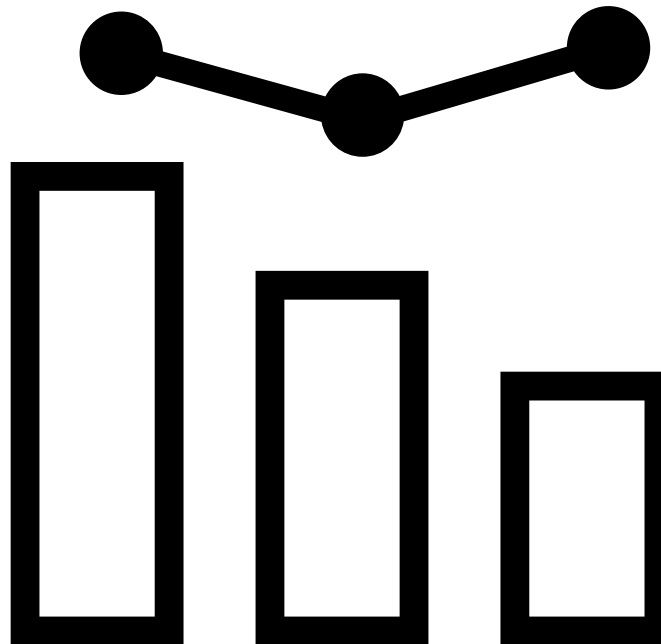




Markupdate

Maart 2025

Maart 2025: Trump blijft de toon zetten, en niet in positieve zin

In maart leverden aandelenbeurzen wereldwijd fors in, met Amerikaanse aandelen opnieuw als grootste achterblijver. Ondertussen liepen rentes op Europese staatsobligaties op.

Financiële markten bleven in maart in de ban van het dynamische duo Trump en Musk, en niet in positieve zin. Onzekerheid over het Amerikaanse economische beleid, en meer specifiek de dreiging van een handelsoorlog, bleef als een zwaard van Damocles boven de wereldeconomie en internationale financiële markten hangen. Net als in februari trof dit ook in maart vooral Amerikaanse aandelen, deze keer met een negatief maandrendement van maar liefst 9,6% voor de MSCI North America-index. Anders dan in februari wisten andere aandelenregio's in maart niet aan de malaise te ontsnappen. In februari leverden Europese aandelen en opkomende markten nog positieve maandrendementen op, maar in maart leverden beide regio's respectievelijk 4% en 3,5% in. Aziatische aandelenbeurzen stonden in februari al op licht verlies, maar daalden in maart met nog eens 4,3% in waarde. Ten opzichte van een jaar geleden is van de sterke Amerikaanse 'outperformance' ten opzichte van andere aandelenregio's nu vrijwel niets meer over. Alle aandelenregio's hebben over de afgelopen 12 maanden per saldo rendementen tussen 5% en 8% opgeleverd.



De bokkesprongen van Trump en zijn entourage hebben in ieder geval in Europa als neveneffect dat de druk om fors te investeren in de eigen defensie snel is toegenomen. Vooral de Duitse draai richting hogere overheidsuitgaven om de opbouw van de defensie te financieren, zorgde ervoor dat rentes op Europese staatsobligaties in maart opliepen, met een negatief maandrendement van 1,8% op de 'benchmark' voor Europese staatsobligaties tot gevolg. De hogere renteniveaus pakten ook negatief uit voor Europese bedrijfsobligaties, maar dit werd gedempt door licht inkomende 'credit spreads'. Per saldo leverden zowel 'investment grade' als de meer risicovolle 'high yield'-bedrijfsobligaties een maandrendement van -1,0% op.

