



Wat als het morgen oorlog is? Impact op beleggingen

Jan-Willem Zeijen

2 juli 2025

Oorlog → beleggingen?



Oorlog leidt tot...

- Volatiliteit op de beurs door:
 - Onrust & onzekerheid
 - Hoge risicoperceptie
 - Negatief sentiment
 - Paniek & overreactie
 - Maar ook: optimisme & geloof in onderwaardering van aandelen!
- Beurzen herstellen soms tijdens het “event”
- Afhankelijk van:
 - Geografische locatie
 - Sectoren
- Schaarste



Volatiliteit en schaarste:
Inflatie



Schaarste → inflatie

Economische gevolgen van de oorlog in Oekraïne

17 maart 2022

Robert-Paul Berben, Thomas van den Berg, Wilko Bolt, Menno Broos, Jan Willem van den End, Kasper Goosen, Gerbert Hebbink, Minke van der Heijden, Ide Kearney, Dylan Pastoor, Marc Reinke, Ilona van Schaik en Guido Schotten

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Bron: www.dnb.nl, 17-3-2022



Nieuws ▾ Radio ▾ Programma's & Podcasts Overig ▾

Internationaal • 26 jun 21:02 • Aangepast op 26 jun 21:02

Poetin wuift economische problemen weg, maar zijn topambtenaren waarschuwen voor een crisis

Bron: www.bnr.nl, 26-6-2025

De oorlog leidt tot meer onzekerheid, wat economische gevolgen kan hebben. De onzekerheid op de mondiale financiële markten (gemeten met de VIX, zie figuur 1) is omhoog geschoten, maar niet meer dan een aantal andere uitschieters van voor de inval. De koersen van Europese beurzen hebben echter heftiger gereageerd met flinke koersdalingen. Dit geeft de onzekerheid in Europa weer, wat kan doorwerken naar de reële economie, bijvoorbeeld via lagere investeringen, zie het eerdere CPB-kader over het Oekraïne-conflict van 2014 ([link](#)). Onzekerheid over het verloop van de oorlog kan ook een knauw geven aan het consumentenvertrouwen, naast de verder opgelopen inflatie. Een dalend consumentenvertrouwen vertaalt zich vaak in een daling in bestedingen, wat een neerwaarts effect heeft op economische groei. Destijds werd in een variant met grote onzekerheid een negatief effect van 0,5% op het Nederlandse bbp geschat.

Bron: www.cpb.nl, 3-2022

15:14

Palestijnen in Gaza maken noodgedwongen diesel van plastic

Brandstof is extreem schaars in Gaza. Palestijnse jongeren, zoals Mohammed, maken daarom diesel door plastic afval extreem te verhitten. Het proces is gevaarlijk en tijdrovend, maar de schaarste maakt het volgens hem de moeite waard.



▲ Door de Russische invasie van Oekraïne steeg de inflatie. © AFP

Opinie VVD: 'Geopolitiek moet voor Europese Centrale Bank belangrijkste zijn'

De belangrijkste oorzaak van de inflatie was de Russische invasie van Oekraïne. De Europese Centrale Bank werd erdoor verrast, stelt Anouk van Brug. De ECB moet oog hebben voor geopolitieke gebeurtenissen.

Anouk van Brug 16-01-25, 11:09

Bron: www.ad.nl, 16-1-2025



Ik sta hier 12 uur lang in de rook en de hitte.

Bron: www.nos.nl, 29-6-2025

Markten herstellen ook weer na oorlog; zie WO II

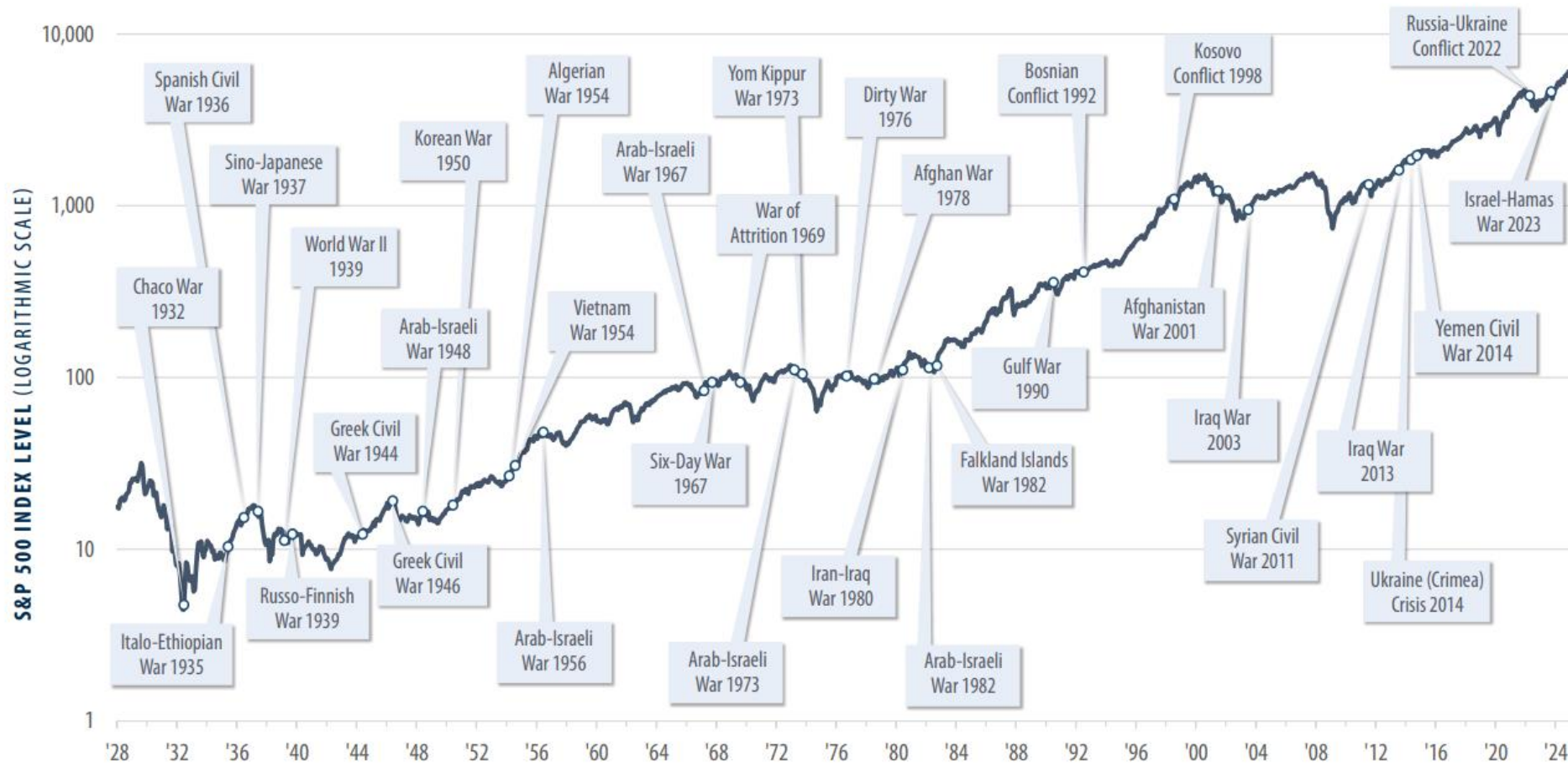
Grafiek 1: Dow Jones Index 1935-1950

Bron: Eigen bewerking o.b.v. Wealth, War and Wisdom, Barton Briggs, Wily Inc., 2008

Bron: www.leostevens.com, 4-4-2024



Wars and conflicts have been a constant throughout history, however recent events might cause us to look at how the stock market has performed during past times of war. The chart below shows the S&P 500 Index level since 1927 and several of the major wars and conflicts since then. Though uncertainty may temporarily shape the market, we believe seeing the market's overall resiliency can help maintain a long-term perspective.



