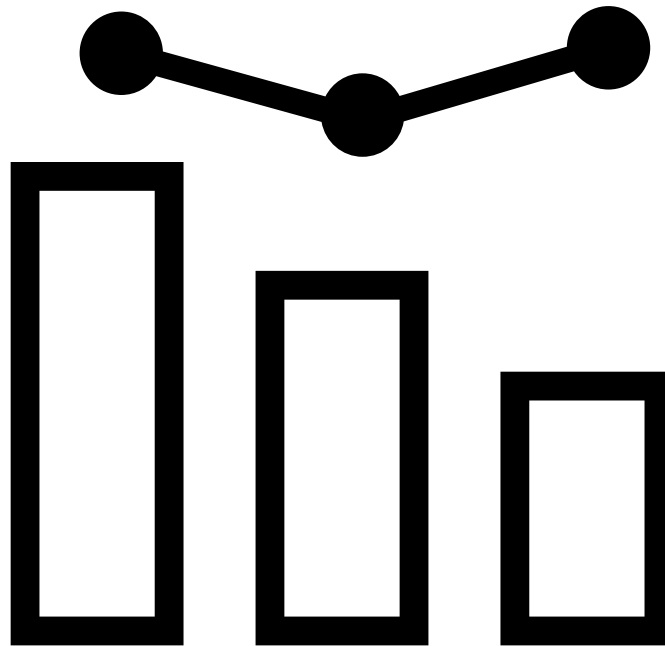




Marktupdate

Mei 2025

Mei 2025: herstel op aandelenbeurzen zet door

Na de enerverende maand april keerde in mei de rust weer terug op financiële markten, met vooral flink hogere koersen op wereldwijde aandelenbeurzen tot gevolg. Op obligatie- en valutamarkten gebeurde weinig, althans op het eerste gezicht.

Aandelenbeurzen beleefden een moeilijke maand april, met vooral in de eerste helft van de maand scherpe koersdalingen. Die volgden op de aankondiging over handelstarieven door de Amerikaanse president Trump op 2 april, 'Liberation Day'. Naarmate Trump in de loop van april liet doorschemeren dat de soep wellicht niet zo heet zou worden gegeten als opgediend, trad een gedeeltelijk herstel in op aandelenmarkten. In mei zette dit herstel verder door. De meeste aandelenbeurzen leverden in mei rendementen rond 5% op, variërend van 4,4% voor de MSCI Emerging Markets-index tot 6,5% voor de MSCI North America-index.

Beursgenoteerd vastgoed was in mei de minst presterende aandelen-categorie, met een rendement van 'slechts' 2,8%. In april was het juist nog de best presterende, en daarmee ook over het tweede kwartaal tot nu toe. Overigens staan vrijwel alle aandelenbeurzen nu weer hoger dan begin april. Daarmee zijn de verliezen als gevolg van 'Liberation Day' inmiddels dus weer meer dan goedge maakt.



Sinds begin dit jaar vallen vooral de grote rendementsverschillen tussen Europa en de VS op, met een 'year-to-date'-rendement van 10% voor de MSCI Europe-index en -7% voor de MSCI North America-index. Dit verschil is in ieder geval gedeeltelijk toe te schrijven aan de sterke waardedaling van de dollar, die sinds begin dit jaar 9% in waarde is gedaald ten opzichte van de euro.

