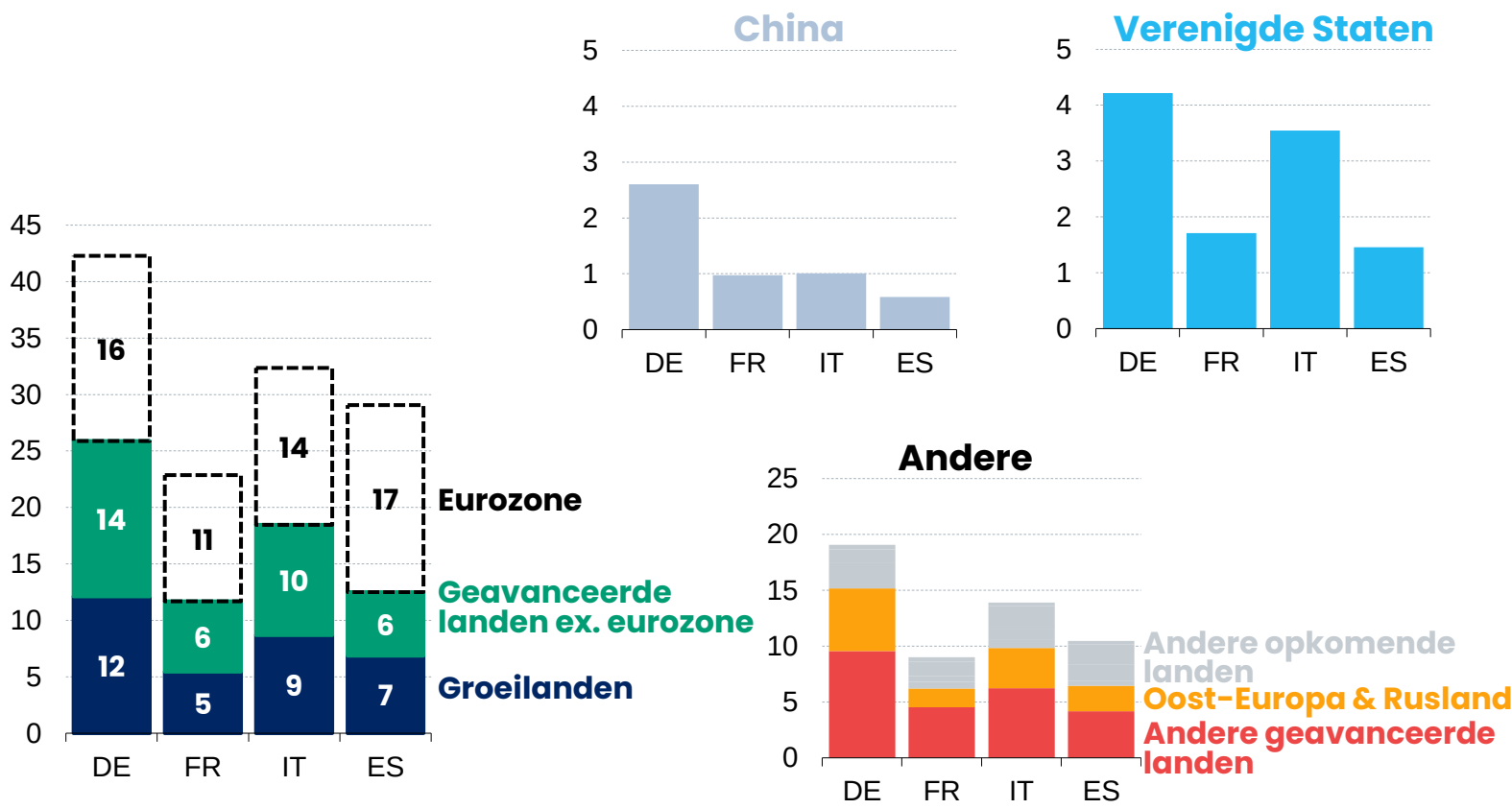
Meer in het algemeen is de eurozone ook kwetsbaar voor een vertraging van de wereldwijde groei

Openheid voor handel*
(% van bbp, 4-kwartaals voortschrijdend gemiddelde)

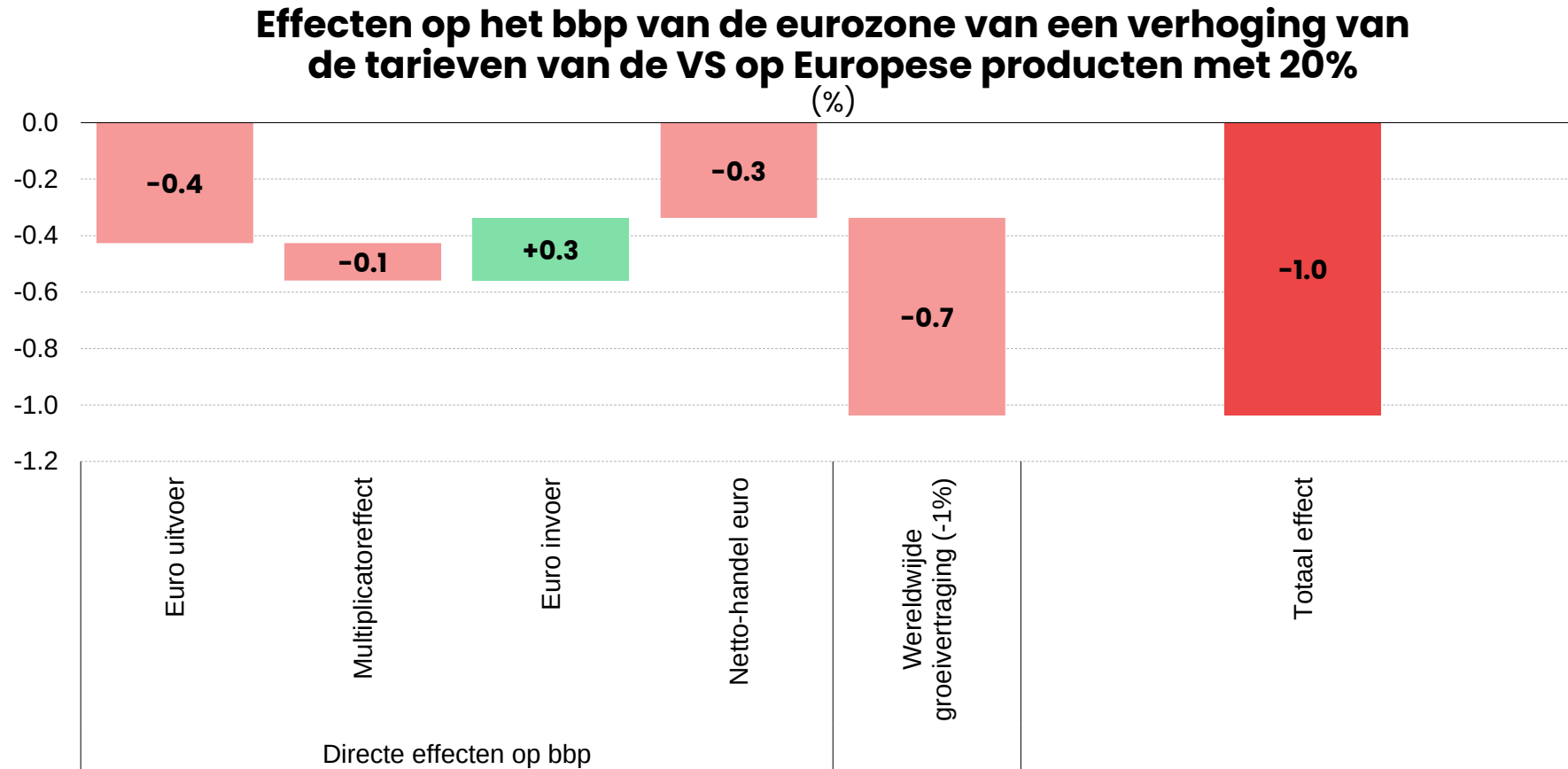


(*) Gemeten als de halve som van export en import tot bbp

Eurozone goederenuitvoer per regio
(% van bbp, 2024)



Tarieven van 20% zouden een aanzienlijke impact hebben op de groei!