Source: First Trust, S&P CapIQ, Bloomberg. Monthly index levels from 12/31/1927 - 12/31/2024. **Past performance is no guarantee of future results.** This chart is for illustrative purposes only and not indicative of any actual investment. The S&P 500 Index is an unmanaged index of 500 companies used to measure large-cap U.S. stock market performance. Investors cannot invest directly in an index.

The information presented is not intended to constitute an investment recommendation for, or advice to, any specific person. By providing this information, First Trust is not undertaking to give advice in any fiduciary capacity within the meaning of ERISA, the Internal Revenue Code or any other regulatory framework. Financial professionals are responsible for evaluating investment risks independently and for exercising independent judgment in determining whether investments are appropriate for their clients.



En meer recent: Oekraïne & aanval van Hamas

Grafiek 3: S&P500-index vs Stoxx Europe 600-index: procentuele evolutie sinds 20 maart 2021

Bron: www.leostevens.com, 4-4-2024

Bron: Bloomberg op datum van 20/03/2024



Oorlog → scenario's?





Geopolitieke risico's en beleidonzekerheid

Forward looking scenario's

Voorbeelden van geopolitieke onzekerheid

- China / Taiwan
 - Lijft China Taiwan in?
 - Wanneer? 2027?
 - Levering van chips komt stil te liggen?
- Escalatie in het Midden-Oosten
 - Bedreiging energievoorziening?
- In ALM-studie / ORSA kan je dit soort scenario's doorrekenen



NOS Nieuws • Vrijdag 21 maart, 19:46



Taiwan bereidt zich voor op Chinese invasie in 2027
Bron: www.nos.nl, 21-3-2025

Geopolitieke risico's en beleidsonzekerheid

Bron: OECD

Geopolitieke spanningen kunnen leiden tot economische onzekerheid, wat investeringen en handel kan verminderen. Dit kan op zijn beurt de **economische groei vertragen** en het BBP negatief beïnvloeden.

Spanningen kunnen de prijzen van grondstoffen, zoals olie en gas, doen stijgen. Hogere grondstofprijzen kunnen leiden tot hogere productiekosten en uiteindelijk tot hogere consumentenprijzen, wat **inflatie** veroorzaakt.

Centrale banken kunnen reageren op geopolitieke spanningen door hun monetaire beleid aan te passen.

- Bij verhoogde inflatie kunnen ze bijvoorbeeld de **rente verhogen** om de inflatie te beteugelen.
- Aan de andere kant kunnen ze de **rente verlagen** om economische groei te stimuleren als de spanningen leiden tot een economische vertraging.

rente ↑ rente ↓

	delta	delta
Inflatie	1,0%	1,0%
Rente	0,7%	-0,5%
Staatsobligaties	-3,5%	2,6%
Credits	-11,7%	-1,8%
High Yield	-24,1%	-13,2%
Staatsobligaties EMD	-22,9%	-12,6%
Aandelen Ontwikkelde Landen	-34,4%	-18,8%
Aandelen Opkomende Landen	-41,6%	-22,8%

Relevantie



Hoog

Impact



Hoog



Update Handelsoorlog 2.0

Forward looking scenario's

April 2025

Handelsoorlog 2.0

Bron: Capital Economics

Februari 2024

Trump dreigt met grotere tariefverhogingen als hij opnieuw wordt verkozen. De eerdere tarieven van Donald Trump hebben verrassend weinig schade toegebracht aan de Chinese economie, maar onder de huidige omstandigheden zal China het in een 2^e ronde moeilijker krijgen. Factoren die de impact de vorige keer hebben verzacht – de waardedaling van de munt en tariefontduiking – zullen minder bescherming bieden. Een nieuwe ronde van tarieven zal de verschuiving van de productie uit China versnellen.

- Gegeven dat circa de helft van de wisselkoersaanpassing doorberekend wordt aan de consument (zoals tijdens de eerste handelsoorlog), zou de gemiddelde post-tarifaire prijs van de Chinese export met 5% stijgen. Gegeven een prijselasticiteit van de vraag naar de Chinese export van ongeveer -0,65, zou dit de export met ongeveer 3% verlagen. Dit vertaalt zich in een daling van het bbp met 0,5%
- Hardhandig optreden tegen tariefontduiking zal niet alleen impact hebben op toekomstige Amerikaanse tarieven, maar ook op de tarieven die al van kracht zijn. In een scenario waarin de tariefontduiking grotendeels wordt geëlimineerd, zou de daling in het bbp kunnen oplopen tot 0,7%.

	delta
Inflatie	0,5%
Rente	0,5%
Staatsobligaties	-2,5%
Credits	-16,2%
High Yield	-24,0%
Staatsobligaties EMD	-10,1%
Aandelen Ontwikkelde Landen	-34,3%
Aandelen Opkomende Landen	-43,8%