Tenslotte rendeerte Europees beursgenoteerd vastgoed in maart in lijn met de brede aandelenmarkt, met een negatief rendement van 4,2%.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	maart	Q1	2025	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-1,8%	-1,3%	-1,3%	1,2%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-1,0%	0,0%	0,0%	4,2%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-1,0%	0,6%	0,6%	7,2%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	-4,2%	-1,9%	-1,9%	-4,9%
MSCI Europe Aandelen	-4,0%	5,9%	5,9%	6,8%
MSCI North America Aandelen	-9,6%	-8,0%	-8,0%	7,5%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-4,3%	-2,9%	-2,9%	4,9%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-8,5%	-5,8%	-5,8%	5,3%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-3,5%	-0,9%	-0,9%	7,8%
EUR/USD	4,3%	3,9%	3,9%	0,3%

Bron: Bloomberg

'Tariff man' Trump zaait onzekerheid, en berokkent de wereldeconomie daarmee schade

Afgaande op consensusverwachtingen van economen zijn de vooruitzichten voor de wereldeconomie de afgelopen tijd niet wezenlijk veranderd. Nog altijd wordt voor 2025 (en voor 2026 en 2027) gerekend op een wereldwijde groei van rond 3%. Wat wel veranderd is, is de onzekerheid rond deze verwachting, en dan vooral het risico van een scenario van lagere economische groei. Deze onzekerheid wordt vooral veroorzaakt door de (op-) nieuw aangetreden president van de Verenigde Staten, Donald Trump. Hij heeft in de eerste maanden van zijn tweede regeringstermijn veel nieuwe beleidsmaatregelen aangekondigd, ook op economisch gebied. In de aanloop naar zijn inauguratie in januari was de hoop van veel economen (en beleggers) dat Trump zich vooral zou richten op zijn campagnebeloften van belastingverlagingen en deregulering. In de praktijk heeft dit tot nu toe anders uitgepakt. Zelfverklaard 'tariff man' Trump heeft zich vooral gericht op het aankondigen van handelstarieven tegen zowel vijanden als (voormalige?) bondgenoten van de VS, om die vervolgens weer uit te stellen, af te blazen of er juist nog een schepje bovenop te doen.

De feitelijke schade van dit zwabberende handelsbeleid is tot nu toe beperkt gebleven, maar de onzekerheid die Trump hiermee creëert, heeft inmiddels wel een duidelijk negatieve invloed op het vertrouwen van Amerikaanse consumenten en ondernemers. Dit kan zich in de komende maanden makkelijk vertalen in lagere economische groei dan waar economen nu nog op rekenen. Ook op kortere termijn kunnen de gevolgen mogelijk al wel terug te zien zijn in economische groeicijfers. Het lijkt er namelijk op dat veel bedrijven de handelstarieven van Trump niet hebben afgewacht, en in de eerste maanden van 2025 invoer van hun producten naar de VS naar voren hebben gehaald, voor zover mogelijk. Als de 'GDP Now'-indicator van de Atlanta Fed klopt, zou zich dat zelfs al kunnen vertalen in een economische krimp over het eerste kwartaal, oftewel het begin van een recessie in de VS.

Handelstarieven zullen vooral Amerikaanse consumenten treffen

Voor nu is het nog te vroeg om een Amerikaanse recessie als basisscenario te zien. Handelstarieven zullen naar verwachting weliswaar een negatieve schok voor de economie vormen, maar dit effect kan eenmalig blijken zolang deze niet het begin van een langdurige handelsoorlog betekenen. Daarnaast kunnen handelstarieven leiden tot een toename van buitenlandse bedrijfsinvesteringen in de VS, wat positief zou bijdragen aan de economische groei. Dat is natuurlijk ook de wensgedachte van Trump, al rekent hij zich daarmee waarschijnlijk te rijk. De prijs van invoertarieven wordt uiteindelijk namelijk vooral betaald door Amerikaanse consumenten, en die kunnen zich daarmee gedwongen zien minder te besteden. Aangezien bestedingen van consumenten ruim tweederde van de Amerikaanse economische groei bepalen, weegt dit negatieve effect waarschijnlijk veel zwaarder dan een eventuele toename in bedrijfsinvesteringen, die maar zo'n 20% van de Amerikaanse BBP-groei uitmaken.