Op obligatiemarkten valt vooral op dat de koersuitslagen in mei beperkt waren, in ieder geval in Europa, met maandrendementen van 0,1% voor Europese staatsobligaties en 0,5% voor Europese bedrijfsobligaties. De relatief risicovolle 'high yield'-bedrijfsobligaties lieten nog de grootste koersuitslag zien, met een positief maandrendement van 1,4%. Buiten Europa was er meer beweging op obligatiemarkten, met duidelijk hogere lange rentes (en daarmee negatieve rendementen) op staatsobligaties van bijvoorbeeld de VS, het VK en Japan. O.a. de 'downgrade' van de VS door 'rating agency' Moody's, waarmee de VS de begeerde 'AAA'-status is kwijtgeraakt, en de aanneming van de 'One Big Beautiful Bill Act' door het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden zorgden voor onzekerheid onder beleggers over de houdbaarheid van de Amerikaanse staatsschuld.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	mei	Q2	2025	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	0,1%	2,1%	0,7%	4,9%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	0,5%	1,5%	1,5%	6,5%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	1,4%	1,7%	2,3%	8,0%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	2,8%	8,2%	6,2%	0,8%
MSCI Europe Aandelen	4,7%	3,8%	10,0%	8,4%
MSCI North America Aandelen	6,5%	1,1%	-7,0%	8,9%
MSCI Asia Pacific Aandelen	4,9%	2,6%	-0,4%	8,0%
MSCI World Developed Markets Aandelen	5,8%	1,5%	-4,4%	7,2%
MSCI Emerging Markets Aandelen	4,4%	0,7%	-0,2%	8,1%
EUR/USD	-0,1%	4,9%	9,0%	4,6%

Bron: Bloomberg

Vooruitzichten Amerikaanse economie verslechteren zienderogen...

Begin dit jaar waren economen behoorlijk positief gestemd over de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie. Voor 2025 lag de verwachte groei op dat moment op 2,3% en voor 2026 op 2%. De afgelopen tijd is daar in snel tempo verandering in gekomen, en dan vooral in de afgelopen twee maanden. Nu wordt voor de Amerikaanse economie voor zowel 2025 als 2026 nog maar op een groei van ca. 1,5% gerekend. Tegelijkertijd is de ingeschatte recessiekans voor de VS (volgens de consensus van door Bloomberg ondervraagde economen) gestegen van 20% begin dit jaar naar 40% nu.

Eerder was al bekend geworden dat de Amerikaanse economie in het eerste kwartaal van dit jaar is gekrompen, al was deze krimp met 0,2% (seizoensgecorrigeerd, geannualiseerd) vrij marginaal. Als de economische groei in het tweede kwartaal ook negatief zou uitvallen, zou dat een recessie betekenen. Vooralsnog lijkt het niet zover te hoeven komen. De krimp in het eerste kwartaal werd vooral veroorzaakt door een sterke stijging van de importen, in aanloop naar de aankondiging van de 'Liberation Day'-handels-tarieven van Trump begin april. In het tweede kwartaal zal dit effect naar verwachting weer grotendeels uit de cijfers lopen, wat positief bijdraagt aan de verwachte groei in het tweede kwartaal. Daar staat wel tegenover dat de onzekerheid rondom het handelsbeleid van Trump negatief kan doorwerken op consumentenbestedingen en bedrijfsinvesteringen, maar de vraag is of deze effecten al in het tweede kwartaal heel sterk merkbaar zullen zijn of wellicht pas later.



...maar een recessie is nog lang geen zekerheid

Op dit moment geven vertrouwensindicatoren in ieder geval nog geen 'recessie-signalen' af. De ISM-index, waarmee het vertrouwen van Amerikaanse producenten gemeten wordt, staat voor zowel de industrie als de dienstverlening licht onder de 'neutrale' 50-punten grens. Per saldo wijst dat op een gematigde, maar wel positieve economische groei van de Amerikaanse economie in de komende maanden. Pas wanneer deze indicatoren onder 45 zouden dalen, is dat een duidelijk signaal dat een recessie aanstaande is.

Ook het vertrouwen van Amerikaanse consumenten duidt niet direct op een recessie. In april was het consumentenvertrouwen nog weggezakt richting de niveaus van het dieptepunt van de coronacrisis, inmiddels vijf jaar geleden, maar in mei is het weer gestegen richting een meer 'neutraal' niveau. Waarschijnlijk werkten de aankondigingen van Trump over handelstarieven begin april, en de als gevolg daarvan sterk dalende koersen van Amerikaanse aandelen, negatief door op het sentiment onder consumenten, maar droegen stijgende aandelenkoersen (en de lagere olieprijs) bij aan de opleving in mei. Tegelijkertijd blijft het consumentenvertrouwen wel kwetsbaar voor eventueel nieuwe onrust over de handelsoorlog en een mogelijke verslechtering van de arbeidsmarkt, bijvoorbeeld als gevolg van de recente ontslaggolf onder Amerikaanse ambtenaren in het kader van de 'efficiency-slag' door het Department of Government Efficiency' (DOGE) onder leiding van de inmiddels vertrokken Elon Musk.



