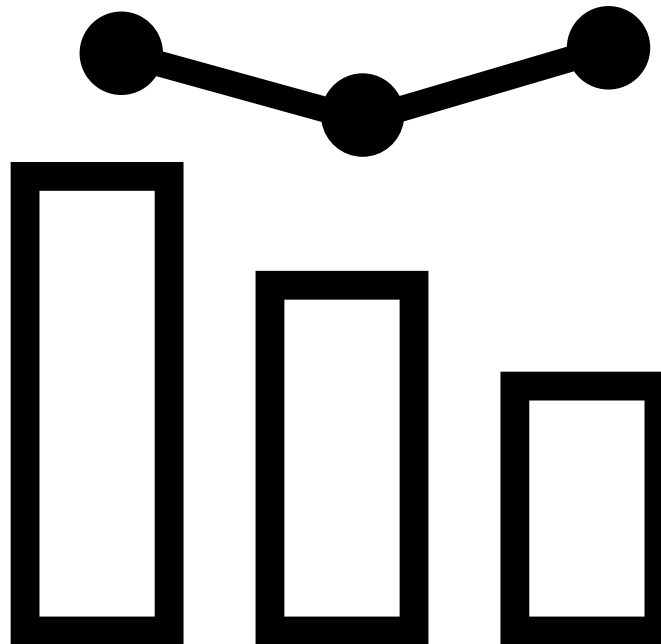




Markupdate

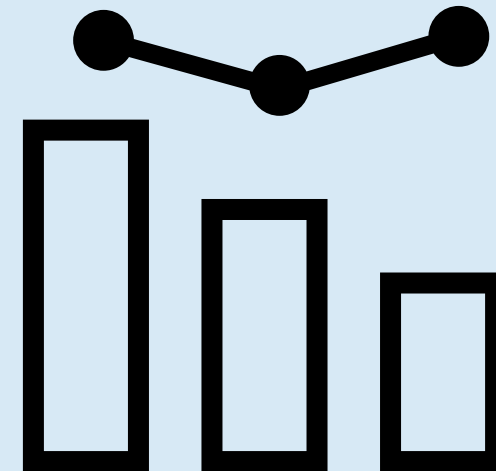
September 2025

September 2025: '...remember to come back in September'

September was een goede beleggingsmaand, zeker voor aandelenbeleggers. Vooral opkomende markten vielen in positieve zin op. Ondertussen daalden kapitaalmarkrentes licht. Daarmee kunnen ook obligatiebeleggers terugkijken op een redelijk verlopen september.

De bekende beurswijsheid 'Sell in May and go away' heeft in 2025 niet goed gewerkt. In mei stonden veel aandelenbeurzen lager dan aan het begin van het jaar. Alleen Europese aandelen wisten zich tot dat moment aan de malaise te onttrekken. Aandelenbeleggers die in mei daadwerkelijk hun aandelen hebben verkocht, moesten vervolgens ook nog aanzien hoe de beurskoersen in de zomer juist weer opliepen. Een pleister op de wonde voor degenen die zich ook aan het tweede deel van de 'Sell in May'-wijsheid hebben gehouden ('...but remember to come back in September'), is wel dat de aandelenkoersen ook in september verder zijn gestegen.

Voorals opkomende markten presteerden goed in september, met een maandrendement van maar liefst 6,6% voor de MSCI Emerging Markets-index. Dit was vooral te danken aan opkomende markten in Azië, zoals China en Zuid-Korea. Ook ontwikkelde aandelenmarkten in Azië beleefden een goede maand, met een rendement van 4,2% voor de MSCI Asia Pacific-index. Dit was vooral te danken aan de aandelenbeurzen van Japan en Hong Kong. Amerikaanse en Europese aandelenbeurzen bleven relatief achter, maar presteerden in absolute zin alsnog wel goed, met maandrendementen van



3,1% voor de MSCI North America-index en 1,6% voor de MSCI Europe-index. Alleen voor Europees beursgenoteerd vastgoed pakte september minder goed uit, met een vrijwel vlak rendement op maandbasis.

