

Marktupdate

Februari 2025

Februari 2025: Wordt Europa de 'comeback kid' van 2025?

Europese aandelen maken een inhaalslag ten opzichte van Amerikaanse aandelen. In februari was het de best presterende beleggingscategorie met een rendement van 3,6%, terwijl Amerikaanse aandelen de slechtst presterende categorie waren met een rendement van -1,7%, in euro's gemeten. Hiermee staan Europese aandelen voor de eerste twee maanden van dit jaar op een rendement van 10%, terwijl dat slechts 1,8% is voor Amerikaanse aandelen.

Ondanks dat Europese aandelen al een tijd goedkoop zijn ten opzichte van Amerikaanse aandelen (in termen van koers winstverhoudingen) is de draai toch opmerkelijk. Er zijn geen verassend goede macro-cijfers uitgekomen uit de eurozone. Voor de VS kan wel beargumenteerd worden dat de import-tarieven die president Trump wil instellen (en deels al heeft ingesteld) ook de Amerikaanse economie zelf pijn gaan doen. Mogelijk lopen markten erop vooruit dat de verwachtingen voor de eurozone economie 'uitgebodemd' zijn terwijl die van de VS een 'piek' hebben bereikt.

Het 'risk off' sentiment voor de VS was afgelopen maand ook terug te zien in de rente op 10-jaars Amerikaanse staatsobligaties. Die daalde met 0,3% en stond eind februari op 4,2%. Voor de eurozone gold dat niet, daar daalde de rente op 10-jaars Duitse staatsobligaties ook licht (met 0,05%) terwijl er juist een 'risk-on' sentiment heerste in februari op Europese aandelenmarkten. Door de dalende rentes was februari dan ook geen slechte maand voor



Europese staatsobligaties, die stegen met 0,7%. Daar profiteerden bedrijfsobligaties ook van, waarbij de meer riskante 'high yield' bedrijfsobligaties deels ook meegingen met het positieve sentiment op aandelenmarkten en een hoger rendement haalden (van 1%) dan die van relatief veilige 'investment grade' staatsobligaties (0,6%).

Een beleggingscategorie die niet mee profiteerde was Europees beurgenoteerd vastgoed, die daalde afgelopen maand met 0,2%, deels omdat inflatie in Europa nog steeds niet snel daalt. Hierdoor kan het aantal renteverlagingen van de ECB die markten in prijzen voor dit jaar wat tegenvallen.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	februari	Q1	2025	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	0.7%	0.5%	0.5%	4.1%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	0.6%	1.0%	1.0%	6.6%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	1.0%	1.7%	1.7%	8.8%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	-0.2%	2.4%	2.4%	7.0%
MSCI Europe Aandelen	3.6%	10.3%	10.3%	15.7%
MSCI North America Aandelen	-1.7%	1.8%	1.8%	23.3%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-0.4%	1.5%	1.5%	13.2%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-0.9%	3.0%	3.0%	19.1%
MSCI Emerging Markets Aandelen	0.4%	2.7%	2.7%	15.0%
EUR/USD	0.1%	-0.4%	-0.4%	-4.3%

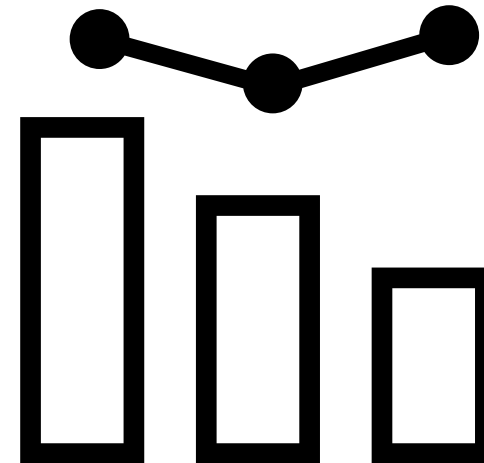
Bron: Bloomberg

Gaat de Europese economie het beter doen dan de Amerikaanse?