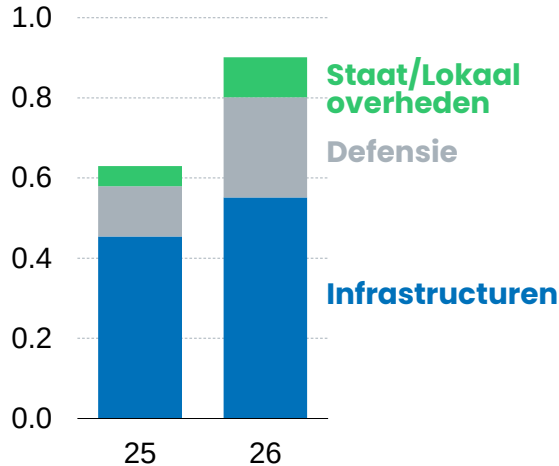


In zijn hoofdscenario gaat de ECB ervan uit dat VS tarieven op het niveau van 12 mei 2025 liggen (i.e. tarief van 40% op China en 10% op de rest van de wereld, met geen vergeldingsmaatregelen): de cumulatieve effect op het bbp van de eurozone is geschat rond -0,7% over 2025-27.



Duitse aankondigingen samen met het EG-plan kunnen de negatieve gevolgen van de handelsoorlog opvangen

Het Duitse plan:
maximale groei impuls
(%)



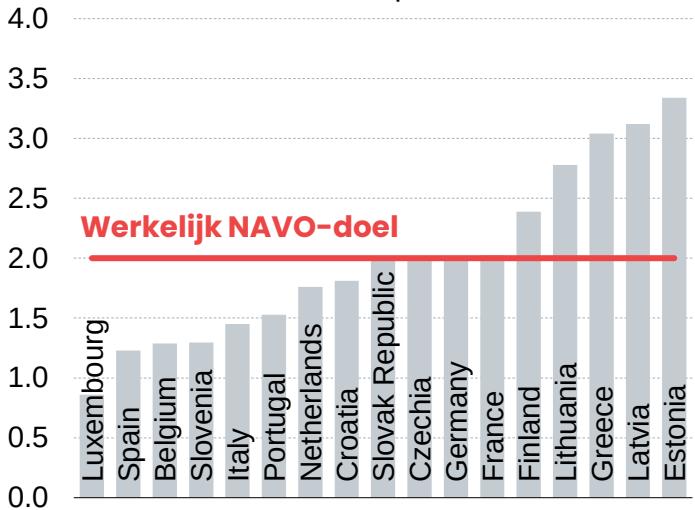
Een infrastructuurfonds van EUR 500 miljard, te besteden over 12 jaar: het omvat de spoorwegen, scholen, het elektriciteitsnetwerk, digitale infrastructuur, enz., met EUR 400 miljard voor het federale niveau en EUR 100 miljard op staats-/lokaal niveau.

Vrijstelling van "verplichte" defensie-uitgaven van de schuldrem: defensie-uitgaven die meer dan 1% van het bbp bedragen, tellen niet mee voor de berekening van de schuldrem.

Een tekorttoelage van 0,35% van het bbp voor staats- en lokale overheden: Staten en lokale overheden mogen nu een structureel tekort hebben van 0,35% van het bbp.

ReArm EU / Gereedheid 2030

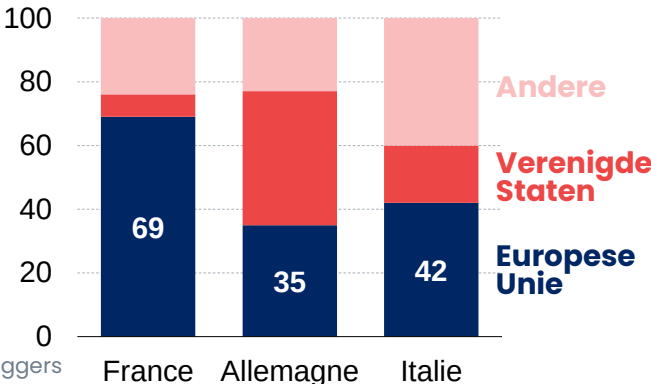
Defensie-uitgaven
(% van bbp, 2024)



Meer steun van individuele landen

Sommige landen zouden ook hun getroffen industrieën kunnen steunen: Spanje heeft al een plan van EUR 14 miljard onthuld om de klap van de Amerikaanse tarieven te verzachten, met 7,4 miljard aan nieuwe financiering.

Wapenimport
per land van oorsprong
(%)

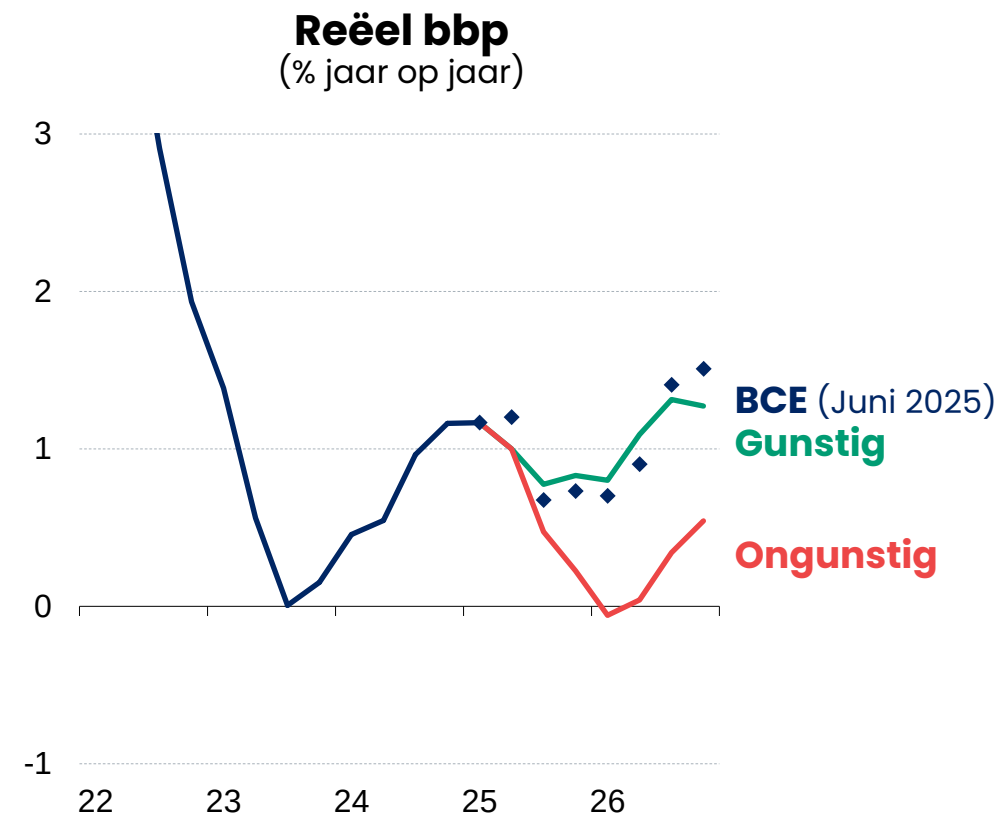
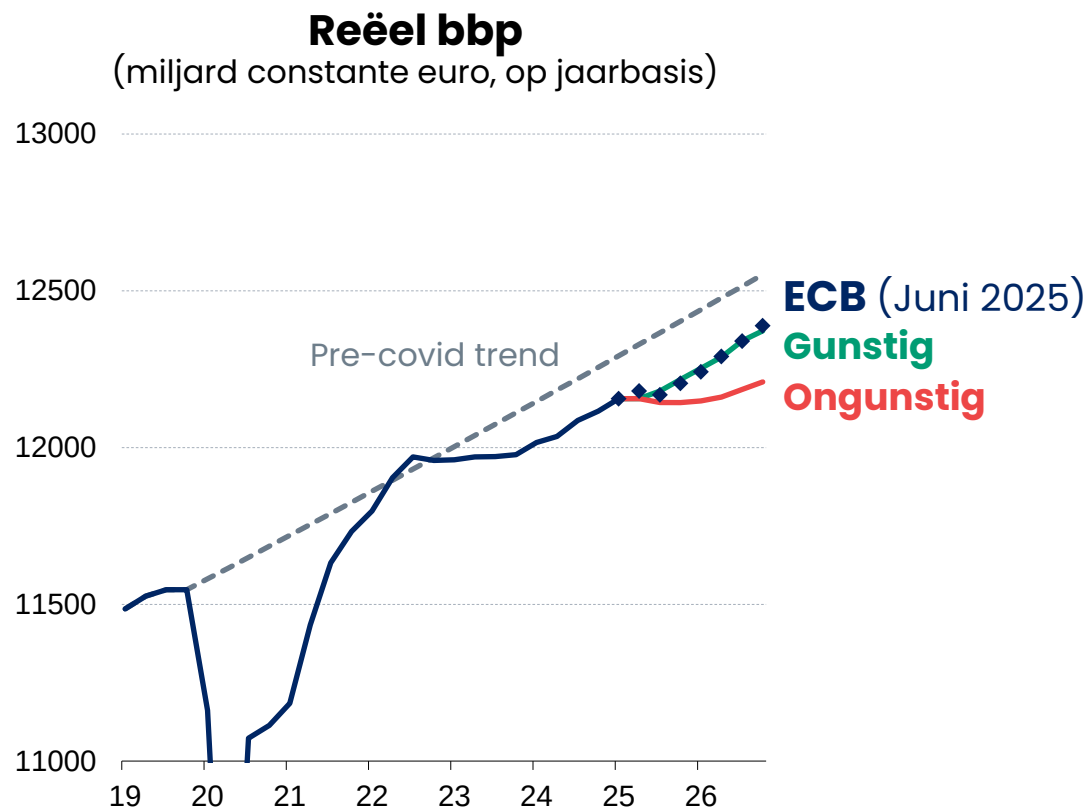