Al met al is 2025 tot nu toe een bijzonder goed jaar voor aandelenbeleggers, met rendementen van ruim 10% voor Europese aandelen en opkomende markten en bijna 10% voor Aziatische aandelen. Amerikaanse aandelen blijven daarbij ruimschoots achter in euro's gemeten, maar dit is volledig toe te schrijven aan de waardedaling van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro sinds begin dit jaar.

Obligatiemarkten beleefden in september een redelijke maand, met rendementen van ca. 0,5% voor zowel Europese staatsobligaties als Europese 'investment grade'- én 'high yield'- bedrijfsobligaties. Tot nu toe is 2025 voor Europese bedrijfsobligaties een redelijk jaar geweest, met rendementen van 3-5%, maar Europese staatsobligaties en beursgenoteerd vastgoed staan nog maar net in de plus.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	september	Q3	2025	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	0.5%	-0.2%	0.3%	0.2%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	0.4%	0.9%	2.8%	3.6%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	0.5%	1.9%	4.7%	6.6%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	-0.1%	-5.2%	0.8%	-11.2%
MSCI Europe Aandelen	1.6%	3.5%	12.4%	9.3%
MSCI North America Aandelen	3.1%	7.9%	2.1%	12.4%
MSCI Asia Pacific Aandelen	4.2%	9.0%	9.7%	9.9%
MSCI World Developed Markets Aandelen	2.6%	6.8%	3.0%	10.2%
MSCI Emerging Markets Aandelen	6.6%	10.4%	13.1%	11.8%
EUR/USD	0.5%	0.2%	12.8%	5.0%

Bron: Bloomberg

Onzekerheid blijft troef voor de wereldeconomie

Een half jaar na de schok van de aankondiging door de Amerikaanse president Trump van een 'handelsoorlog' tussen de VS en de rest van de wereld, zijn de gevolgen ervan nog altijd niet goed te overzien. Voorlopig lijkt het erop dat de soep niet zo heet gegeten wordt als die op 'Liberation Day' (2 april) werd opgediend, maar dat de wereldeconomie alsnog wel schade zal ondervinden van de hogere handelstarieven. De onzekerheid is goed terug te zien in de groeiverwachtingen van het IMF voor de wereldeconomie. Begin dit jaar verwachtte het IMF voor zowel 2025 als 2026 nog een groei van 3,3% voor de wereldeconomie, vrijwel gelijk aan de feitelijke groei in 2024. Na de aankondiging van president Trump begin april, verlaagde het IMF de groeiverwachting voor 2025 naar 2,8% en voor 2026 naar 3%. Inmiddels is het IMF weer wat bijgedraaid, en gaat het voor zowel 2025 als 2026 uit van een wereldwijde groei rond 3%. Voor ontwikkelde economieën rekent het IMF op een groei rond 1,5% in 2025 (ca. 2% voor de VS en 1% voor Europa), en voor opkomende economieën op een groei rond 4%. Daarbij blijft India naar verwachting harder groeien dan China, met respectievelijk 6,4% en 4,8%.

De belangrijkste kanttekening bij deze cijfers, die het IMF zelf ook maakt, is dat de onzekerheid nog altijd bovengemiddeld hoog blijft, vooral als gevolg van het onvoorspelbare economische beleid van de regering-Trump en de aanhoudende geopolitieke spanningen. Alleen al deze onzekerheid kan de wereldeconomie in de weg gaan zitten, als die ervoor zorgt dat bedrijven hun investeringen uitstellen en consumenten terughoudender worden in hun bestedingspatroon. Tot nu toe lijkt de invloed van zowel de handelsoorlog als geopolitieke spanningen op bedrijfswinsten en consumentenbestedingen mee te vallen, maar dat is geen garantie voor de toekomst.

