

Marktupdate

November 2024

November 2024: Amerikaanse aandelen sorteren voor op 'Trump-2'

Amerikaanse aandelenbeurzen reageerden opgetogen op de verkiezingsoverwinning van Donald Trump. Elders reageerden beleggers aanzienlijk minder enthousiast. Naast de verkiezingen in de VS ging de aandacht in Europa vooral uit naar politieke verwickelingen in Duitsland en Frankrijk.

Beleggers in Amerikaanse aandelen reageerden sterk positief op de onverwacht duidelijke uitslag bij de Amerikaanse presidentsverkiezingen, met winst voor de Republikeinse presidentskandidaat Donald Trump en Republikeinse meerderheden in beide huizen van het Congres. De MSCI North America-index steeg met ruim 9% in november, en gaf daarmee nog meer glans aan het toch al buitengewoon goede beursjaar 2024. Daarbij droeg ook de waardestijging van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro (+2,7% in november) positief bij aan het rendement op Amerikaanse aandelen.

Aandelenbeurzen buiten de VS reageerden aanzienlijk minder positief op de verkiezingsoverwinning van Trump. De overheersende gedachte daarbij is dat de combinatie van lagere belastingen, minder regulering en importtarieven, waar Trump campagne mee voerde, vooral gunstig gaat uitpakken voor de Amerikaanse economie en niet voor de rest van de wereldeconomie. Europese en Aziatische aandelenbeurzen eindigden november nog net in de



plus (met maandrendementen van respectievelijk +1,1% en 1,4%), maar opkomende markten leverden over de hele maand gemeten 0,9% in.

In de eurozone droegen naast Trump ook matige economische cijfers en politieke onzekerheid eraan bij dat beleggers vluchtten naar staatsobligaties, die met een maandrendement van +2,3% in november beter presteerden dan Europese aandelen. Dankzij lagere rentes presteerden ook Europese bedrijfsobligaties redelijk, met maandrendementen van +1,6% voor 'investment grade'-obligaties en +0,6% voor de meer risicovolle 'high yield'-obligaties. Tenslotte presteerde Europees beursgenoteerd vastgoed met een rendement van +1,0% in november in lijn met de brede Europese aandelenmarkt, al blijft deze beleggingscategorie over heel 2024 gemeten nog altijd met afstand de slechtst presterende.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

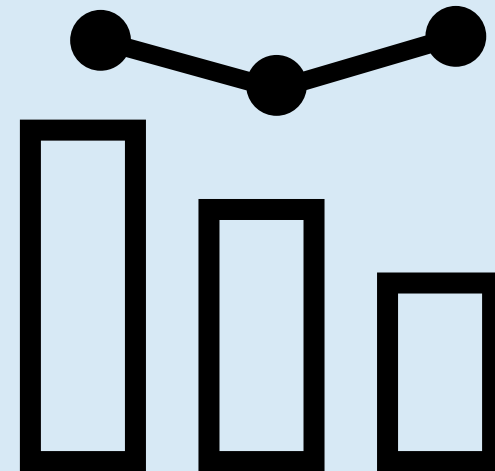
Rendementen (total return, in euro's)	november	Q4	2024	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	2.3%	1.3%	3.3%	7.1%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	1.6%	1.3%	5.1%	8.0%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	0.6%	1.2%	7.5%	10.7%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	1.0%	-7.3%	-1.7%	8.6%
MSCI Europe Aandelen	1.1%	-2.2%	9.1%	13.2%
MSCI North America Aandelen	9.1%	11.5%	33.0%	37.8%
MSCI Asia Pacific Aandelen	1.4%	-0.5%	15.4%	19.3%
MSCI World Developed Markets Aandelen	7.3%	8.3%	25.5%	30.1%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-0.9%	-2.5%	12.4%	15.5%
EUR/USD	-2.7%	-5.5%	-4.2%	-3.1%

Bron: Bloomberg

De beurs vs. de economen: wie krijgt er gelijk?