Als alle NAVO-lidstaten in de eurozone hun defensie-uitgaven verhogen tot 2,5% of 3% van het bbp (met een maximum van 0,5 punten van het bbp per jaar), zal het effect op de activiteit ongeveer +0,2 punten van het bbp** per jaar bedragen.

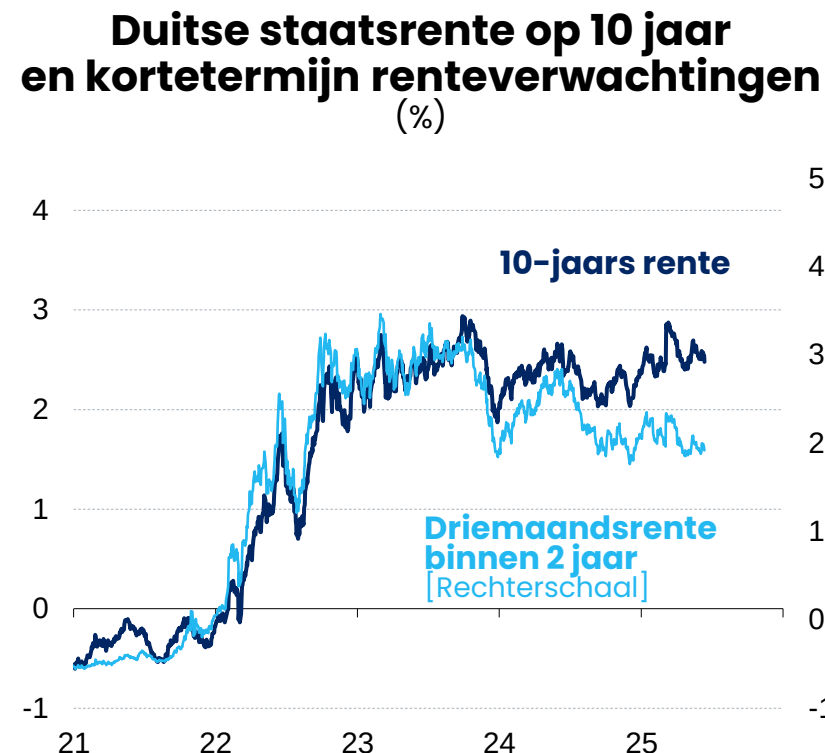
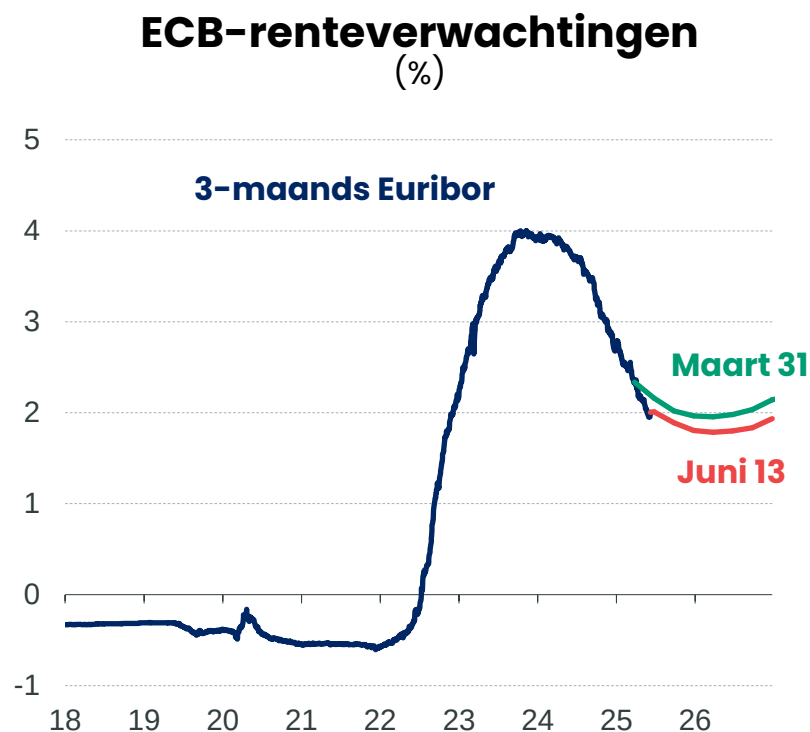
(**) met een vermenigvuldigingsfactor van 0,5



Het risico op een duidelijke vertraging van de activiteit is aanzienlijk



De normalisering van het monetaire beleid nadert haar einde... maar de ECB kan na de zomer gedwongen worden de rente weer te verlagen