Europa een baken van rust, in vergelijking met de VS

Als het IMF gelijk krijgt, is de economie die relatief het meest hinder gaat ondervinden van het wispelturige beleid van de regering-Trump die van de VS zelf. De cijfers van de afgelopen maanden geven daarover nog geen duidelijk uitsluitsel, maar het lijkt wel aannemelijk dat de prijs van de Amerikaanse handelstarieven uiteindelijk vooral betaald zal worden door Amerikaanse consumenten en bedrijven. Tot nu toe zijn de bestedingen van consumenten behoorlijk op peil gebleven, mede dankzij de nog altijd historisch lage werkloosheid, en nemen ook de bedrijfsinvesteringen nog toe, vooral dankzij de 'boom' in 'kunstmatige intelligentie (AI)'-gerelateerde projecten, maar de vraag is hoe houdbaar dit is. Recente arbeidsmarktcijfers uit de VS vielen sterk tegen en er is toenemende twijfel of alle 'AI'-investeringen zichzelf zullen terugverdienen. Voor de Amerikaanse schatkist vormen de handelstarieven wel een welkome bron van inkomsten, ter gedeeltelijke compensatie van het grote pakket aan overheidsuitgaven vanuit de 'One Big Beautiful Bill Act'. Dit pakket, met o.a. belastingverlagingen voor bedrijven en consumenten, is op korte termijn groeibevorderend, maar draagt op langere termijn niet bij aan de houdbaarheid van de Amerikaanse staatsschuld.

In vergelijking met de onzekerheid over de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie, en inmiddels zelfs ook over de betrouwbaarheid van economische data van de Amerikaanse overheid, lijkt de Europese economie een baken van stabiliteit. Dit is niet alleen maar positief, want het betekent ook dat er voorlopig nog geen einde lijkt te komen aan de lage groei van de laatste tijd. Vooral de Duitse economie, en meer specifiek de Duitse industrie, ondervindt hinder van de Amerikaanse handelstarieven, de dure euro en de nog altijd uitblijvende structurele hervormingen. Op termijn zullen de beloofde hogere overheidsuitgaven van de regering-Merz, onder andere ten behoeve van investeringen in de defensie-industrie, helpen om de Duitse economie vlot te trekken, maar vooralsnog zijn de effecten hiervan niet of nauwelijks zichtbaar. Positief is wel dat de stagnatie van de Duitse economie ten dele wordt gecompenseerd door hogere groei in de zuidelijke Europese landen, die de malaise van de 'eurocrisis' van de jaren '10 achter zich hebben gelaten. Hun rol als Europese zorgenkindjes lijkt te zijn overgenomen door Frankrijk en het VK, die er beide maar niet in slagen om hun overheidsfinanciën onder controle te krijgen en daarmee het risico lopen langzaam maar zeker op een 'schuldencrisis' af te stevenen.

Azië lijkt storm van de handelsoorlog goed te doorstaan, voor nu

Buiten Europa was er recent ook onrust over de schuldenpositie van Argentinië, overigens niet voor de eerste keer. Anders dan bij voorgaande Argentijnse schuldencrises kwam (voorlopige) redding nu niet van het IMF, maar van de VS, die zich bereid verklaarde indien nodig de Argentijnse president Milei, de belangrijkste ideologische bondgenoot van president Trump in Latijns Amerika, te steunen. De situatie in Argentinië is niet maatgevend voor andere opkomende economieën, en lijkt dus ook niet het begin van een bredere schuldencrisis (zoals bijv. de Azië-crisis eind jaren '90) in te luiden. Wel ondervinden veel opkomende markten, met China en India voorop, hinder van de handelstarieven vanuit de VS, maar tot nu toe houden hun economieën beter stand dan verwacht. Het lijkt erop dat deze landen erin slagen om hun handelsstromen naar de VS (China vooral voor producten en India vooral voor diensten) zodanig te verleggen naar andere landen en regio's dat de schade per saldo beperkt blijft, al moet daarbij worden opgemerkt dat beschikbare data daarover beperkt is, en het dus ook nog te vroeg is om definitieve conclusies te trekken.