Ook voor Europese economie wordt bescheiden groei, maar geen recessie verwacht

Niet alleen voor de Amerikaanse economie, ook voor Europa zijn economen de afgelopen tijd geleidelijk pessimistischer geworden. In het najaar van 2024 verwachtten zij nog een gemiddelde groei van de eurozone-economie van ca. 1,5% voor 2025 en 2026, maar inmiddels hebben zij de verwachtingen neerwaarts bijgesteld naar ca. 1% voor beide jaren. Vanuit dat perspectief viel de economische groei in het eerste kwartaal nog mee, met 1,2% jaar-op-jaar.

De neerwaarts bijgestelde verwachtingen voor de economie van de eurozone zijn vooral een reflectie van de dreigingen van buitenaf, en dan weer met name van de mogelijke nadelige gevolgen van een handelsoorlog met de VS. Hoewel de uiteindelijke gevolgen hiervan voorlopig nog onduidelijk blijven, heeft alleen al de onzekerheid, in combinatie met de sterke waardestijging van de euro ten opzichte van de dollar, een negatieve invloed op de economische ontwikkeling. Net als in de VS, wijzen vertrouwensindicatoren aan zowel producenten- als consumentenzijde op een bescheiden economische groei de komende tijd, maar in ieder geval (nog) niet op een aanstaande recessie.

Inflatiebeeld in VS en Europa vergelijkbaar, maar inflatieverwachtingen niet

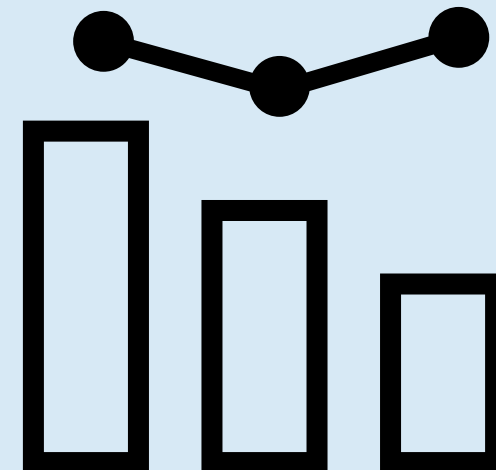
Met alle onzekerheid over de economische vooruitzichten, valt er in ieder geval nog wel goed nieuws te melden van het inflatiefront. In de eurozone is de inflatiedruk in mei afgenomen tot 1,9% jaar-op-jaar. Het is voor de eerste keer sinds de zomer van 2021 dat de inflatie onder de 2%-inflatiedoelstelling van de ECB uitkomt, afgezien van een eenmalige 'dip' in september 2024. Ook in de VS is de inflatiedruk verder afgenomen, tot inmiddels 2,3% jaar-op-jaar. Een kanttekening bij deze relatief gunstige cijfers is wel dat deze voor een belangrijk deel te danken zijn aan de gedaalde olieprijs. De 'kerninflatie', exclusief voedings- en energieprijzen, blijft met 2,7% jaar-op-jaar in de eurozone en 2,8% in de VS, nog altijd ruim boven de door centrale banken wenselijk geachte 2%.

Terwijl de huidige inflatiecijfers voor de eurozone en de VS redelijk vergelijkbaar zijn, geldt dat zeker niet voor de inflatieverwachtingen. Voor de eurozone is de verwachting van economen dat de inflatiedruk in de loop van 2025 (en daarna) rond 2% zal uitkomen, maar voor de VS wordt een sterke heropleving van de inflatiedruk verwacht tot boven 3% richting eind 2025. Dit verschil is mede te verklaren uit de verwachte gevolgen van de handelsoorlog en wordt verder aangewakkerd door 'importinflatie' in de VS als gevolg van de recente, relatief sterke verzwakking van de dollar. Opvallend is dat Amerikaanse consumenten nog veel pessimistischer zijn over de verwachte inflatie dan economen. Volgens onderzoek van de University of Michigan rekenen Amerikaanse consumenten op een inflatie van ruim 7% (!) over een jaar en van gemiddeld zo'n 4,5% op een 5-10 jaars horizon.