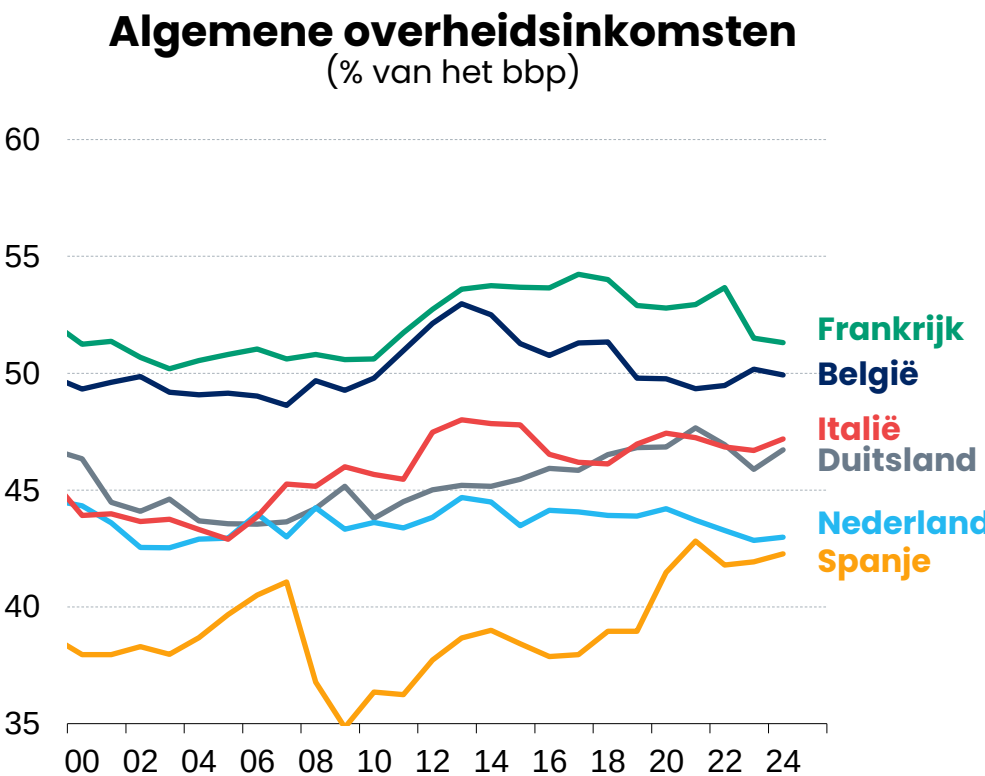
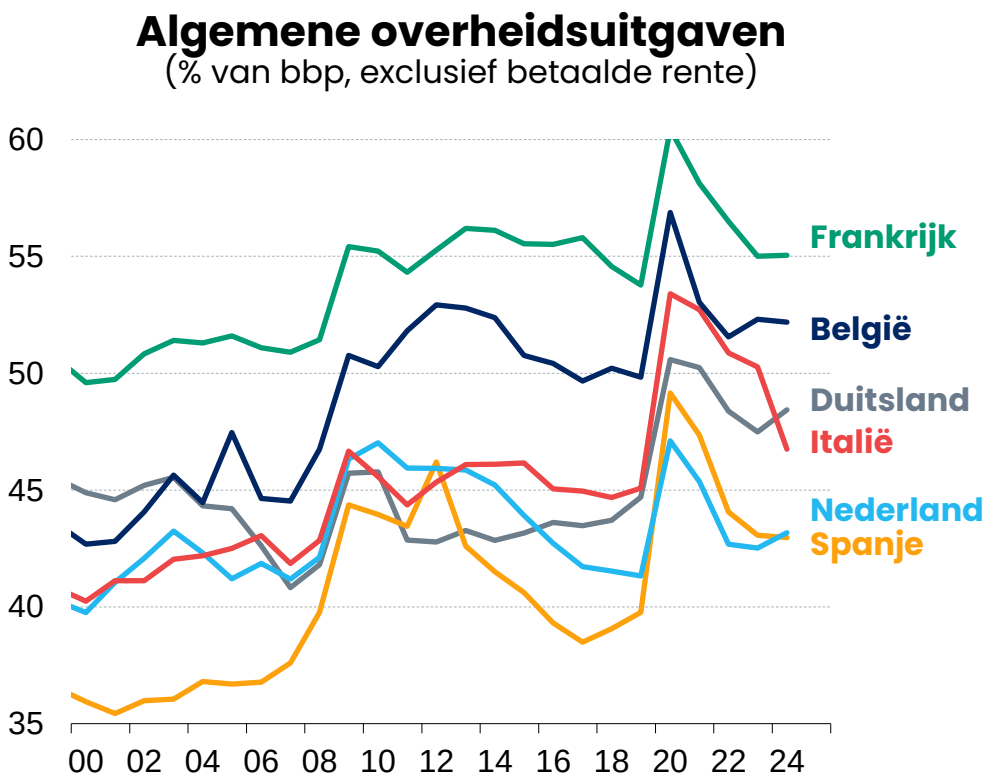




4 Eurozone

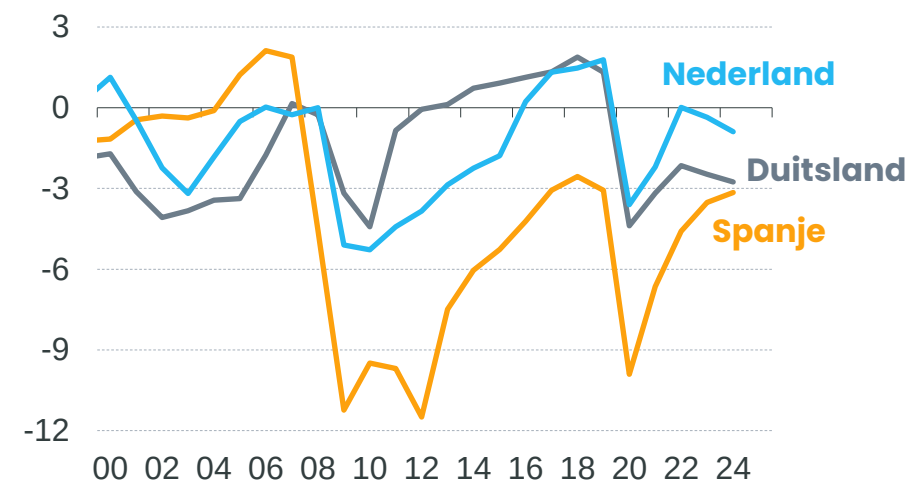
Overheidsfinanciën onder de loep...

Memo. Overheidsinkomsten en -uitgaven

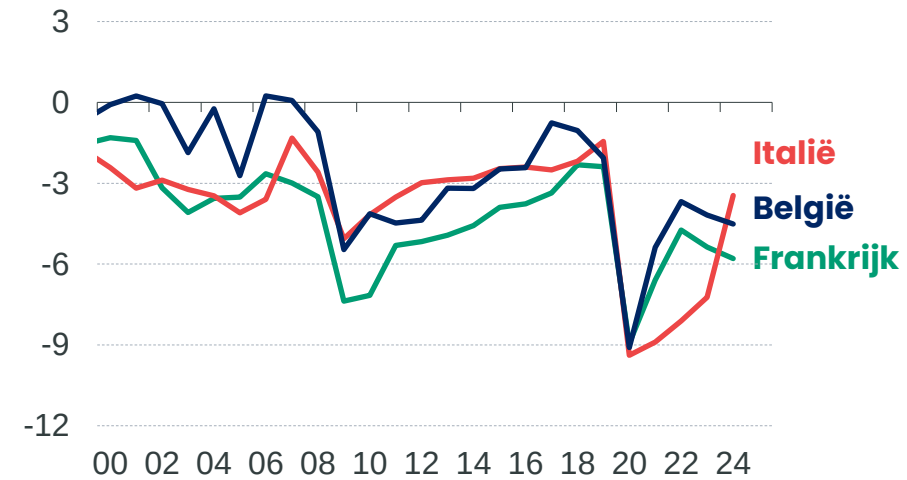
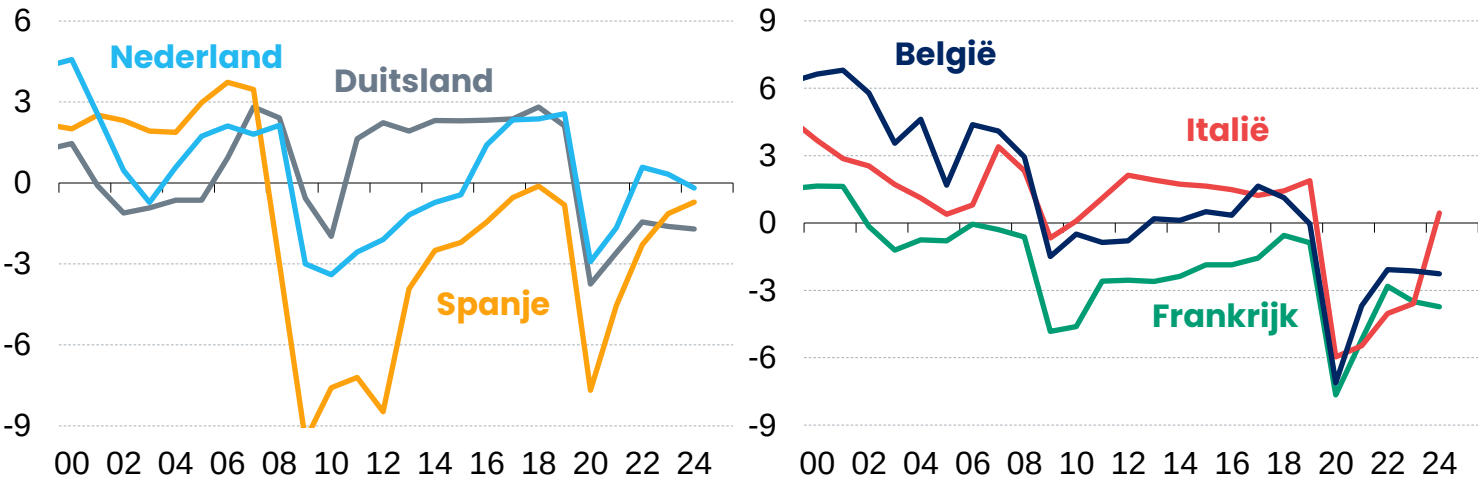