Een derde potentiële bron van economische groei voor de VS, namelijk een ruimer begrotingsbeleid van de overheid, lijkt ook niet echt in goede handen te zijn bij de nieuwe machthebbers in het Witte Huis. Weliswaar lijkt Trump erin geslaagd om de belastingverlagingen uit zijn eerste regeringstermijn te verlengen, wat in principe gunstig is voor groei, maar de ongerichte manier waarop tegelijkertijd het nieuw opgerichte 'Department of Government Efficiency' onder leiding van Elon Musk Amerikaanse overheidsinstanties te lijf gaat, lijkt niet alleen hier en daar wat bezuinigingen op te leveren, maar vooral veel chaos en mogelijkheden voor corruptie en belastingontduiking te creëren. Hoe dan ook is de ruimte voor stimulerend begrotingsbeleid in de VS beperkt, met een begrotingstekort dat al zo'n 7% van BBP bedraagt. Een nog groter begrotingstekort lokt eerder het risico van steeds hogere rentelasten en uiteindelijk een onbeheersbare toename van de staatsschuld uit.

Make Europe Great Again' in plaats van 'Make America Great Again'?

Al met al lijkt Trump er nog niet echt in te slagen zijn belangrijkste campagnebelofte, 'Make America Great Again', in te lossen. Eerder lijkt hij met zijn geopolitieke beleid, en dan met name zijn 'pro-Rusland /anti-Oekraïne en EU'-uitspraken, Europa wakker te hebben geschud, met als potentiële uitkomst 'To Make Europe Great Again'. Vooral de draai van de beoogde Duitse bondskanselier Merz om meer bij te dragen aan de Europese defensie, o.a. met het loslaten van de overdreven strenge 'Schuldenbremse', heeft gezorgd voor een omslag van de stemming onder ondernemers en consumenten (en beleggers) over de vooruitzichten voor de Europese economie.

De vraag is of deze omslag in het sentiment zich ook zal vertalen in daadwerkelijk hogere economische groei. Vooralsnog rekenen economen zich wat dat betreft niet al te rijk, met een voorziene economische groei voor de eurozone van ca. 1% in 2025. Een toename van overheidsbestedingen en bedrijfsinvesteringen, met name in de defensie-industrie, zou eraan kunnen bijdragen dat de groei hoger uitvalt, maar daar staat tegenover dat aanhoudende geopolitieke onrust kan zorgen voor tegenvallende consumentenbestedingen. Daarnaast is de vraag of alle plannen, bijvoorbeeld in het kader van het 'Re-Arm Europe'-voorstel van de Europese Commissie en mogelijk ook het rapport van Mario Draghi om de productiviteit van de Europese economie te stimuleren, daadwerkelijk ten uitvoer zullen worden gebracht. Alleen al de huidige krapte op de Europese arbeidsmarkt, met een voor Europese begrippen nog altijd historisch lage werkloosheid van 6,2%, zou dit in de weg kunnen staan. Desalniettemin zijn de vooruitzichten voor de Europese economie per saldo nu beter dan een paar maanden geleden voor mogelijk werd gehouden, vooral dankzij Trump.



Wisselend beeld voor opkomende markten, mede als gevolg van de zwakkere dollar

Voor opkomende markten, en dan met name voor China, vormen Amerikaanse handelstarieven uiteindelijk waarschijnlijk een grotere bedreiging dan voor Europa. Daar staat tegenover dat een 'anti-VS' stemming bijvoorbeeld China en Europa dichter bij elkaar zou kunnen brengen. Daarnaast zullen niet alle opkomende markten in gelijke mate hinder ondervinden van een eventuele handelsoorlog. Een belangrijk pluspunt voor opkomende markten, met name voor landen met grote staatsschulden en/of leningen in Amerikaanse dollars, is dat sinds de inauguratie van Trump lange rentes zijn gedaald en de dollar is verzwakt. Dit helpt de betaalbaarheid van schulden. Overigens geldt dit dan weer niet voor bijvoorbeeld Turkije, dat wel relatief veel leent in Amerikaanse dollars maar toch niet profiteert, omdat de Turkse lira dit jaar alsnog is gedeprimeerd ten opzichte van de Amerikaanse dollar.