Het verschil in groeiverwachtingen tussen de eurozone en de VS is groot. Volgens de consensus van economen op Bloomberg gaat de economie van de eurozone groeien met 0,9% dit jaar en die van de VS met 2,3%. Voor de eurozone betekent dat een groei die iets onder het lange termijn gemiddelde (1,2%) ligt en voor de VS een groei die iets boven het lange termijn gemiddelde ligt (2,1%). Het verschil tussen de twee verwachte groeivoeten voor 2025 is 1,4%. Ter vergelijking, dat verschil was slechts 0,3% aan het begin van 2024. Toen was de verwachting dat de groei van de eurozone economie wat zou toenemen en die van de Amerikaanse economie wat zou afnemen. Die verwachting is nu dus sterk in het voordeel van de Amerikaanse economie gedraaid. Maar dat betekent ook dat de kans op teleurstelling hoger is in de VS dan in de eurozone.

Hierbij moet wel gesteld worden, de onzekerheid over de economieën van de eurozone en de VS is momenteel bijzonder groot. De eurozone economie kan een flinke klap krijgen door mogelijke importtarieven van Trump (zie verderop). En de eurozone economie is gevoeliger voor een stijging van energieprijzen dan die van de VS omdat de eurozone een netto energie importeur is en de VS nagenoeg zelfvoorzienend is wat energiebehoefte betreft. Waar de eurozone mogelijk wel van kan profiteren is de recente aankondiging van de Europese Commissie om 800 miljard euro (ruim 5% van het BBP van de eurozone) meer uit te geven aan defensie de komende jaren.

Op de langere termijn is het groeipotentieel van de VS groter dan die van de eurozone. Met name omdat dat Amerikaanse economie innovatiever is. Dat zie je bijvoorbeeld terug in het feit dat de productiviteitsgroei van de VS de afgelopen 20 jaar hoger is geweest dan die van de eurozone (0,4% per jaar voor de VS, ten opzichte van -0,2% voor de eurozone). Dus op de lange termijn lijkt het alsnog aannemelijk dat de Amerikaanse economie harder gaat blijven groeien dan de Europese economie.



De Chinese overheid gaat meer stimuleren dit jaar

Hoewel dit niet breed uitgemeten is in de media, is een van de best presterende aandelenmarkten van de eerste twee maanden van dit jaar de Chinese aandelenmarkt geweest. De MSCI China index is in 2025 met bijna 13% gestegen, in euro's gemeten. Dat is nog opvallender dan de situatie voor Europa. Want China kampt nog steeds met een zwakke economische groei (in historisch perspectief), een kwakkelende vastgoedsector, hoge schulden waar ook nog stijgende importtarieven vanuit de VS bij komen. Dat zou te maken kunnen hebben met de verwachting dat Chinese technologiebedrijven mogelijk een onderschatte concurrent zijn van Amerikaanse technologiebedrijven. Hier zagen we begin dit jaar al een voorbeeld van toen het Chinese bedrijf 'DeepSeek' als concurrent van het Amerikaanse 'Open AI' werd genoemd in de media.

Een andere verklaring is dat beleggers meer stimulus vanuit de Chinese overheid verwachten dan voorheen. Deels als antwoord op Amerikaanse importtarieven op Chinese goederen. Door die tarieven neemt de Chinese export af. Mogelijk wil de overheid dat compenseren met meer binnenlandse consumptie om haar economie te laten groeien.

Meer informatie hierover zal komen uit de 'Two Sessions' bijeenkomst die momenteel wordt gehouden in China, waarin de overheid haar plannen voor de komende tijd bekend maakt. Uit wat er tot nu toe bekend is, lijkt de Chinese overheid inderdaad van plan te zijn haar economie meer te stimuleren dit jaar, met wederom een groei-doelstelling voor de economie van 5%.