Relevantie



Medium

Impact

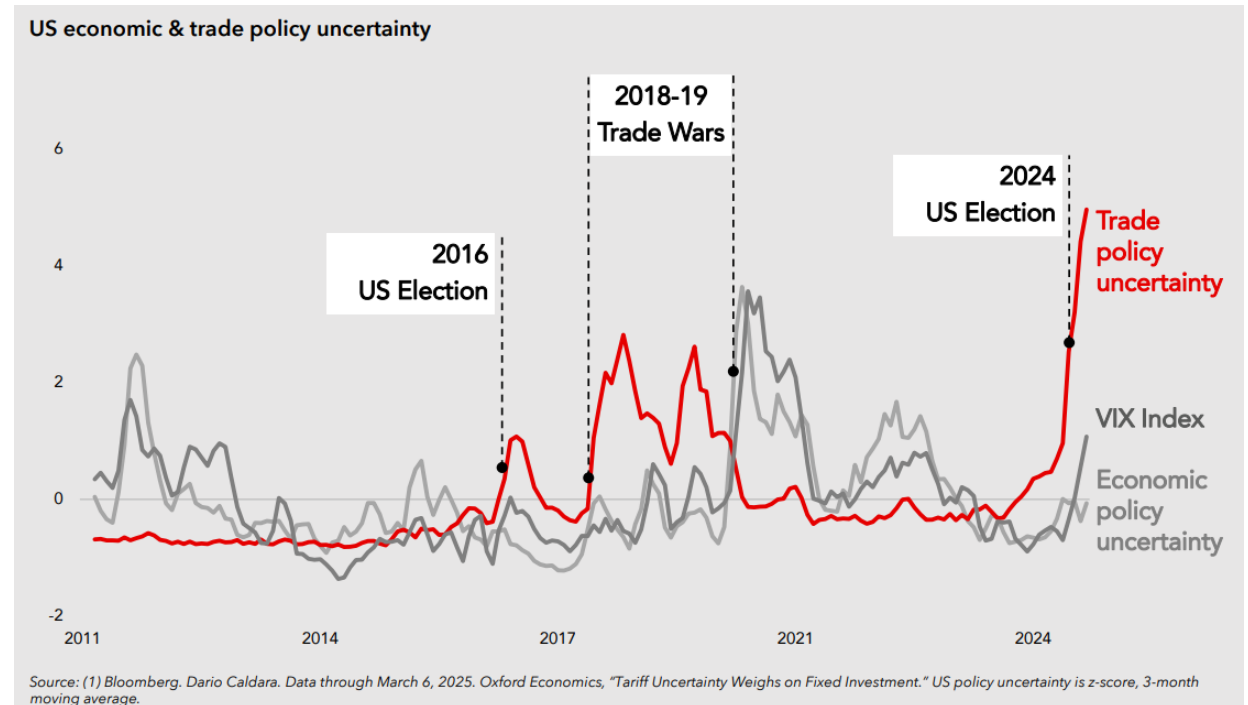


Hoog

Update

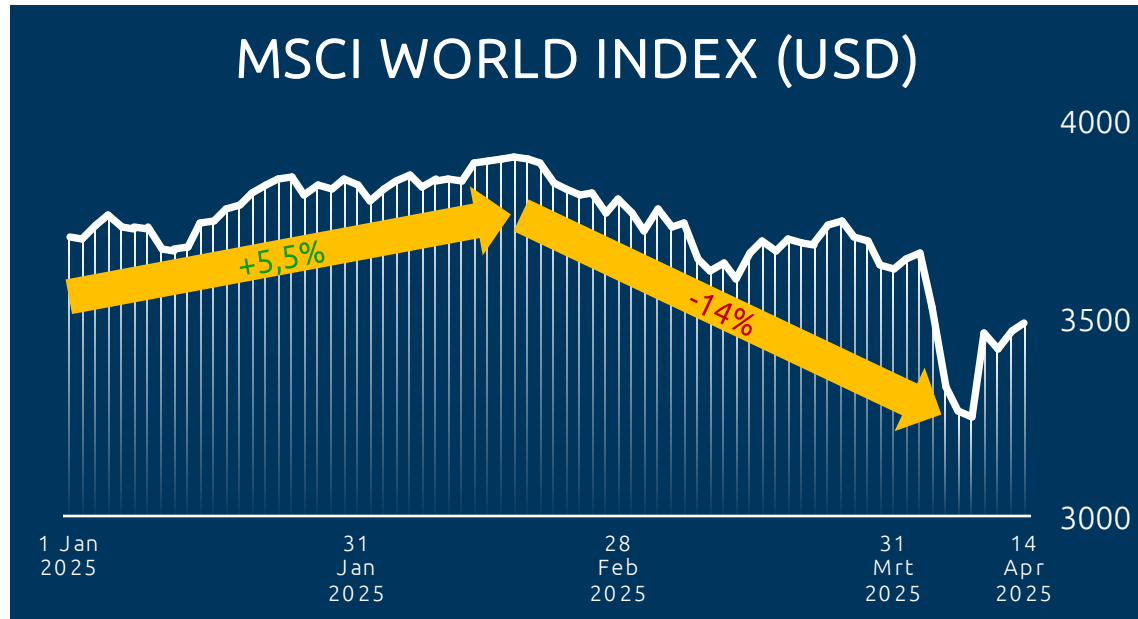
April 2025

- Na zijn herverkiezing in 2024, hervatte president Trump zijn agressieve handelsbeleid, met name gericht op China en de Europese Unie. Op 2 april 2025, 'Liberation Day', voerde hij wederzijdse tarieven in op een breed scala aan geïmporteerde goederen om de Amerikaanse productie te stimuleren.
- De handelsoorlog veroorzaakte aanzienlijke **onzekerheid** op de wereldwijde markten. De tarieven leiden tot **hogere inflatie**, wat de taak van centrale banken bemoeilijkt om de rente te verlagen en de economische groei te ondersteunen. De economische vooruitzichten voor de VS en andere betrokken landen versomberden, met **lagere groeiprognoses** als gevolg.
- Op 9 april maakte president Trump een verrassende draai door lagere importheffingen voor veel landen aan te kondigen en een 90 dagen **pauze** in te lassen. China bleef echter getroffen door onverminderd verhoogd tarief.



Update

April 2025



MSCI World Index (in USD) in 2025: De MSCI World Index heeft in 2025 tot nu toe een gemengd jaar gehad. Vanaf de top in februari daalde de index met 14% naar het voorlopige dieptepunt op 8 april. Dit weerspiegelt de volatiliteit en onzekerheid op de wereldwijde markten, mede veroorzaakt door de handelsoorlog en andere geopolitieke spanningen.



EUR/USD Koers in 2025: De EUR/USD wisselkoers heeft in 2025 aanzienlijke schommelingen laten zien. De laagste koers was 1,024 op 13 januari 2025. Momenteel (1-7-2025) staat de koers op 1€ = 1,182\$.

Koersontwikkeling US Dollar

LIVEBLOG

■ 08:37, Gisteren

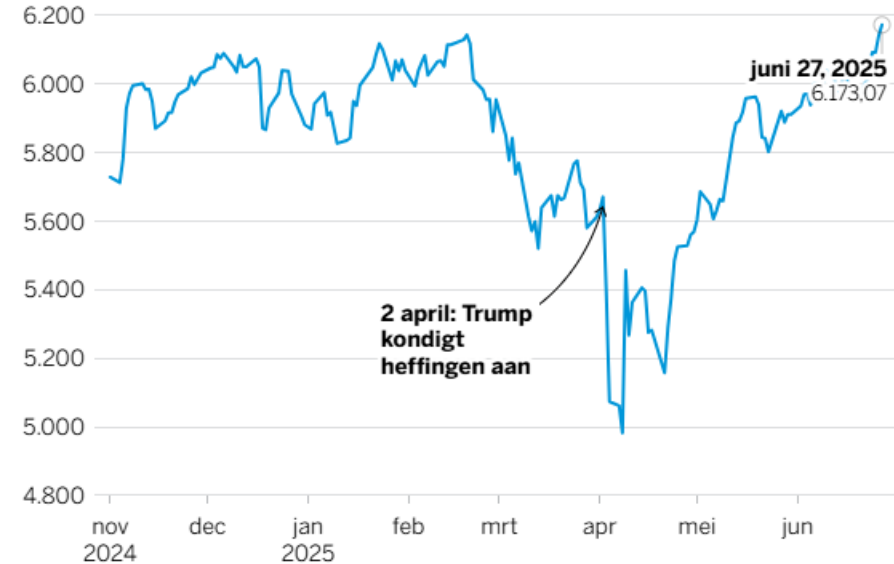
Amerikaanse beurskoersen stonden nog nooit zo hoog, ondanks staken handelsgesprekken met Canada