Voor zowel China als India geldt dat de overheid voldoende bereid en in staat lijkt om economische tegenslag, bijvoorbeeld als gevolg van de handelsoorlog met de VS, op te vangen met stimuleringsmaatregelen en structurele hervormingen. De Chinese overheid richt zich daarbij vooral op het versterken van de Chinese voorsprong op het gebied van technologie (o.a. 'AI') en de energietransitie, terwijl de regering van India eindelijk werk lijkt te gaan maken van het vereenvoudigen van het belastingstelsel en het terugdringen van de bureaucratie. De derde grote economie van Azië, die van Japan, ondervindt ook hinder van de Amerikaanse handelstarieven, maar dat wordt in ieder geval ten dele gecompenseerd door de recente waardedaling van de Japanse yen, waarmee de exportpositie van Japan verbetert. Daarnaast lijkt ook de Japanse overheid in te willen zetten op productiviteitsverhogende investeringen in ('AI'-) technologie, die net als in het geval van China mede noodzakelijk zijn om de gevolgen van de vergrijzing en de krimp van de bevolking op te vangen.

Inflatie in de eurozone 'on target', maar dat geldt niet voor de VS

Niet alleen qua economische groei, ook op het gebied van inflatie oogt Europa als een baken van stabiliteit in onrustige tijden. De 'headline' inflatie in de eurozone is in september weliswaar licht opgelopen naar 2,2% jaar-op-jaar, maar was daarvoor drie maanden op rij onveranderd gebleven op 2,0%, dat wil zeggen precies in lijn met de inflatiedoelstelling van de ECB. De 'kerninflatie', exclusief volatiele voedings- en energieprijzen, is al vijf maanden op rij onveranderd gebleven, op 2,3% jaar-op-jaar. In de VS is het inflatiebeeld de laatste tijd verslechterd, in die zin dat de 'headline' inflatie is opgelopen van 2,4% jaar-op-jaar in mei naar 2,9% nu. De Amerikaanse 'kerninflatie' is ook licht opgelopen, van 2,8% jaar-op-jaar in mei naar 3,1% nu.

De hogere inflatiedruk in de VS kan een teken van economische kracht zijn (zo zal president Trump het in ieder geval graag zien), maar een andere interpretatie is ook mogelijk. De handelstarieven van president Trump vormen in feite een belasting voor Amerikaanse bedrijven en consumenten, die tot hogere kosten voor bedrijven en hogere prijzen voor consumenten leiden. In hoeverre deze interpretatie de toegenomen inflatiedruk verklaart, is niet met zekerheid te zeggen. Uit onderliggende cijfers blijkt wel dat de hogere prijsdruk in de afgelopen maanden vooral voortkwam uit de categorieën die geraakt worden door de handelstarieven, maar uit de meest recente cijfers blijkt dat inmiddels hogere prijzen in de dienstverlening weer de belangrijkste verklarende factor zijn voor de toegenomen inflatiedruk. Waarschijnlijk is de hogere inflatiedruk dus een combinatie van 'handelstarieven-inflatie' én economische kracht.

ECB kan rustig afwachten, terwijl druk op de Fed toeneemt

Voor de komende tijd voorzien zowel economen (volgens de Bloomberg-consensus) als financiële markten dat de inflatiedruk in de VS onverminderd hoog zal blijven, rond 3%. De verwachting is dat pas tegen eind 2026 de inflatie geleidelijk zal afnemen richting 2,5%. Deze cijfers zijn wel met bovengemiddeld hoge onzekerheid omgeven, zolang onduidelijk is hoe de regering-Trump het handelsbeleid verder zal vormgeven en wat de gevolgen daarvan zijn voor economische groei en prijsdruk. Daarbij kunnen nieuw opgelegde handelstarieven voor een nieuwe ronde prijsverhogingen zorgen, maar tegelijkertijd de Amerikaanse economie onder druk zetten en zo op termijn juist weer tot lagere prijzen leiden. In Europa is de inflatieverwachting in die zin minder spannend, dat economen ervan uitgaan dat de 'headline' inflatie tot in 2027 op of licht onder 2% zal blijven, terwijl de 'kern-inflatie' geleidelijk zal afnemen tot rond 2%. Ook hiervoor geldt echter dat bijvoorbeeld de gevolgen van het Amerikaanse handelsbeleid, de dure euro en fluctuaties in de olieprijs het inflatiebeeld alsnog kunnen veranderen.