Inflatie neemt af in de eurozone, maar stijgt in de VS

Inflatie in de eurozone is in februari iets afgenomen, naar 2,4% (van 2,5% in januari). Dat is wel na een periode van 4 maanden waarin inflatie elke maand is gestegen. Dus het is niet duidelijk of dit een breuk is in de stijgende trend van afgelopen maanden. Diensteninflatie is gelukkig ook wat gedaald, al is het met 3,7% nog steeds hoog. Dat zien we ook terug in kerninflatie. Die is, na een periode van vijf maanden hangen op 2,7% eindelijk wat gezakt naar 2,6%. De consensus verwachting van economen op Bloomberg is nog steeds dat inflatie voor 2025 als geheel rond 2,2% gaat uitkomen (in de buurt van de ECB target dus).

Op korte termijn vormt de krappe arbeidsmarkt nog steeds een risico hiervoor. Werkloosheid is nog steeds historisch laag in de eurozone (6,3%) en lonen lijken nog steeds redelijk te groeien. Wel moet hierbij gezegd worden dat er een groter verschil is ontstaan tussen recente cijfers over loongroei, zoals die van de vacaturewebsite [Indeed](#), en iets oudere cijfers zoals die van de ECB. Namelijk, CAO onderhandelde lonen groeiden in de eurozone in Q4 2024 met 4,1% [volgens de ECB](#). Maar eurozone loongroei volgens '[Indeed wage growth tracker](#)' was slechts 2,6% in januari 2025.

Ook kunnen importtarieven van goederen uit het buitenland voor een stijging van inflatie zorgen. Als reactie op de door Trump aangekondigde importtarieven van 25% op Europese goederen zou de eurozone namelijk ook importtarieven op Amerikaanse goederen kunnen instellen. Of de eurozone inflatie daarmee sterk omhoog gaat, hangt af van de hoogte van de eurozone importtarieven naar de VS toe en hoe groot de klap voor de eurozone economie gaat zijn. Eerder berekende het [CPB](#) dat het effect van handelstarieven van 10% heen en weer tussen de eurozone en de VS inflatie in de eurozone met slechts 0,1% zou doen stijgen. Echter, als deze tarieven uitkomen op 25% zou de inflatie een stuk hoger kunnen zijn in de eurozone. Er is helaas ook een scenario waarin een handelsoorlog tussen de VS en de eurozone tot een recessie in de eurozone leidt. Dat zou juist deflatoir zijn, zoals de economen van [ABN Amro](#) recent berekenden.

In tegenstelling tot de eurozone stijgt de inflatie in de VS weer. In januari steeg de inflatie in de VS naar 3% (van 2,9% in december 2024). Deze stijging is klein, maar wat het verontrustend maakt is dat het de vierde maand op rij is dat de inflatie in de VS stijgt. Verder is diensteninflatie nog steeds hoog (4,2%) en ook kerninflatie is in januari gestegen, naar 3,3% van 3,2%. Ten slotte gaan importtarieven niet helpen om inflatie omlaag te brengen op korte termijn. In combinatie met een mogelijke afname van economische groei komt een 'stagflatie' scenario hiermee wat dichterbij voor de VS.

Lastig parket voor centrale banken

De ECB bevindt zich in een lastig parket. Inflatie in de eurozone neemt niet snel genoeg af en of een handelsoorlog met de VS inflatoir of deflatoir gaat zijn hangt er vanaf of economische activiteit in de eurozone scherp gaat dalen of niet. Voor de Amerikaanse economie is het duidelijker dat de vele importtarieven die Trump wilt instellen inflatoir gaan zijn. Maar als een handelsoorlog de VS veel economische groei gaat kosten, moet de misschien Fed weer gaan stimuleren. Want de Fed heeft naast prijsstabiliteit ook als doel om werkgelegenheid hoog te houden. Ook dit zorgt voor onzekerheid in de markt, het is namelijk minder duidelijk wat het monetair beleid van de ECB en de Fed gaat zijn dit jaar.