Memo. Begrotingssaldo

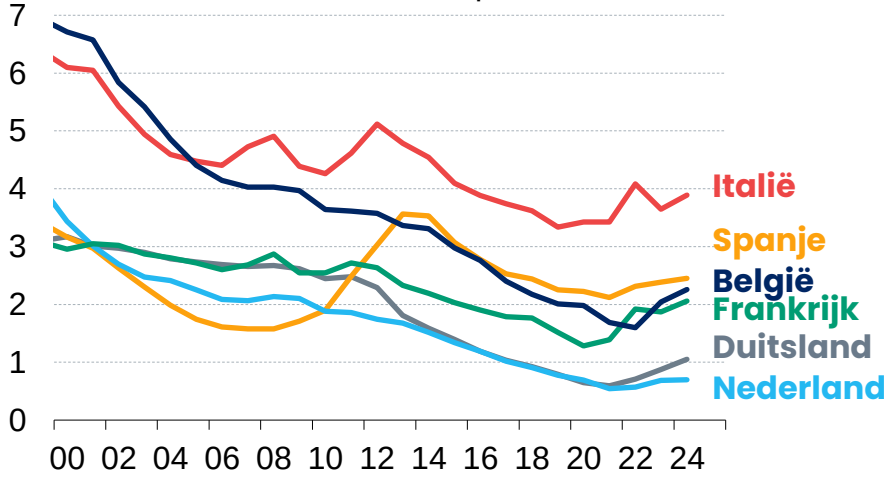
Begrotingssaldo
(% van het bbp)



Primair saldo overheid
(% van het bbp)

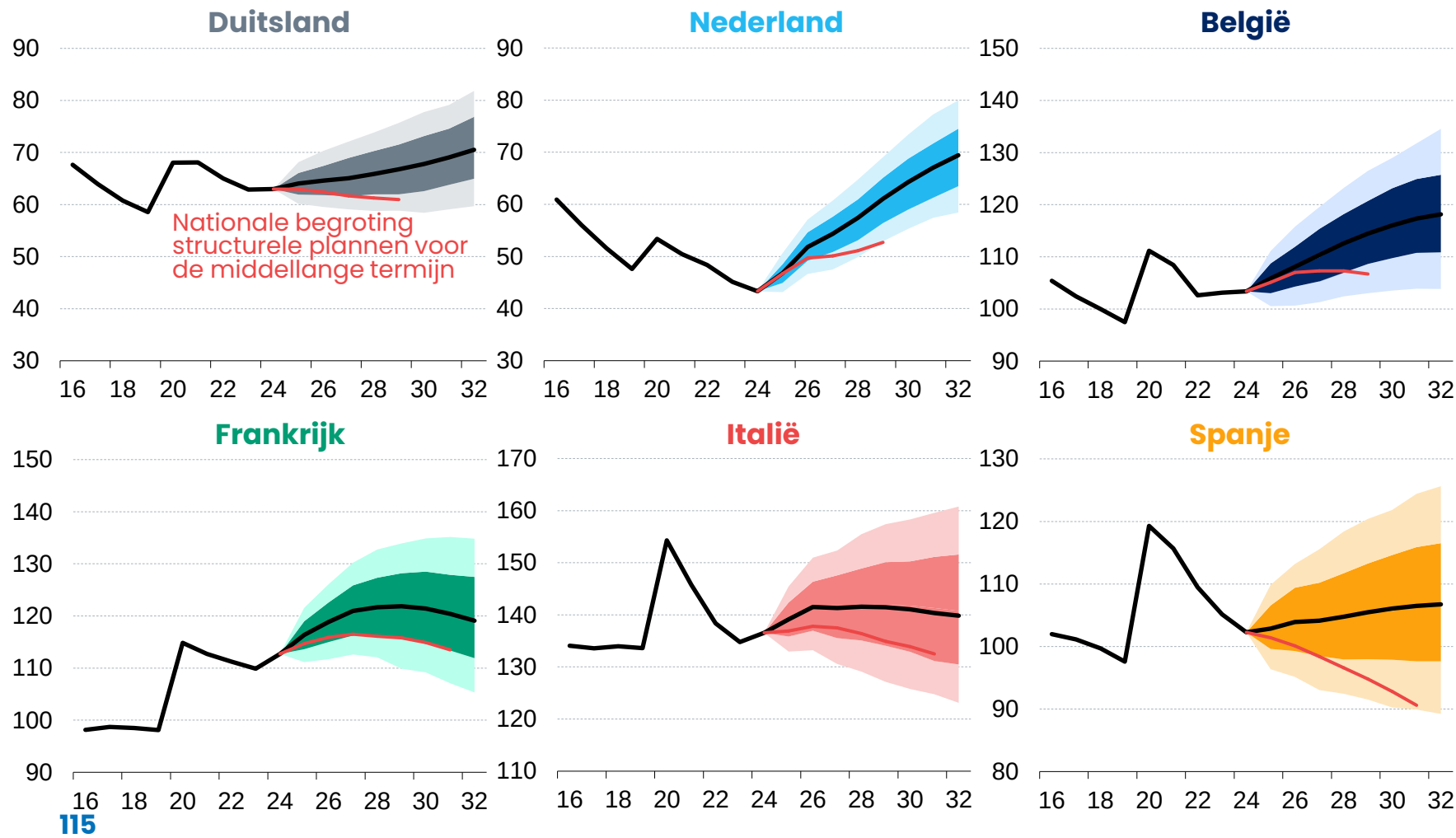


Rentebetalingen
(% van het bbp)