De aandelenbeurzen in New York zijn vrijdag met plussen gesloten. De S&P, waarin vijfhonderd grote bedrijven zijn opgenomen, en technologiebeurs Nasdaq stonden nog nooit zo hoog. Toen bekend werd dat president Donald Trump per direct de handelsgesprekken met Canada stopt, zakten de koersen licht, maar dat verlies werd tijdens de dag alweer goedgemaakt.

Trump schreef op zijn socialemediaplatform Truth Social dat de handelsgesprekken worden gestopt vanwege een Canadese belasting op digitale diensten. Binnen zeven dagen zou Canada te horen krijgen welke importheffingen voor het land gaan gelden. Volgens Trump is die belasting op digitale diensten een 'directe en openlijke aanval' op de Verenigde Staten. De belasting geldt onder meer voor diensten van Amerikaanse techbedrijven.

AMERIKAANSE BEURS BEREIKT RECORD NA DIEP DAL

Koers S&P 500 (Amerikaanse index met 500 grote bedrijven), in dollars



© de Volkskrant. Bron: Refinitiv

Het optimisme onder beleggers had meerdere redenen. China bevestigde vrijdag een voorlopige handelsdeal met de VS. China zei toe weer zeldzame aardmetalen te leveren, die belangrijk zijn voor tal van technologische toepassingen. De VS heffen bepaalde exportbeperkingen tegen China op.

Ondertussen gaat de discussie door

- Trump: Japan accepteert Amerikaanse rijst niet
- Trump stelt importheffing op producten uit Japan voor

“
“Dear Mr. Japan, here’s the story:
You’re going to pay a 25% tariff on your cars,”
he said.
”

HLN NIEUWS SPORT SHOWBIZZ NINA REGIO KIJK PUZZEL PODC



De Amerikaanse president Donald Trump (links) met de Japanse premier Shigeru Ishiba tijdens diens bezoek aan het Witte Huis op 7 februari van dit jaar. © REUTERS

Trump dreigt met nieuwe importheffing Japan: “Ze willen onze rijst niet, toch hebben ze een enorm rijsttekort”

Bron: www.hln.be, 1-7-2025

Handelsoorlog 2.0 update scenario's

Bron: Capital Economics

April 2025

Gezien de hoge mate van onzekerheid kijken we naar de economische gevolgen van tarieven in 3 scenario's.

- Centraal scenario: tarieven voor de meeste landen blijven op het **'minimum' tarief van 10%**. De aangekondigde pauze wordt voor onbepaalde tijd verlengt. Tarieven voor China worden in onderhandelingen deels teruggedraaid (van 145% naar 60%). In dit scenario blijven vergeldingsacties van andere landen beperkt.
- Het 'Liberation light' scenario gaat uit van **gedeeltelijke terugkeer naar de Liberation Day-tarieven**. Wederzijdse tariefpauzes worden verlengd of er worden er deals gesloten met sommige landen. Inflatie loopt flink op en centrale banken verlagen de beleidsrentes.
- Het 'Escalatie' scenario gaat uit van **volledige terugkeer naar de Liberation Day-tarieven voor alle landen** en leidt tot een aanzienlijke ontwrichting van de financiële markten. Ondanks de grote stijging van de inflatie betekent de grotere klap voor de reële economie dat centrale banken de rentetarieven verlagen. De wereldwijde handel komt tot een stilstand. Het kan jaren duren voordat er een nieuwe verdeling van handelsblokken ontstaat, wat zorgt voor langdurige onzekerheid en economische instabiliteit.

Delta (t.o.v. basispad)	Centraal scenario	Liberation Light	Escalatie
Inflatie		+1,5%	+3,5%
Rente		-1%	-2%
Staatsobligaties (Europa)	0%	+5%	+11%
Credits (Europa)	-3%	-0,5%	+1%
High Yield	-10%	-18%	-30%
Staatsobligaties EMD	-9%	-17%	-28%
Aandelen Ontw. Landen	-14%	-25%	-43%
Aandelen Opk. Landen	-17%	-31%	-52%
Vastgoed	-8%	-13%	-24%

Relevantie



Hoog

Impact



Medium

Impact



Hoog

Impact



Extreem

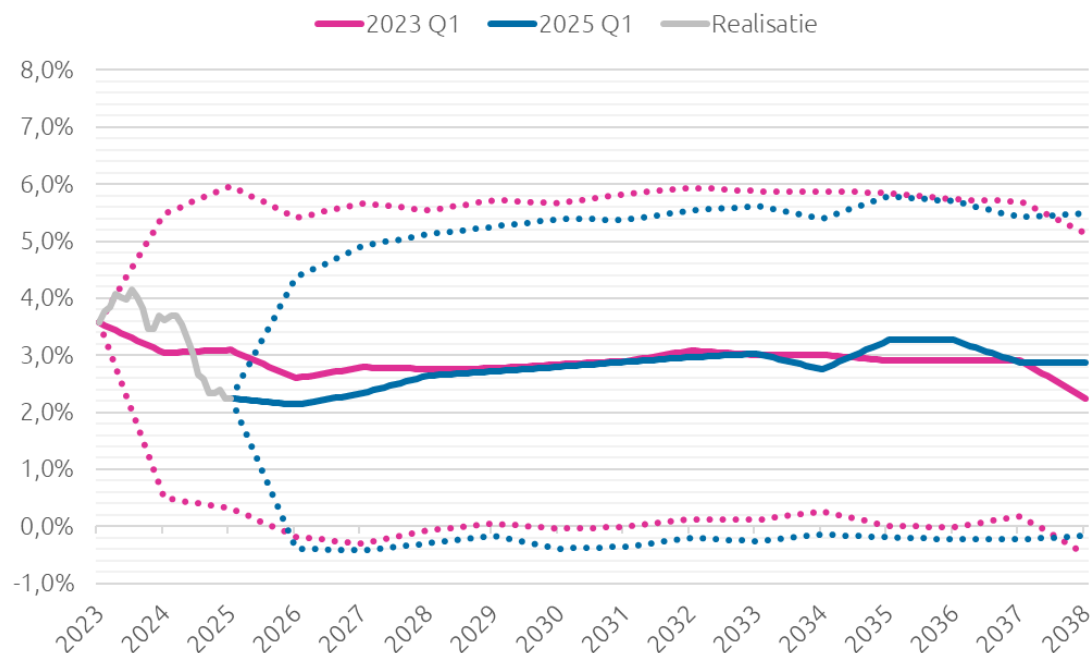
Oorlog → voorspellingen?