Verkiezingsuitslag Duitsland betekent hogere overheidsschuld

In Duitsland zijn er afgelopen maand verkiezingen geweest, waar de centrum rechtse CDU/CSU partij de meeste stemmen heeft gekregen en waarschijnlijk samen met de SPD een coalitie gaat vormen. Een belangrijk voortvloeisel hieruit is dat de nieuwe (beoogde) bondskanselier Friedrich Merz recent heeft aangekondigd dat de Duitse begrotingsregels hervormd gaan worden. Met name dat de Schuldenbremse hervormd gaat worden, onder andere om defensie-uitgaven te financieren. De Schuldenbremse is een begrotingsregel in de grondwet van Duitsland die stelt dat het begrotingstekort van de overheid per jaar niet meer dan 0,35% van het BBP mag zijn. Als dat wordt losgelaten is de kans reëel dat de Duitse staatsschuld gaat stijgen. Dat lijken markten ook in te prijzen, na bekendmaking van het nieuws steeg de rente op 10-jaars Duitse staatsobligaties met bijna 0,2% naar 2,7%. Het valt te verwachten dat de Duitse staatsrente beweeglijk gaat blijven de komende maanden.



Trump's tarieven betekenen lagere groei en hogere onzekerheid

Een van de meest spraakmakende gebeurtenissen van de afgelopen maand was dat Donald Trump van plan is importtarieven te heffen van 25% op Europa, 10% hogere tarieven op China en de eerder uitgestelde tarieven van 25% op Canada en Mexico alsnog gaat instellen. Zoals we al in een [eerdere publicatie](#) bespraken, volgens berekeningen van [ABN Amro](#) en [Goldman Sachs](#) zouden importtarieven heen en weer tussen de VS en de eurozone van 10% rond 1% aan groei kosten voor de eurozone (het effect op inflatie hangt sterk samen met hoeveel de groeivertraging gaat zijn). Aangezien de verwachte groei voor de eurozone voor 2025 slechts 0,9% is, zou dit betekenen dat de eurozone mogelijk in een recessie terecht kan komen. Als er importtarieven heen en weer komen van 25% op alle goederen tussen de VS en de eurozone zou het effect een stuk sterker kunnen zijn.

Echter, of de tarieven van 25% voor alle goederen gaan gelden is nog onzeker. In tegenstelling tot bijvoorbeeld Mexico, kan de VS wat goederenhandel betreft minder druk uitoefenen op de eurozone. Want de VS is minder belangrijk als exportmarkt voor de eurozone dan andersom. Slechts 8% van de Europese goederenexport gaat naar de VS, terwijl bijna 20% van de Amerikaanse export naar de eurozone gaat. Het is nog hoogst onzeker of de tarieven van Trump voor Europa voor alle goederen gaan gelden of slechts voor bepaalde goederen.

Helaas is deze onzekerheid ook niet goed voor een economie. Internationale bedrijven bijvoorbeeld weten hierdoor minder goed hoe ze moeten reageren op de aangekondigde tarieven. Ze weten immers niet hoe hoog die tarieven precies worden en voor welke goederen (of mogelijk zelfs diensten) ze gaan gelden. De stijging van deze onzekerheid is goed te zien in de [Global Economic Policy Uncertainty Index](#), van de economen Baker, Bloom en Davis. Die is sinds de verkiezing van Trump als president namelijk omhoog geschoten.

Hoge onzekerheid pleit voor neutrale positionering

Bij een hoge mate van onzekerheid past een neutrale positie. Hoewel Europese aandelen het goed hebben gedaan in februari is de vraag of dat door zal zetten de komende tijd met een mogelijke handelsoorlog in het vooruitzicht. De onzekerheid rondom de handelsoorlog (welke tarieven er precies gaan komen en hoe landen terug gaan slaan) pleit in het algemeen niet voor zakelijke waarden. Echter, het stimulerend effect voor de eurozone van hogere defensie-uitgaven kan ook niet geheel opzij worden geschoven.

Ook wat rentes betreft is de onzekerheid groot. Korte rentes reageren sterk op monetaire beleidsrentes, waarvan het minder duidelijk is geworden hoeveel ze omlaag gaan. Lange rentes kunnen verder oplopen als beleggers hogere schulden in de eurozone verwachten. Maar als de vrees voor een recessie in de eurozone weer opspeelt zal dat juist rentes op veilige staatsobligaties drukken, wat goed is voor veilige staatsobligaties.

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

57552_0325