Ruimte voor renteverlagingen Fed en ECB, maar om verschillende redenen

De verwachting van Amerikaanse consumenten over de inflatie-ontwikkeling lijkt wel heel extreem, maar geeft wel goed aan voor welk dilemma de Amerikaanse centrale bank, de Fed, staat. De negatieve ontwikkeling van de economische groeivoorzichten pleit voor lagere rentes, maar als de inflatiedruk inderdaad zo sterk zou gaan oplopen als verwacht, is de ruimte voor renteverlagingen heel beperkt. Vooralsnog gaat de rentemarkt er vanuit dat de verslechterende groeivoorzichten de Fed zullen dwingen tot twee renteverlagingen in de tweede helft van dit jaar, maar de onzekerheid rondom deze verwachting is groot.

In vergelijking met de Fed, lijkt de ECB de komende tijd een aanzienlijk minder complexe taak te hebben. Met een renteverlaging van 25 basispunten begin juni en waarschijnlijk nog één na de zomer, lijkt er in ieder geval voorlopig een einde te komen aan de cyclus van renteverlagingen die een jaar geleden begon. Toen stond de Europese basisrente nog op 4,5%, inmiddels is dat nog maar 2%. Anders dan voor de Fed, is de ruimte voor de ECB om de rente eventueel verder te verlagen meer te danken aan verbeterde inflatie-voorzichten dan aan verslechterende economische groeivoorzichten.



Financiële markten lijken risico's eerder te onderschatten dan te overschatten

Met het sterke herstel van aandelenbeurzen in mei en de relatieve rust op (in ieder geval Europese) obligatiemarkten, lijken financiële markten zich weinig zorgen te maken over alle politieke onrust, vooral vanuit de VS, en de mogelijke gevolgen daarvan voor de wereldeconomie. De gedachte daarbij lijkt te zijn dat onruststoker Trump zich vooral zal beperken tot woorden, maar deze niet of nauwelijks zal omzetten in daden. Hiervoor is inmiddels zelfs een term bedacht: de 'TACO- (oftewel: 'Trump Always Chickens Out)-trade'. Dit lijkt ons te optimistisch gedacht. Toen Trump tijdens een persconferentie werd geconfronteerd met deze term, reageerde hij als door een wesp gestoken, en kondigde hij de dag erna gelijk extra handelstarieven op staal en aluminium aan. Met andere woorden: hoe meer het idee dat Trump 'toch nooit doorpakt' gaat leven, hoe meer Trump geneigd kan zijn het tegendeel te bewijzen.

Wat dat betreft heeft Trump de komende tijd genoeg kansen om te laten zien dat het hem menens is. Zoals het er nu naar uitziet, staan er in ieder geval voor begin juli twee 'deadlines' op de agenda: op 4 juli zou de 'One Big Beautiful Bill Act', het veelomvattende begrotingsvoorstel van de regering-Trump, door de Amerikaanse Senaat moeten zijn goedgekeurd, en op 9 juli verloopt het ultimatum voor een handelsovereenkomst tussen de VS en de EU. Zowel voor wat betreft de Amerikaanse begroting als een 'trade deal' tussen de VS en de EU geldt dat de onderhandelingen bepaald niet soepel verlopen, en voor beide geldt ook dat er vooralsnog weinig zicht is op een voor beleggers aangename uitkomst.

Bovendien bestaat er een aanzienlijke kans dat onderhandelingen zich ook na de genoemde deadlines nog zullen voortslepen, met aanhoudende onzekerheid tot gevolg. In dit klimaat zien wij eerder ruimte voor koersdalingen op aandelenbeurzen dan voor verdere koersstijgingen in de komende maanden, en geldt wat ons betreft 'cash is king', ook bij de huidige relatief lage renteniveaus.

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