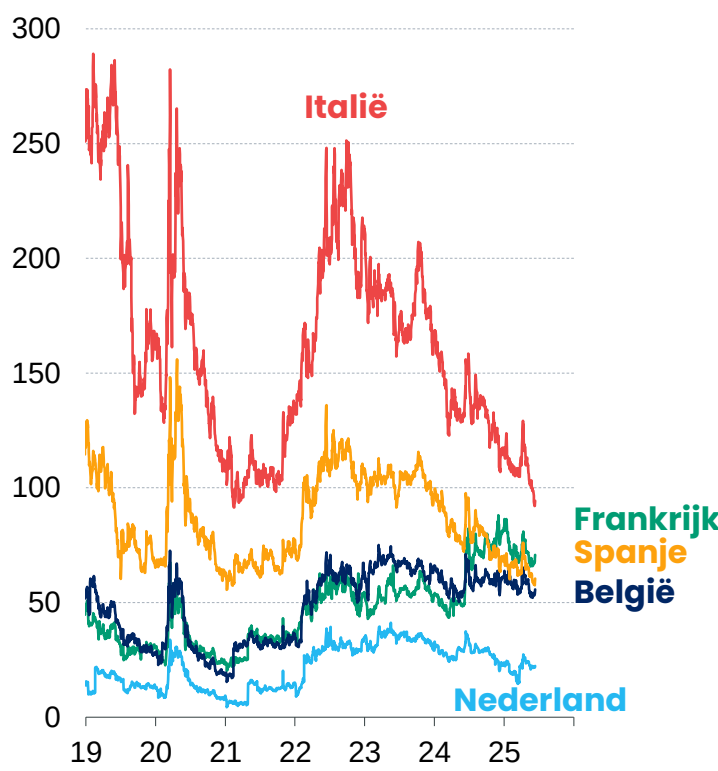


Memo. Staatsschuldtrajecten voor landen in de eurozone

Staatsschuld met stijgende defensie-uitgaven en Duits infrastructuurfonds (% van het bbp)

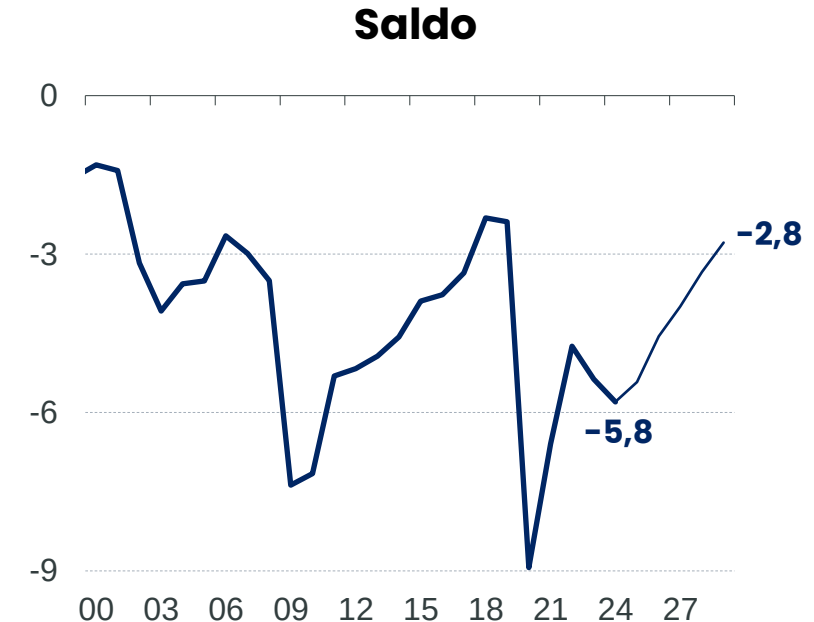
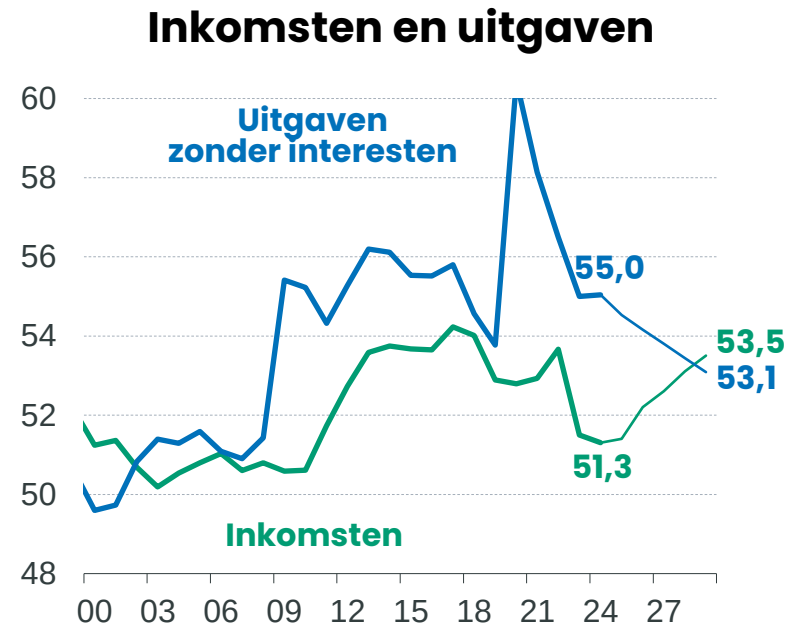
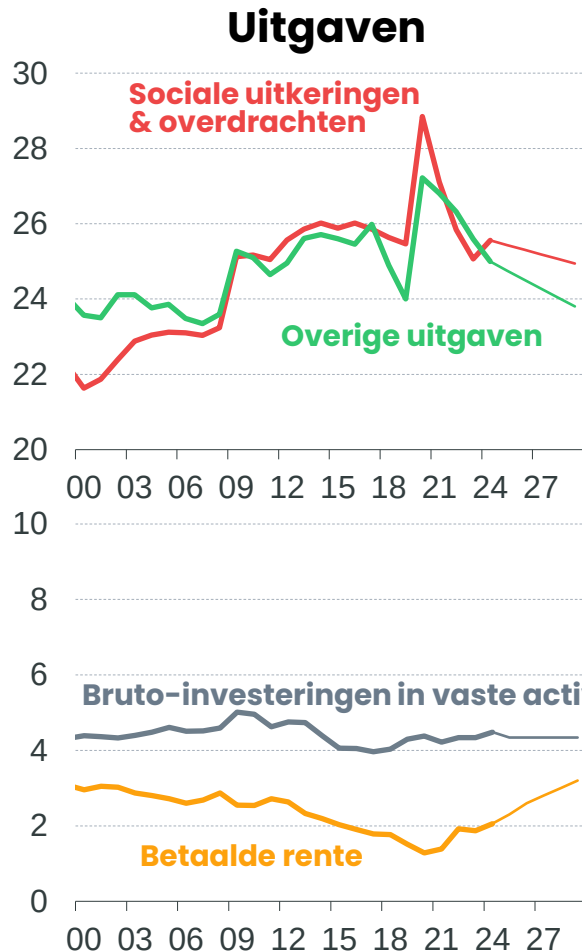


10-jaarsoverheidsspreads tgo Duitsland (basispunten)



In Frankrijk blijft de inspanning om het evenwicht te herstellen groot en kan nauwelijks worden bereikt door alleen de uitgaven te verminderen

Overheidsinkomsten, -uitgaven en -saldo in Frankrijk (% van het bbp)



Aannames

Sociale uitkeringen & overdrachten: de uitgaven voor pensioenen en gezondheidszorg stijgen 0,5% langzamer dan het nominale bbp.

Overige uitgaven: uitgaven stijgen 1% langzamer dan het nominale bbp.