Met de huidige kennis van zaken is het rentebeleid van de ECB redelijk voorspelbaar, namelijk vooral stil blijven zitten en afwachten. In juni heeft de ECB de Europese basisrente voor het laatst verlaagd, naar 2%, en de verwachting is dat die in ieder geval de komende maanden ongewijzigd zal blijven. Voor de Amerikaanse centrale bank, de Fed, liggen de zaken ingewikkelder. In september heeft de Fed voor het eerst dit jaar de Amerikaanse basisrente verlaagd, van 4,5% naar 4,25%. De rentemarkt gaat ervan uit dat in het komende jaar nog 4-5 renteverlagingen zullen volgen, waarmee de basisrente op of rond 3% zou uitkomen.

Deze verwachting is echter wel met veel onzekerheid omgeven. Als de inflatie in de VS komend jaar, zoals verwacht, inderdaad rond 3% blijft, is de vraag of een basisrente van 3% niet te laag is. Als daarentegen de Amerikaanse economie een terugval laat zien, wat zeker niet valt uit te sluiten, dan lijkt een rente van 3% juist aan de hoge kant. Ondertussen blijft president Trump de onafhankelijkheid van de Fed ondermijnen, onder andere door Fed-bestuurder Lisa Cook haar ontslag aan te zeggen en aan de stoelpoten van Fed-voorzitter Jerome Powell te zagen. De zittingstermijn van Powell loopt hoe dan ook in 2026 af, en de vraag is of Trump dan een meer gezeglijke voorzitter op zijn plek zal benoemen. In dat geval komt de door Trump gewenste rente van 1% misschien eerder in zicht, maar te verwachten valt ook dat financiële markten daar niet positief op zullen reageren.

Financiële markten: is er al sprake van 'irrational exuberance' of niet?

Ondanks het onzekere macro-economische en geopolitieke klimaat, blijven financiële markten nog altijd optimistisch gestemd. Dit vertaalde zich ook afgelopen kwartaal weer in positieve rendementen op aandelen, bedrijfsobligaties en andere relatief risicovolle beleggingscategorieën, terwijl 'veilige' staatsobligaties beduidend minder in trek waren. De keerzijde van het positieve sentiment op financiële markten is dat risicovolle beleggingscategorieën, die in historisch perspectief toch al duur waren, nog duurder zijn geworden. Zeker de waarderingen van 'AI'-gerelateerde beleggingen roepen herinneringen op aan de 'dotcom-bubbel' van eind jaren '90 van de vorige eeuw, maar het is moeilijk in te schatten of op dit moment al sprake is van een 'bubbel' of nog altijd eerder van een 'boom'. Ter vergelijking: eind 1996 sprak voormalig Fed-voorzitter Greenspan al van 'irrational exuberance' op aandelenbeurzen, maar in de drie jaar daarna verdubbelde de Amerikaanse S&P500-index nog eens in waarde, terwijl de Nasdaq-index zelfs verviervoudigde in waarde.

Op dit moment zijn er weinig signalen dat het positieve sentiment op financiële markten snel zal keren, maar de (over-) waardering van aandelen en andere risicovolle beleggingscategorieën maken deze wel kwetsbaar voor eventuele macro-economische tegenslag, negatieve geopolitieke ontwikkelingen of een onverwacht 'risk event'. Daar staat tegenover dat de vooruitzichten voor een traditioneel relatief 'veilige' beleggingscategorie als staatsobligaties ook niet onverdeeld positief zijn, wanneer het inflatiebeeld zich minder gunstig ontwikkelt dan verwacht of bijvoorbeeld de politieke verlamming in Frankrijk en/of het VK tot hogere kapitaalmarktrentes zou leiden.



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