Inflatiebeeld is verbeterd, maar ook hier kan handelsoorlog roet in het eten gooien

Zowel in Europa als de VS is het inflatiebeeld de afgelopen tijd sterk verbeterd. De 'headline' inflatie bedraagt in de VS nu nog 'slechts' 2,8% en in de eurozone 2,2%. Ook de 'kerninflatie', exclusief volatiele voedings- en energieprijzen, is afgenomen, maar blijft met 3,1% in de VS en 2,4% in de eurozone nog wel altijd boven de 2%-inflatiedoelstellingen van de Fed en de ECB. Gunstig voor de inflatievooruitzichten is vooral dat de olieprijs de laatste tijd gedaald is (tot onder 70 USD per vat), wat in ieder geval kan bijdragen aan een lagere 'headline' inflatie.

Minder gunstig is dat het vooruitzicht van een handelsoorlog juist voor hogere inflatie kan zorgen, zeker in de VS. Dit was recent voor de Fed mede ook aanleiding om de inflatievooruitzichten naar boven (en de economische groeivooruitzichten naar beneden) bij te stellen. Ook aan Amerikaanse consumenten is de toegenomen inflatiedreiging niet voorbij gegaan. Volgens onderzoek van de University of Michigan rekenen consumenten nu op een inflatie van maar liefst 5% voor het komende jaar en voor de komende 5 jaar op een gemiddelde inflatie van nog altijd bijna 4%. Sinds 1993 was de inflatieverwachting onder consumenten niet zo hoog. Enigszins geruststellend, ook voor de Fed, is wel dat de inflatieverwachtingen op financiële markten geen vergelijkbare sprong hebben laten zien, in ieder geval tot nu toe. De 'ingeprijste' inflatieverwachting op 5-jaars basis blijft nog altijd rond 2-2,5%.

Gevolgen handelsoorlog voor inflatie buiten VS zijn niet eenduidig

Ook voor Europa vormt een potentiële handelsoorlog een bedreiging voor de inflatievooruitzichten, maar naar verwachting wel in mindere mate en minder direct dan voor de VS. Voor zover een handelsoorlog negatief zou uitpakken voor de economische groei, zou deze per saldo zelfs een 'disinflatoir' effect kunnen hebben. Daar staat dan wel weer tegenover dat de toegenomen geopolitieke druk, ook mede aangewakkerd door de nieuwe bewoner van het Witte Huis, tot een golf aan nieuwe overheidsbestedingen (en bedrijfsinvesteringen) kan leiden, wat op termijn weer voor een toename van de inflatiedruk kan zorgen. Daarnaast blijft de loondruk vanuit de krappe arbeidsmarkt in de eurozone nog altijd bovengemiddeld hoog, al lijkt deze de laatste tijd wel eerder af- dan verder toe te nemen. Per saldo lijkt de algemene verwachting van economen dat de inflatie in de eurozone in 2025 en daarna geleidelijk verder zal afnemen richting 2% ons vooralsnog ook het meest aannemelijke scenario.

Buiten Europa en de VS vallen voor wat betreft inflatie vooral de tegen-gestelde bewegingen in Japan en China op. In Japan, decennialang het schoolvoorbeeld van een economie in 'deflatie', schommelt de inflatie nu al een paar maanden rond 3%, terwijl China juist voor de tweede in minder dan twee jaar is weggezakt in deflatie, met een inflatie van -0,7% jaar-op-jaar in februari. Dit kan ten dele te wijten zijn aan een 'seizoenseffect' (als gevolg van de viering van Chinees nieuwjaar begin februari), maar lijkt vooral een weerslag van zwakte aan de vraagzijde van de Chinese economie.