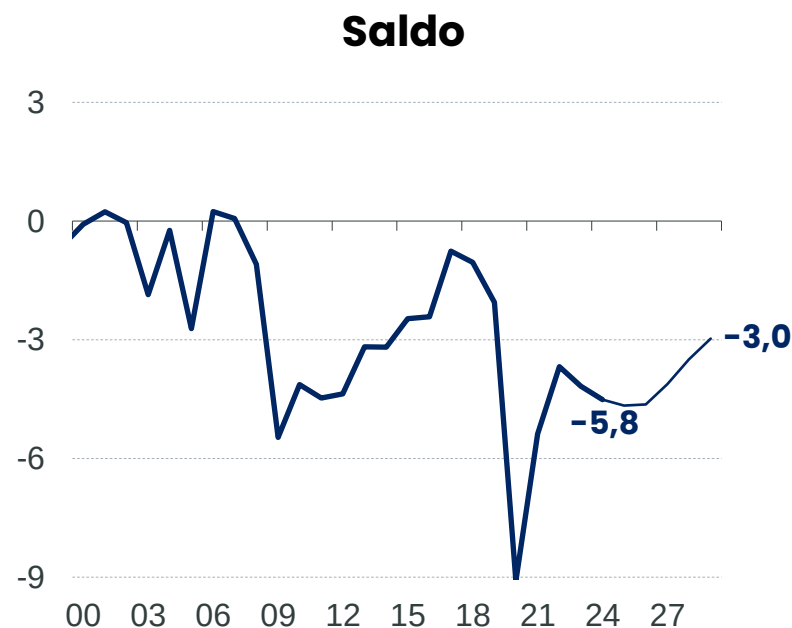
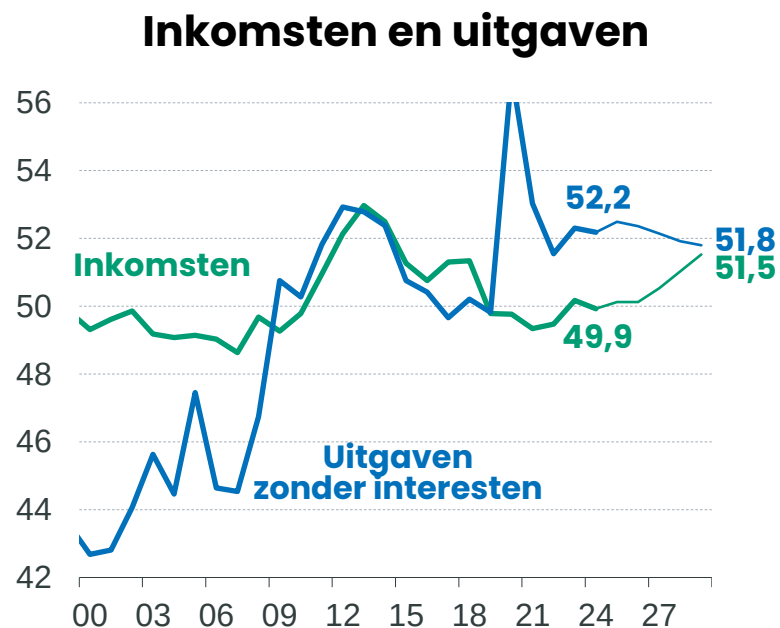
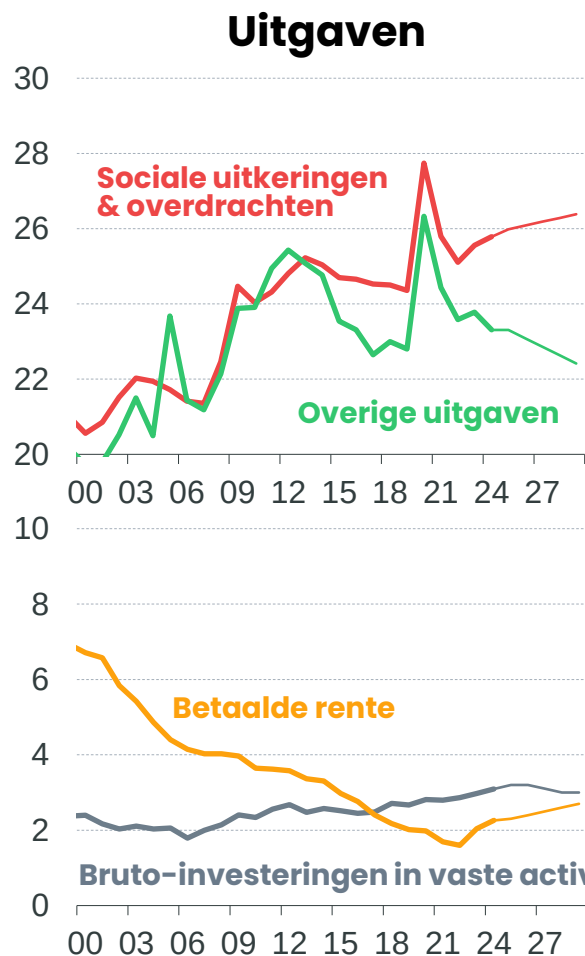
→ Om het tekort terug te brengen tot minder dan 3% in 2029, zouden de inkomsten moeten stijgen met EUR 30 miljard in 2025-26 en vervolgens met nog eens EUR 15 miljard per jaar (of 0,45% van het bbp).

→ Om de uitgaven (exclusief sociale uitkeringen en overdrachten) in reële termen te stabiliseren, zouden de inkomsten tegen 2029 met één punt van het bbp moeten toenemen (in plaats van met 2,2 punten).



In België is de inspanning om het evenwicht te herstellen kleiner... maar minder uitgaven is waarschijnlijk niet genoeg

Overheidsinkomsten, -uitgaven en -saldo in België (% van het bbp)



Aannames

Sociale uitkeringen & overdrachten: de uitgaven voor pensioenen en gezondheidszorg stijgen met 0,1% van het bbp per jaar.

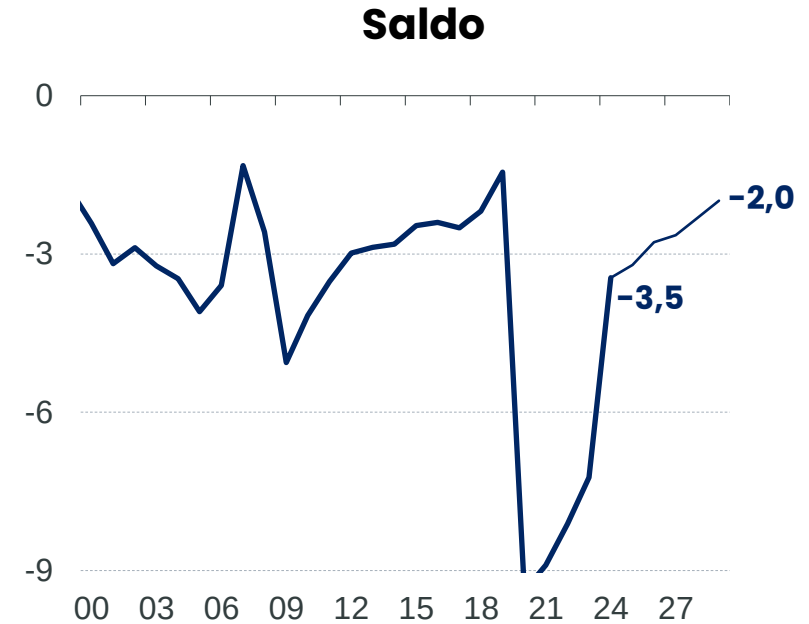
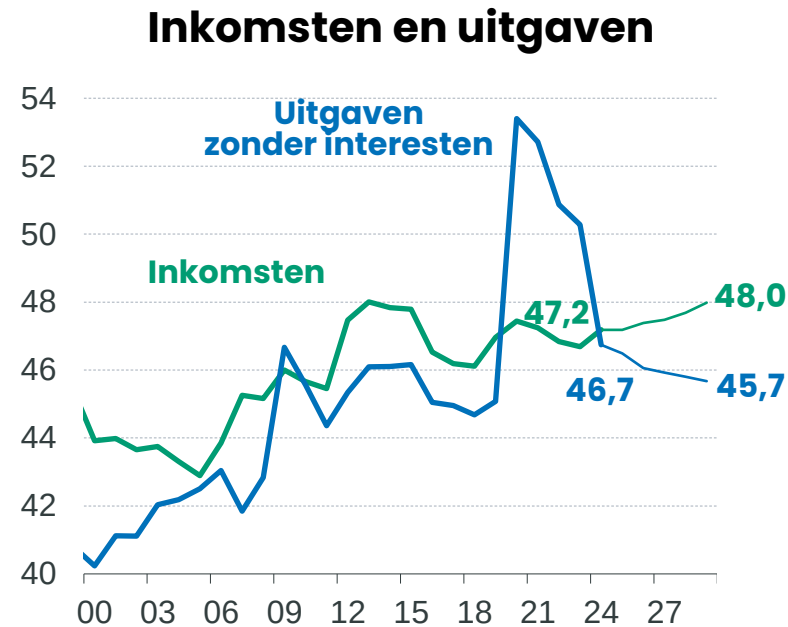
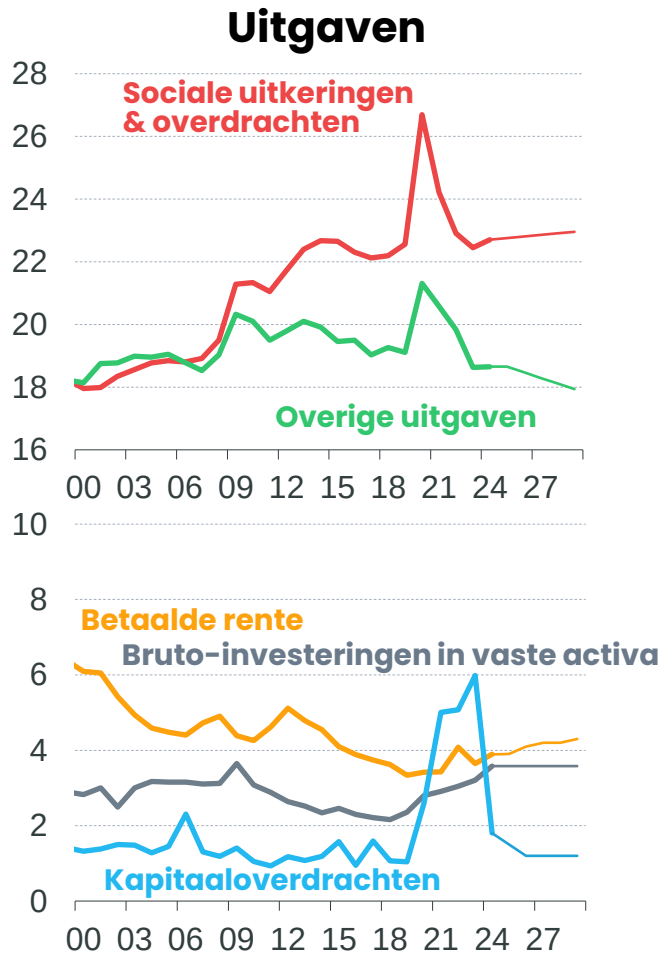
Andere uitgaven: vanaf 2026 stijgen de uitgaven 1% trager dan het nominale bbp.