Het opmerkelijke verschil in rendementen op de Amerikaanse aandelenbeurs en andere financiële markten, vooral sinds de (her-)verkiezing van Trump maar ook al in de periode daarvoor, lijkt gedeeltelijk aan economen voorbij te gaan. Terwijl de koersen op aandelenbeurzen aangeven dat de Amerikaanse economie de komende tijd verder zal uitlopen op die van bijv. Europa en China, is de consensusverwachting onder economen nog altijd dat de Amerikaanse economie in 2025 zal afkoelen, terwijl voor de Europese economie juist een aantrekkende groei wordt voorzien.

Daarbij moet worden aangetekend dat de verwachtingen van economen de afgelopen maanden wel zijn verschoven, in het voordeel van de VS. Gingen economen er eind september gemiddeld nog vanuit dat de groei van de Amerikaanse economie in 2025 zou terugvallen naar 1,7% (van ca. 2,5% in 2024), inmiddels is de consensusverwachting bijgesteld naar een groei van 2,1% in 2025. Voor de eurozone geldt een omgekeerd verhaal. Hier is de verwachting nu dat de economische groei in 2025 rond 1,2% zal uitkomen (tegen ca. 0,8% in 2024), terwijl een paar maanden geleden nog op een groei van 1,4% in 2025 werd gerekend. Voor de volledigheid: de consensusverwachting voor de Chinese economie is het afgelopen halfjaar onveranderd gebleven op een verwachte groei van 4,5% voor 2025, terwijl die voor India in dezelfde periode licht is gedaald, van 7% naar 6,8% groei in 2025.



Vertrouwensindicatoren beter voor de VS dan Europa, in ieder geval voor nu

Ondertussen blijven recente macro-economische cijfers, en dan vooral 'vooruitkijkende' vertrouwensindicatoren, erop duiden dat de trend naar sterkere groei in de VS en aanhoudende zwakte in Europa zal aanhouden, in ieder geval in de komende maanden. In de VS is het vertrouwen van producenten in de industrie al geruime tijd ondermaats, maar afgelopen maand was wel een opleving te zien, waar de verkiezing van Trump positief aan kan hebben bijgedragen. Tegelijkertijd is het vertrouwen van Amerikaanse producenten in de dienstverlening de afgelopen tijd onverminderd hoog gebleven.

In de eurozone is het vertrouwen van producenten in de industrie ook al lang benedengemiddeld laag, maar is het afgelopen maand ook nog eens verder gedaald. Zorgwekkender is misschien nog wel dat het vertrouwen van Europese producenten in de dienstverlening nu ook weer tot onder het historische gemiddelde is gedaald, terwijl dat in de eerste helft van 2024 juist nog sterk was toegenomen. Ook bij het consumentenvertrouwen is het gat tussen de meer optimistische Amerikanen en de pessimistische Europeanen afgelopen maand verder toegenomen. Al met al lijkt het aannemelijk dat economen hun verwachtingen over de Amerikaanse economie de komende tijd verder naar boven zullen bijstellen, en die over de economie van de eurozone juist naar beneden.

Aantreden Trump zorgt voor onzekerheid

Bij deze verwachtingen past wel de belangrijke kanttekening dat de onzekerheid over de economische vooruitzichten sinds de verkiezing van Trump eerder is toegenomen dan afgenomen, zeker voor de wat langere termijn. Aandelenbeleggers, en in toenemende mate ook economen, lijken op dit moment vooral oog te hebben voor de groeibevorderende plannen (of beter gezegd campagnebeloftes) van Trump, zoals belastingverlagingen en minder regulering. Tot nu toe heeft Trump zich over deze plannen echter niet heel concreet uitgelaten. Een andere campagnebelofte, waar hij wel concreter over is geworden, betreft importtarieven, volgens Trump zelf het mooiste woord uit het [woordenboek](#). Tijdens de verkiezingscampagne had hij het nog over 10% invoertarieven op alle goederen die de VS binnenkomen, maar inmiddels is hij specifiek geworden: direct na zijn aantreden in januari is Trump voornemens alle goederen uit Canada en Mexico te belasten met invoertarieven van 25% en alle al bestaande invoertarieven op goederen vanuit China te verhogen met 10%. Daarnaast kunnen de zogenaamde 'BRICS'-landen invoertarieven van 100% tegemoet zien als ze erover zouden denken de Amerikaanse dollar als 'global reserve currency' te ondermijnen. Opvallend is dat Europa buiten schot lijkt te blijven, in ieder geval tot nu toe. Of dat een kwestie van tijd is, of dat het betekent dat Europa voor Trump geen prioriteit heeft, valt nog te bezien. Datzelfde geldt voor de vraag in hoeverre Trump van plan is zijn dreigementen daadwerkelijk ten uitvoer te brengen, of dat ze vooral als onderhandelingstactiek gezien moeten worden.