Voor ECB lijkt einde aan cyclus van renteverlagingen in zicht te komen

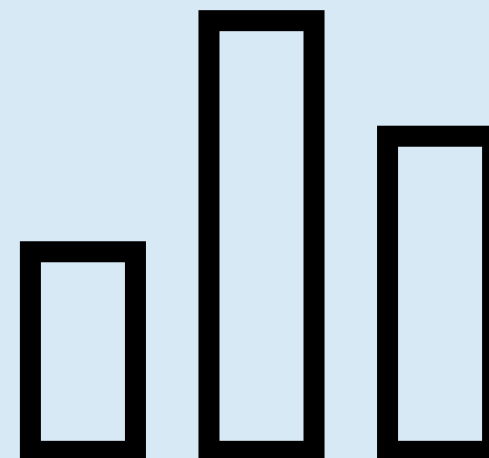
Voor centrale banken vormen de wisselende inflatievooruitzichten een uitdaging. Wat dat betreft lijkt het pad voor de ECB dan wellicht nog het meest voor de hand liggend. In het eerste kwartaal van 2025 heeft de ECB de basisrente in twee stappen verder verlaagd, van 3% naar 2,5%. Zolang het inflatiebeeld niet wezenlijk verandert, ligt een verdere beweging richting het 'neutrale' renteniveau van 2% voor de hand, maar dan waarschijnlijk wel in een wat langzamer tempo, bijvoorbeeld in het komende halfjaar.

Voor de Fed is het plaatje ingewikkelder. Onlangs heeft de Fed haar verwachtingen voor de groei van de Amerikaanse economie naar beneden bijgesteld en die voor inflatie naar boven. Met andere woorden: de Fed schat het risico van een 'stagflatie'-scenario hoger in. De Fed moet zich nu oriënteren op wat voorrang krijgt: het ondersteunen van een eventueel inzakkende economie met meer renteverlagingen, of het indammen van mogelijk oplopende inflatie met renteverhogingen. In ieder geval heeft de Fed de Amerikaanse basisrente het afgelopen kwartaal onveranderd gelaten op 4,5%. Rentemarkten rekenen nog wel op 3-4 renteverlagingen in het komende jaar, maar als blijkt dat de inflatiedruk de komende tijd gaat oplopen, zou de renteverlaging van afgelopen december voorlopig ook zo maar de laatste kunnen zijn geweest.

Sterk herstel aandelenbeurzen lijkt voorlopig buiten beeld

Vanuit het perspectief van 'tactische asset allocatie', met een beleggingshorizon van 3-6 maanden, zien wij weinig ruimte voor een sterk herstel van aandelenmarkten. Aandelenbeurzen hebben sinds de inauguratie van president Trump in januari een wisselend beeld laten zien, waarbij vooral de dure Amerikaanse aandelen uit de gratie zijn geraakt. Europese aandelen zijn 2025 juist wel goed begonnen, maar het risico dat het verslechterde sentiment op Amerikaanse aandelenbeurzen overslaat naar andere aandelenregio's, inclusief Europa, lijkt ons reëler dan dat er op korte termijn alweer een herstel zou optreden. Daarvoor zijn het geopolitieke klimaat en vooral ook de dure economische wind die uit het Witte Huis is gaan waaien te onbestendig.

De dreiging van een handelsoorlog en een toename van overheidsbestedingen (bijv. in Duitsland) zouden voor toenemende inflatiedruk en daarmee hogere rentes kunnen zorgen, maar eerder gaan we ervan uit dat verslechterende economische vooruitzichten en 'safe haven'-gedrag beleggers richting staatsobligaties zullen duwen. Daarmee denken we dat het risico van (veel) hogere kapitaalmarktrentes op korte termijn beperkt is. Daarnaast blijft onze eerdere conclusie dat de huidige beleggingsomgeving niet pleit voor een al te uitgesproken tactische positionering nog altijd overeind, wat ons betreft.



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