→ Om het tekort terug te brengen tot minder dan 3% in 2029, moeten de inkomsten tegen 2029 met EUR 12 miljard stijgen (0,4% van het bbp per jaar).



Italië heeft al een primair overschot en moet minder inspanningen leveren om aan zijn verplichtingen te voldoen

Overheidsinkomsten, -uitgaven en -saldo in Italië (% van het bbp)



Aannames

Sociale uitkeringen & overdrachten: de uitgaven voor pensioenen en gezondheidszorg stijgen met 0,05% van het bbp per jaar.

Andere uitgaven: vanaf 2026 stijgen de uitgaven 1% trager dan het nominale bbp.

→ Om het tekort terug te brengen tot minder dan 3% in 2029, moeten de inkomsten tegen 2029 met EUR 20 miljard stijgen (elk jaar 0,2% van het bbp).



Disclaimer.

Dit is een marketingcommunicatie. Raadpleeg het prospectus van de fondsen en het document met essentiële informatie voordat u een definitieve beleggingsbeslissing neemt. Deze marketingcommunicatie vormt geen aanbod om financiële instrumenten te kopen of te verkopen, noch een beleggingsaanbeveling of een bevestiging van enige transactie, tenzij uitdrukkelijk overeengekomen. Hoewel Candriam de gegevens en bronnen in dit document zorgvuldig selecteert, kunnen fouten of weglatingen niet a priori worden uitgesloten. Candriam kan niet aansprakelijk worden gesteld voor directe of indirecte schade als gevolg van het gebruik van dit document. De intellectuele eigendomsrechten van Candriam moeten te allen tijde worden gerespecteerd, de inhoud van dit document mag niet worden gereproduceerd zonder voorafgaande schriftelijke toestemming.

Waarschuwing: in het verleden behaalde resultaten van een bepaald financieel instrument, een financiële index of een beleggingsdienst of -strategie, of simulaties van in het verleden behaalde resultaten of voorspellingen van toekomstige resultaten zijn geen betrouwbare indicatoren voor toekomstige resultaten. De bruto prestaties kunnen worden beïnvloed door commissies, honoraria en andere kosten. Prestaties die zijn uitgedrukt in een andere valuta dan die van het land waar de belegger woonachtig is, zijn onderhevig aan wisselkoersschommelingen, met een negatieve of positieve impact op de winsten. Indien in dit document naar een specifieke fiscale behandeling wordt verwezen, hangt deze informatie af van de individuele situatie van elke belegger en kan zij veranderen.

Ten aanzien van geldmarktfondsen moet er rekening mee worden gehouden dat een belegging in een fonds niet hetzelfde is als een belegging in deposito's en dat het kapitaal van de belegging aan schommelingen onderhevig is. Het fonds doet geen beroep op externe partijen om zijn liquiditeit te garanderen of de NIW per deelbewijs of aandeel te stabiliseren. De belegger draagt het risico op verlies van het kapitaal.

Candriam raadt beleggers consequent aan om onze website te raadplegen <https://www.candriam.com> het document met essentiële informatie, het prospectus en alle andere relevante informatie te raadplegen alvorens te beleggen in een van onze fondsen, met inbegrip van de intrinsieke waarde van de fondsen. Informatie over beleggersrechten en de klachtenprocedure is te vinden op de internetpagina's van Candriam met betrekking tot de regelgeving <https://www.candriam.com/en/professional/legal-information/regulatory-information/>. Deze informatie is beschikbaar in het Engels of in de plaatselijke talen voor elk land waar het fonds mag worden gecommercialiseerd.

Candriam kan te allen tijde, in overeenstemming met de toepasselijke wet- en regelgeving, besluiten om de regelingen voor de verkoop van een fonds te beëindigen.

Informatie over duurzaamheidsaspecten: de informatie over duurzaamheidsaspecten in deze mededeling is beschikbaar op de webpagina van Candriam <https://www.candriam.com/en/professional/sfdr/>. Een besluit om in het voorgestelde product te beleggen moet gebaseerd zijn op alle kenmerken of doelstellingen van het voorgestelde product zoals beschreven in het prospectus of in de informatiedocumenten die conform het toepasselijke recht aan de belegger moeten worden overhandigd.

Kennisgeving aan beleggers in Zwitserland: De hierin verstrekte informatie vormt geen aanbieding van financiële instrumenten in Zwitserland overeenkomstig de Zwitserse wet op de financiële diensten ("FinSA") en de uitvoeringsverordening. Dit is uitsluitend een advertentie overeenkomstig de FinSA en haar uitvoeringsverordening voor financiële instrumenten.

Zwitserse vertegenwoordiger: CACEIS (Switzerland) SA, Route de Signy 35, CH-1260 Nyon. De juridische documenten en de laatste jaarverslagen en halfjaarlijkse financiële verslagen, indien die er zijn, van de beleggingsfondsen kunnen kosteloos worden verkregen bij de Zwitserse vertegenwoordiger.

Zwitserse betaalagent: CACEIS Bank, Montrouge, succursale de Nyon/Suisse, Route de Signy, 35, CH-1260 Nyon.

Plaats van uitvoering: Route de Signy 35, CH-1260 Nyon.

Plaats van rechtsgebied: Route de Signy 35, CH-1260 Nyon.



Client relation offices

Amsterdam
Frankfurt
Geneva
Zurich
Madrid

Milan
Stockholm
New York
Dubai

Management centres

Luxembourg
Brussels
Paris
London