Wat wel duidelijk is, in ieder geval in de ogen van verreweg de meeste economen, is dat invoertarieven en het waarschijnlijk daaruit voortvloeien van een handelsoorlog, voor de wereldeconomie als geheel een 'zero sum game' is, met andere woorden: uiteindelijk wordt niemand er beter van. Daarbij kan het voordeel voor de Amerikaanse economie wellicht zijn dat een deel van de buitenlandse productie naar de VS wordt verplaatst, maar daar staat wel tegenover dat de prijs die voor de extra invoertarieven betaald moet worden vooral bij de Amerikaanse consument terecht zal komen. Dat nadeel lijkt veel zwaarder te wegen dan het mogelijke voordeel van een verschuiving van productie richting de VS. Meer lokale productie zou op dit moment alleen maar de bestaande krapte op de arbeidsmarkt (de Amerikaanse werkloosheid is met ca. 4% historisch laag) verergeren, zeker als Trump ook nog werk zou maken van zijn plannen om illegale immigranten te 'deporteren'.



Met plannen van Trump dreigt vooral hogere inflatie

Een combinatie van invoertarieven, die per saldo vooral prijsverhogend zouden uitpakken voor Amerikaanse consumenten, en lagere belastingen, zeker voor zover die niet gedekt worden door lagere overheidsuitgaven, zou uiteindelijk vooral hogere inflatie tot gevolg kunnen hebben. Dit is geen aantrekkelijk vooruitzicht voor de Amerikaanse economie, die nog kampt met de naweeën van de inflatiegolf van 2021-2023. Op dit moment is de inflatie in de VS met 2,6% (en een 'kerninflatie' van 3,3%) nog altijd hoger dan de 2%-doelstelling van de Fed, en is de trend de afgelopen maanden eerder omhoog dan omlaag. Gezien de verslechterende inflatievooruitzichten is het niet verrassend dat rentemarkten er inmiddels vanuit gaan dat de Fed de Amerikaanse basisrente (nu 4,75%) in 2025 tot hooguit 3,75% zal verlagen, terwijl eerder nog gerekend werd op renteverlagingen richting 3% in 2025.

Ook voor Europa is het perspectief van een handelsoorlog allesbehalve aantrekkelijk, ook al heeft Trump zich tot nu toe voor wat betreft Europa redelijk op de vlakte gehouden. Europa, en zeker ook Nederland, heeft een sterk op internationale handel gerichte economie. Een handelsoorlog zou hier waarschijnlijk tot zowel lagere economische groei als hogere inflatedruk leiden, met andere woorden: het risico op een 'stagflatie'-scenario vergroten. Net als in de VS, lijkt ook in de eurozone de inflatie inmiddels uitgebodemd, in ieder geval tijdelijk, maar ook net als in de VS wel op (te) hoge niveaus. In de afgelopen twee jaar was de 'headline' inflatie in de eurozone geleidelijk afgenomen van ruim 10% naar minder dan 2%, maar inmiddels is deze weer opgelopen naar 2,3%. Daarbij is de 'kerninflatie' (exclusief volatiele voedings- en energieprijzen) gestabiliseerd op 2,7%

jaar-op-jaar, nog altijd ruim boven de 2%-inflatiedoelstelling van de ECB. Desondanks rekent de rentemarkt er wel op dat de ECB in 2025 de basisrente (nu 3,25%) verder zal verlagen, zelfs richting 1,5%. Een paar maanden geleden was de verwachting nog dat de ECB bij een basisrente van 2% wel klaar zou zijn met renteverlagingen.