ALM Risk Dashboard

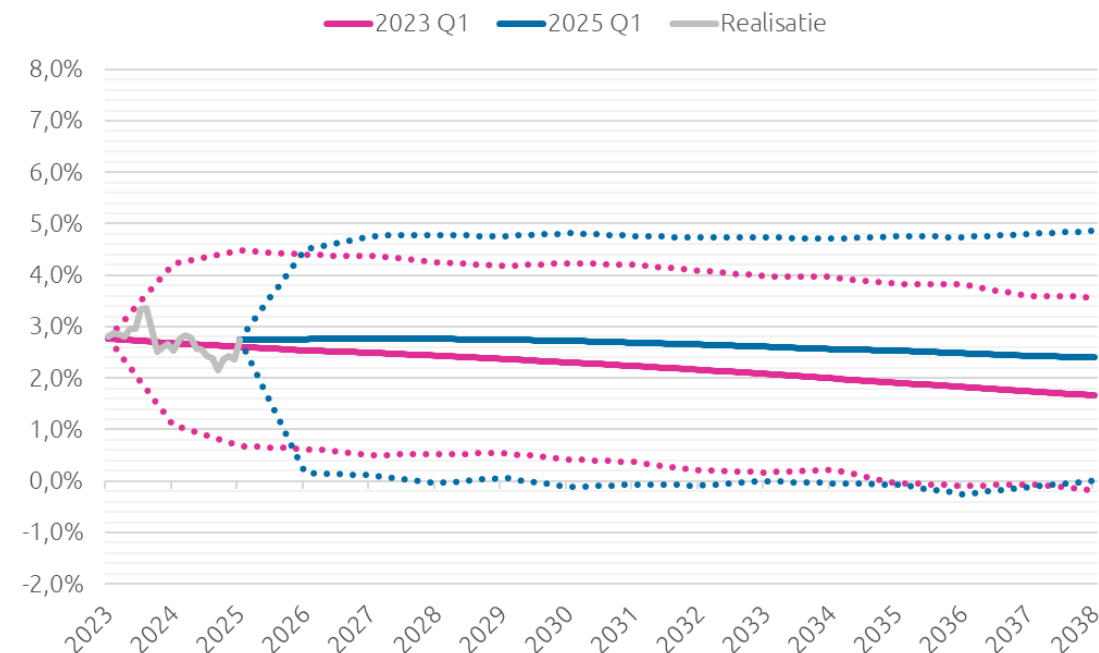
Economische (ALM) veronderstellingen | Rente

Rente (1 jaars)



Bron: Triple A - Risk Finance

Rente (20 jaars)



Bron: Triple A - Risk Finance

Toelichting:

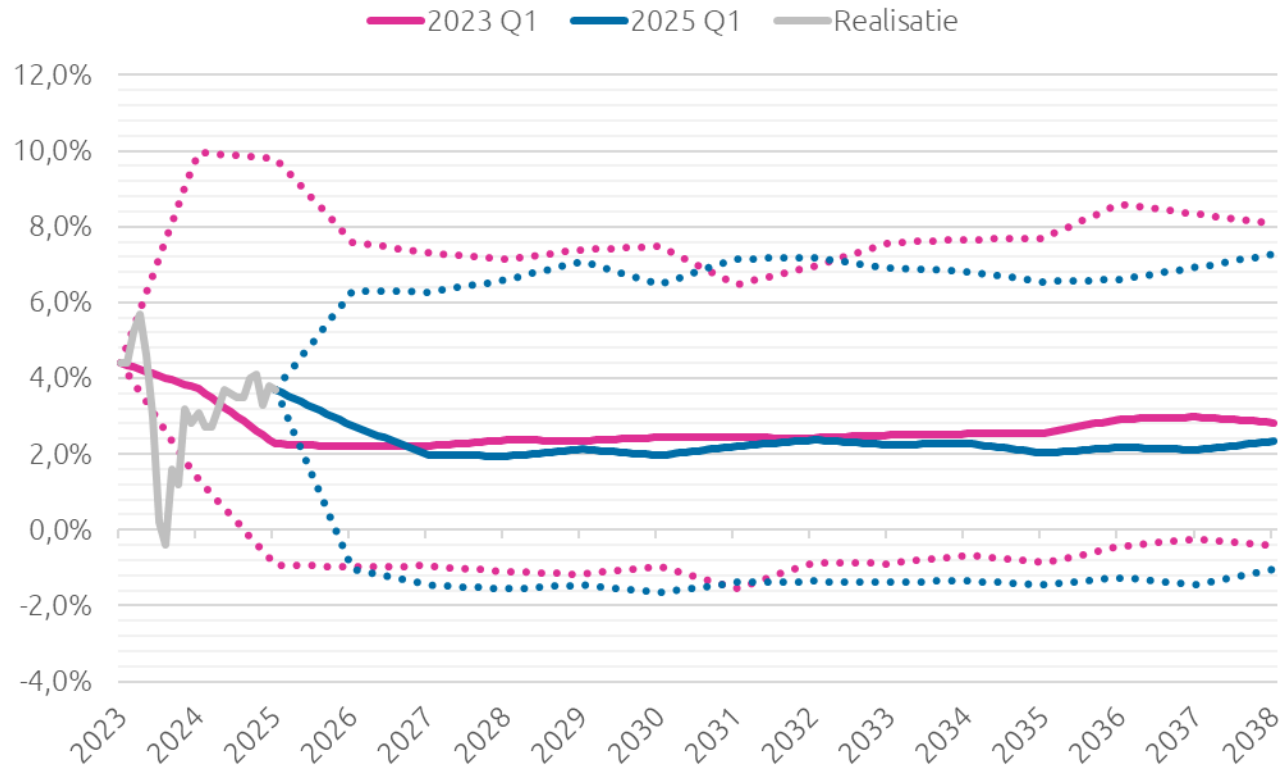
In het afgelopen kwartaal is de korte rente, voornamelijk gestuurd door het beleid van centrale banken, verder gedaald van 2,3% per 2024Q4 naar een niveau rond de 2,2% per 2025Q1. De lange rente is afgelopen kwartaal gestegen van 2,4% per 2024Q4 naar een niveau rond de 2,8% per 2025Q1.

De gerealiseerde ontwikkeling ligt binnen de bandbreedte zoals destijds werd aangenomen. De onzekerheid rondom de ontwikkeling van de lange rente is momenteel iets groter dan destijds werd verondersteld.

ALM Risk Dashboard

Economische (ALM) veronderstellingen | Inflatie

Inflatie (CPI NL)



Bron: Triple A - Risk Finance

Toelichting:

Ten opzichte van 2023Q1 is de inflatie licht gedaald. Het huidige inflatieniveau bevindt zich binnen de bandbreedte zoals destijds verondersteld.

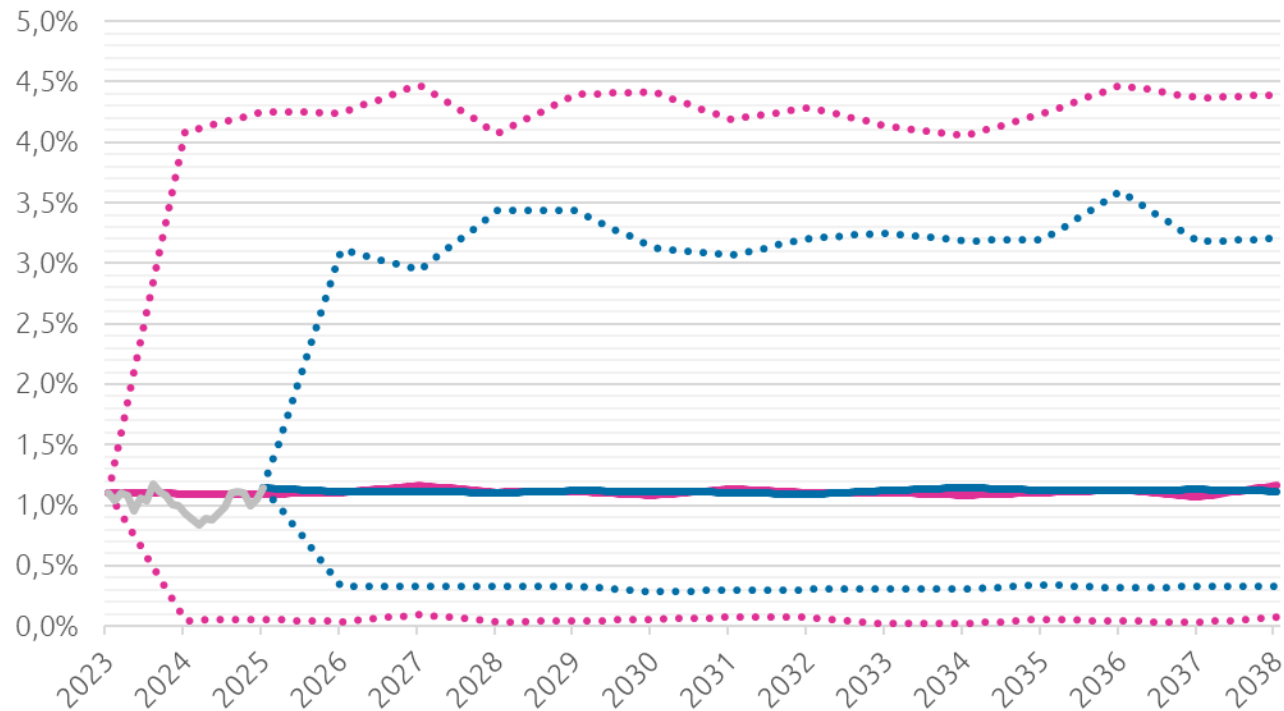
De onzekerheid rondom de toekomstige inflatie is vergelijkbaar gebleven.

ALM Risk Dashboard

Economische (ALM) veronderstellingen | Investment Grade credit spreads

IG credit spreads

2023 Q1 2025 Q1 Realisatie



Bron: Triple A - Risk Finance

Toelichting:

Ten opzichte van vorig kwartaal zijn de IG credit spreads licht gestegen. De realisatie van Investment Grade credit spreads voor de periode vanaf de laatste studie ligt binnen in 2023Q1 veronderstelde bandbreedte.

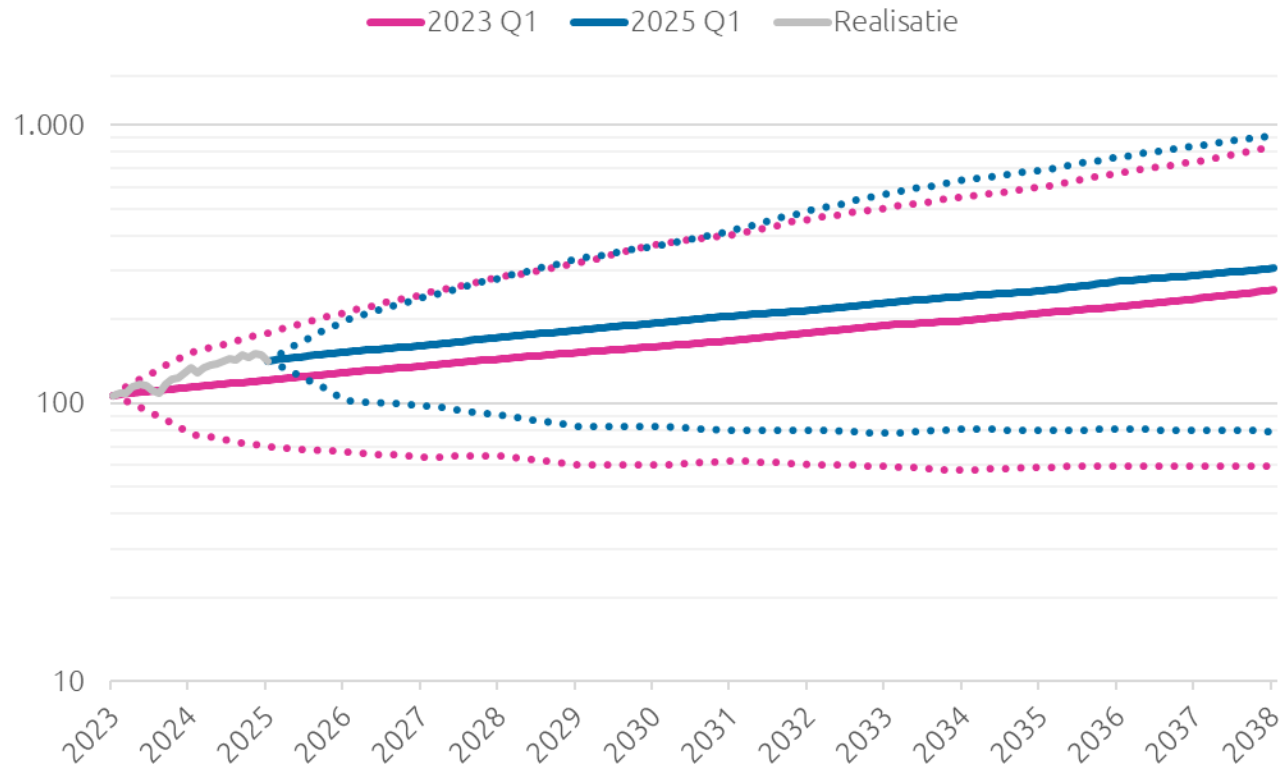
De actueel veronderstelde onzekerheid rondom credit spreads ligt lager dan destijds, met name als gevolg van een afname van defaultkansen in de markt.

Deze uitgangspunten zijn echter relatief stabiel over tijd.

ALM Risk Dashboard

Economische (ALM) veronderstellingen | Aandelen

Aandelen Ontwikkelde markten (index)



Bron: Triple A - Risk Finance

Toelichting:

Over afgelopen kwartaal laten aandelen een negatieve ontwikkeling zien. Met name in maart is er een sterke daling geweest. De realisatie sinds de laatste studie past -ondanks de sterke bewegingen die de aandelenmarkten in deze periode hebben laten zien - binnen de destijds veronderstelde onzekerheid.

In vergelijking met de uitgangspunten van Q1 2023 laat de actuele economische scenarioset een vergelijkbare onzekerheid zien rondom de toekomstige ontwikkeling voor aandelen.

Oorlog → de belegger?



Veilige havens?

- Oorlog → Beleggingen in wapens, defensie, energieproducten ↑
- Oorlog → Goud =
 - (-) Geen rentebetalingen zoals bijv. een obligatie
 - (-) Volatiele waarde op korte termijn
 - (-) Opslagkosten
 - (+) Waarde volgt de inflatiestijging
 - (+) “Apolitiek”; rendement veert op in tijden van onrust
 - (+) Liquide; wereldwijd verhandelbaar
 - (+) Geen tegenpartijrisico
 - (+) Diversificatie beleggingsportefeuille



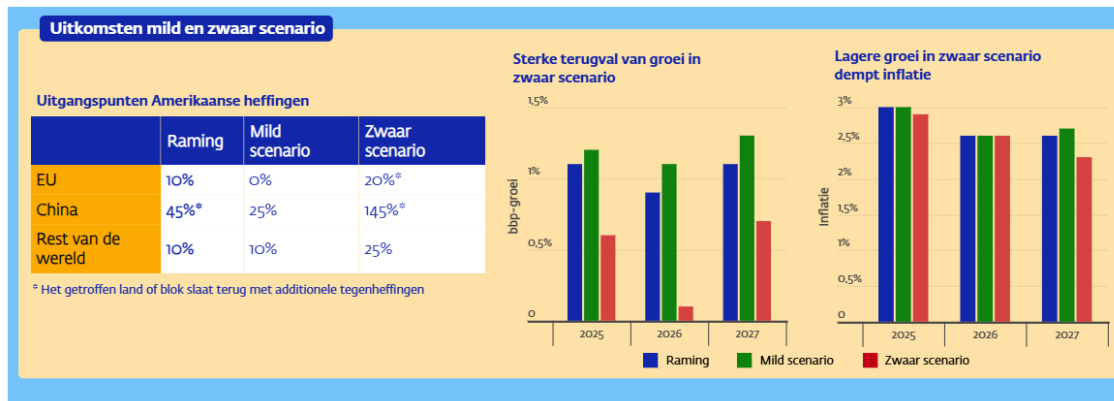
Inflatierisico afdekken?

Inflatie

Gisteren heeft de Europese Centrale Bank (ECB) de rente opnieuw verlaagd. Daarmee hoopt de ECB de Europese economie te versterken, nu die onder druk staat door de handelsoorlog. De afgelopen jaren werd met flinke renteverhogingen geprobeerd om de hoge inflatie af te remmen. De belangrijkste doelstelling van de ECB was om onder de 2 procent uit te komen. Dat Europees gemiddelde is deze week bereikt. Maar de inflatie in Nederland is met 3,3 procent nog altijd hoog.

De Nederlandsche bank verwacht dat de inflatie in Nederland in de loop van dit jaar daalt onder de 3 procent. Dat hangt samen met de wereldwijde groeivertraging, lagere energieprijzen en de waardestijging van de euro, die invoer goedkoper maakt.

Bron: www.nos.nl, 6-6-2025



Bron: www.dnb.nl, 6-6-2025

Hedging

In voorkomende gevallen beleggen verzekeraars in instrumenten waarvan de waardeontwikkeling direct of indirect gerelateerd is aan inflatie om het inflatierisico binnen de vastgestelde risicotolerantie en -limieten te houden. Beleggingen die DNB aantrof in het onderzoek die direct gerelateerd zijn aan inflatie zijn:

- DNB Good Practice Inflatierisico verzekeraars
 - Hedging (ILB/ILS)
 - **Inflation Linked Bonds** (ILB's): obligaties waarvan de couponbetalingen of de hoofdsom gerelateerd zijn aan de ontwikkeling van een bepaalde inflatie-index (bijv. HICPxT).
 - **Inflation Linked Swaps** (ILS's): hierbij worden kasstromen uitgewisseld die gerelateerd zijn aan inflatie. Met de swap (een derivaat) ontvangt de partij die zich tegen inflatie wil decken kasstromen afhankelijk van de gerealiseerde inflatie en betaalt hiervoor een vaste kasstroom. Bij een hoge inflatie ontvangt deze partij een hogere kasstroom.
- Oorlog leidt tot hogere inflatie
- Moeten we inflatierisico **hedgen** (afdekken)?
 - Complex
 - Duur
 - Basisrisico bij gebruik ILS/ILB
 - Inflatie ligt langer hoog dan gedacht
 - Inflation-linked bonds niet aantrekkelijk onder SII
- Inflatie opnemen in premiestelling
- ORSA: Scenario met lange hoge inflatie (dalende beleggingen, stijgende verplichtingen en kosten)
 - Combi scenario (oorlog → inflatie + wat anders) niet meer ondenkbaar i.t.t. aantal jaar terug
 - Mogelijk ook cyber: beurs / bedrijven worden stilgelegd.

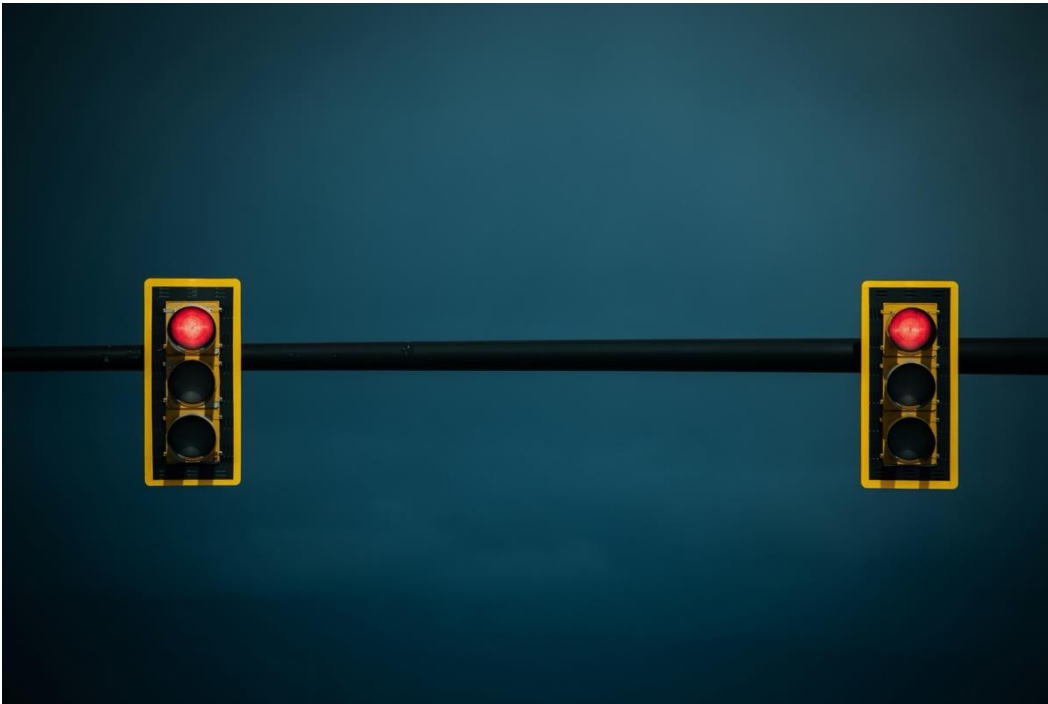
Bron: www.dnb.nl, 24-7-2023

Stellingen



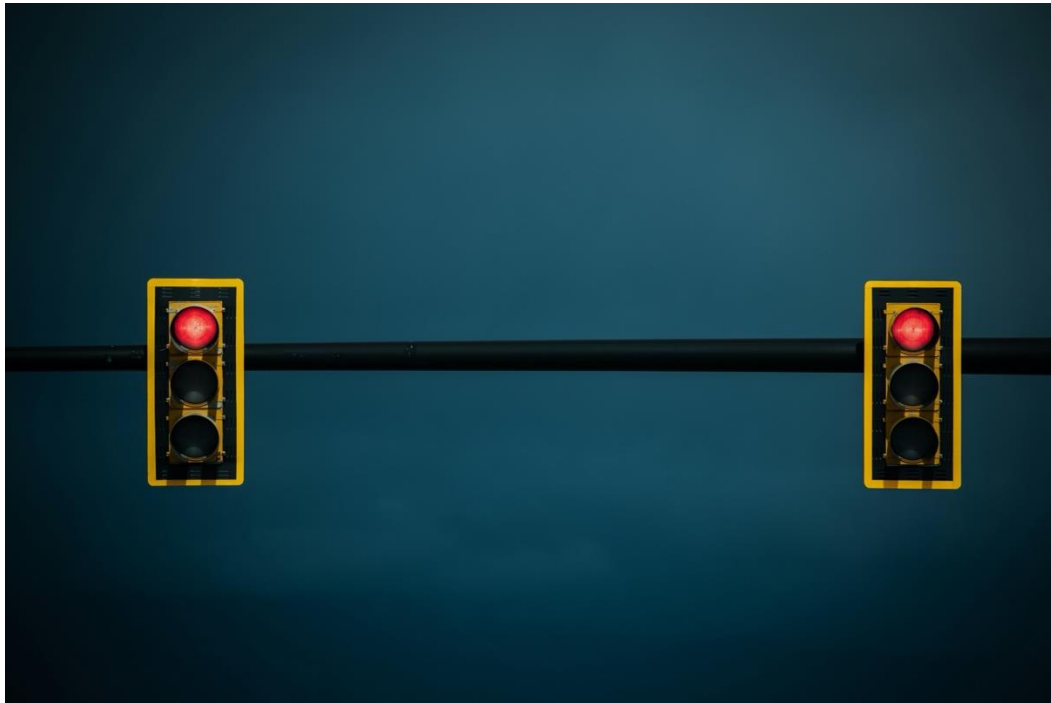
Stelling 1

- *Als verzekeraar is het, in het huidige klimaat, verstandig om je direct terug te trekken uit Amerikaanse beleggingen.*



Stelling 1

- *Als verzekeraar is het, in het huidige klimaat, verstandig om je direct terug te trekken uit Amerikaanse beleggingen.*



- Terugtrekken uit Amerikaanse beleggingen in zijn geheel is radicaal en zelden verstandig.
 - Leidt mogelijk tot teveel concentratierisico
 - Je mist ook hogere rendementen in de VS
 - VS is grootste en liquide markt ter wereld
 - Er zijn ook veel groeisectoren
 - Markten herstellen zich vaak weer
 - Kan onwenselijk zijn vanuit ALM-perspectief
- Wel zou je als verzekeraar in het huidige klimaat kunnen overwegen om:
 - Exposure niet verder te verhogen,
 - Exposure wellicht naar specifieke sectoren te verplaatsen
 - Bijvoorbeeld richting goud of stabiele sectoren te beleggen
 - Meer concentreren op Europa, past wellicht ook beter bij karakter van verplichtingen
 - En actief valutarisico te managen.

Stelling 2

- *In een ORSA en/of ALM-studie dient zeker een oorlog-scenario te zijn opgenomen. Hierbij kan worden gedacht aan...*

Scenario: Militaire escalatie tussen China en Taiwan, met betrokkenheid van de VS

- In 2027 lanceert China een militaire blokkade rond Taiwan.
- De VS reageren met sancties en het sturen van militaire steun.
- Gevolg: verstoring van wereldwijde toeleveringsketens, stijging energie- en grondstofprijzen, sterke marktcorrecties.
- Dreiging van cyberaanvallen op financiële instellingen.

Stelling 2

- *In een ORSA en/of ALM-studie dient zeker een oorlog-scenario te zijn opgenomen. Hierbij kan worden gedacht aan...*

Scenario: Militaire escalatie tussen China en Taiwan, met betrokkenheid van de VS

- In 2027 lanceert China een militaire blokkade rond Taiwan.
- De VS reageren met sancties en het sturen van militaire steun.
- Gevolg: verstoring van wereldwijde toeleveringsketens, stijging energie- en grondstofprijzen, sterke marktcorrecties.
- Dreiging van cyberaanvallen op financiële instellingen.

- Zeker — in een ORSA (Own Risk and Solvency Assessment) of ALM-studie (Asset Liability Management) is het cruciaal om stresstests op basis van extreme scenario's te modelleren, en een oorlogsscenario is daarbij zeer relevant, zeker in de huidige geopolitieke context (bijv. spanningen rond Taiwan, Oekraïne, Midden-Oosten).
 - Mogelijk is dit al gemodelleerd (bijv. financiële crisis evt. gecombineerd met iets anders)
- Parameters
 - Inflatie ↑
 - Aandelen ↓
 - Rente ↑ of ↓ (keuze CB)
 - Valutarisico ↑
 - Vastgoed ↓
 - Cyberaanvallen
- Gevolgen voor SCR, Eigen vermogen en mogelijk liquiditeit

Bedankt voor uw aandacht!

Jan-Willem Zeijen | Triple A – Risk Finance B.V.
Principal

+31 (0) 6 21 33 80 91

jan-willem.zeijen@aaa-riskfinance.nl