Politieke onrust in Duitsland en Frankrijk helpt Europa niet

De verschuiving van de marktverwachtingen richting meer renteverlagingen door de ECB lijkt erop te wijzen dat rentemarkten zich meer zorgen beginnen te maken over de verslechterende economische groeivoorzichten voor de eurozone dan over de aanhoudende inflatiedruk. Dit heeft dan waarschijnlijk niet alleen, of wellicht zelfs niet eens zozeer, te maken met het vooruitzicht van een protectionistische president in het Witte Huis. Ook zonder president Trump lijkt Europa immers prima in staat om zichzelf in politieke, en daarmee mogelijk ook financieel-economische, problemen te brengen. Wat dat betreft bracht november genoeg politiek drama, met de Europese grootmachten Duitsland en Frankrijk in de hoofdrollen.

Daags na de presidentsverkiezingen in de VS wist de Duitse bondskanselier Scholz de aandacht naar zich toe te trekken door zijn minister van Financiën te ontslaan en daarmee de val van zijn regering in te luiden. De 'stoplicht'-coalitie van sociaal-democraten, liberalen en groenen wist in de drie jaar van haar bestaan niet de structurele hervormingen te brengen die de Duitse economie goed zou kunnen gebruiken. Overigens kan de opeenvolgende regeringen-Merkel hetzelfde verwijt gemaakt worden over de 15 voorafgaande jaren. Ook valt het Scholz maar ten dele aan te rekenen dat zijn regering met handen en voeten gebonden was door de 'Schuldenbremse', de in 2009 door de eerste regering-Merkel ingevoerde maatregel die beoogde de overheidsschuld in toom te houden, maar in de praktijk vooral ook een rem op vooruitgang van de Duitse economie heeft gezet.



Duitsland kan baat hebben bij ruimer begrotingsbeleid, maar Frankrijk niet

De val van de regering-Scholz heeft de weg gebaand voor vervroegde Bondsdag-verkiezingen in februari 2025. Vanuit economisch perspectief lijkt aanpassing of wellicht zelfs afschaffing van de 'Schuldenbremse' daarbij een belangrijk thema te worden. Ook CDU/CSU, de partij die in 2009 aan de wieg stond van de 'Schuldenbremse' en die nu in de peilingen aan kop gaat, lijkt inmiddels minder overtuigd van nut en noodzaak van deze maatregel. Voordeel van een minder streng begrotingsbeleid kan zijn dat hiermee een broodnodige impuls aan de Duitse economie, bijvoorbeeld via meer overheidsinvesteringen, kan worden gegeven. Een potentieel nadeel is dat een oplopende Duitse staatsschuld het risico van hogere rentes met zich meebrengt, waarmee de status van Duitse staatsobligaties als 'safe haven'-belegging in gevaar zou kunnen komen. Op dit moment lijken de voordelen van een ruimer begrotingsbeleid in Duitsland echter ruim op te wegen tegen de potentiële nadelen.

Een voorbeeld van een land waarvoor laatstgenoemde constatering veel minder geldt, is Frankrijk. Het Franse begrotingstekort komt dit jaar naar verwachting boven 6% uit, ruim boven de 3%-begrotingsnorm van de EU, terwijl de Franse staatsschuld met meer dan 100% van BBP al zeer ruim boven de 60%-limiet van de EU ligt. Dit was niet direct een probleem voor financiële markten zolang de Franse politiek een redelijk stabiele middenkoers leek te voeren en het aannemelijk leek dat de begroting uiteindelijk wel weer op orde zou komen. Met de kamikaze-actie van president Macron om parlamentsverkiezingen uit te schrijven in juni, daags na de voor hem en zijn partij teleurstellend verlopen EU-parlamentsverkiezingen, draaide dit

beeld. De uitslag van de parlamentsverkiezingen leverde een patstelling op, die richting eind november de nieuw aangetreden centrum-rechtse premier Barnier fataal leek te worden. Met het wegstemmen van zijn begroting en een motie van wantrouwen tegen zijn regering in het verschiet, dreigt de politieke onrust in Frankrijk eerder toe dan af te nemen.

Werk aan de winkel voor de ECB?

Voor beleggers in Franse staatsobligaties pakken de Parijse perikelen vooralsnog niet heel goed uit. Met een rente van tegen de 3% op tienjaars staatsobligaties is van paniek nog lang geen sprake, maar een pijnlijke constatering (vanuit Frans perspectief) is wel dat de rente op Franse staatsobligaties nu hoger uitkomt dan die op Spaanse, Portugese en zelfs Griekse staatsobligaties. Binnen de eurozone liggen alleen de rentes op Italiaanse staatsobligaties met 3,3% nu nog hoger, maar als de huidige trend doorzet is binnenkort niet langer Italië maar Frankrijk het slechtste jongetje in de Europese klas.

Met de politieke onrust in Frankrijk (maar ook in Duitsland) en de extra onzekerheid die een tweede regering-Trump in de VS met zich meebrengt, doemt ook het angstbeeld van een hernieuwde eurocrisis op. De euro is dit kwartaal al ruim 5% in waarde gedaald ten opzichte van de Amerikaanse dollar, en met een mogelijk dreigende handelsoorlog lijkt dit beeld op korte termijn nog niet direct te kantelen. Daarmee komt ook de ECB in een tweespalt. Om de waardedaling van de euro te stoppen en de inflatiedruk verder in te dammen, zouden hogere rentes wellicht wenselijk zijn, maar die zouden het toch al wankele herstel van de eurozone-economie niet helpen. Daar komt nu nog bij dat renteverschillen binnen de eurozone verder kunnen oplopen, met name als de politieke situatie in Frankrijk niet verbetert, wat op termijn ook ingrijpen van de ECB kan vergen. Zover is het echter nog niet, en daarbij is een belangrijk positief verschil met het begin van de eurocrisis van begin jaren '10 dat de ECB nu wel de beschikking heeft over een arsenaal aan mogelijke interventie maatregelen om een dreigende eurocrisis het hoofd te bieden.

Zelfs de uitgifte van gezamenlijke 'eurobonds' is daarbij, overigens mede als gevolg van de oorlog in Oekraïne, niet langer onbespreekbaar. Een dergelijke stap zou de positie van de eurozone / Europese Unie op financiële markten op langere termijn zelfs kunnen versterken in plaats van verder verzwakken. De korte termijn lijkt echter vooral gedomineerd te zullen worden door (politieke) onzekerheid, en daarmee mogelijk meer volatiliteit op financiële markten. Dit pleit nog altijd niet voor een uitgesproken tactische positionering in beleggingsportefeuilles.

Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. vermogensbeheer is een beheerder van Beleggingsfondsen en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft. Het is a.s.r. vermogensbeheer toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen: het beheren van een individueel vermogen, het verstrekken van beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten. a.s.r. vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van dit document is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van dit document, waaronder eventuele berekende waarden en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in dit document is eigendom van a.s.r. vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk. Dit document is niet bedoeld als beleggingsadvies, aangezien geen rekening wordt gehouden met de persoonlijke situatie van de klant en de presentatie ook niet is gericht op een individuele klant. De in/via dit document verstrekte informatie is bovendien geen aanbod of enigerlei financiële dienst.

De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r. vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde a.s.r. vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via www.asrvermogensbeheer.nl, waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd. De producten van a.s.r. vermogensbeheer zijn alleen bedoeld voor professionele beleggers.

A.S.R.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht