

Blik op 2025:
verwacht het onverwachte?

2024 is een bijzonder beleggingsjaar geworden met een flink aantal onverwachte wendingen. Dit geldt niet alleen voor financiële markten, maar ook vanuit macro-economisch en (geo-) politiek perspectief. Brengt 2025 voor beleggers eindelijk weer eens 'business as usual' of moeten we het onverwachte blijven verwachten?

Terugblik 2024: economie

Met een groei van circa 3% heeft de wereldeconomie in 2024 min of meer in lijn met de verwachtingen gepresteerd. De groeiverschillen tussen de regio's waren wel groter dan verwacht. De Amerikaanse economie heeft aanzienlijk beter gepresteerd dan verwacht, met een geschatte groei van ruim 2,5% in 2024. De Amerikaanse groei werd ook breed gedragen, met bedrijfsinvesteringen voorop. Met een groei van minder dan 1% beleefde de economie van de eurozone opnieuw een teleurstellend jaar, wel met hogere export- en overheidsuitgaven, maar afgeremd door lage consumentenbestedingen en bedrijfsinvesteringen. Tenslotte groeide de Chinese economie met minder dan 5%, iets onder de groeidoelstellingen van de autoriteiten en veel minder dan het gemiddelde van de afgelopen decennia.

De 'inflatiegolf' van 2021-2022 is in 2023-2024 geleidelijk weggeëbd, waarbij de inflatie in zowel de VS als de eurozone tegen eind 2024 in de buurt komt van de inflatiedoelstellingen van 2% van de centrale banken. De 'kerninflatie'



is echter wel hoog gebleven, wat deels te wijten is aan de historisch sterke arbeidsmarkt in zowel de eurozone als de VS. Dit heeft met name gevolgen voor de diensteninflatie, maar minder voor de goedereninflatie. Met het verbeterde inflatiebeeld zijn centrale banken in de loop van 2024 begonnen het roer om te gooien door basisrentes te verlagen, van 50 (Bank of England) naar 75 (Fed, ECB) naar 175 (Bank of Canada) basispunten tot nu toe. In tegenstelling tot de meeste centrale banken heeft de Bank of Japan haar basisrente juist voor het eerst sinds 2007 verhoogd, waarmee ze eindelijk haar 'nulrentebeleid' achter zich laat.

Terugblik 2024: financiële markten

Financiële markten kunnen terugkijken op een gunstig verlopen 2024¹. Dit geldt dan wel vooral voor aandelenbeurzen, en helemaal voor Amerikaanse aandelenbeurzen. De breed samengestelde S&P 500-index is met ruim 30% gestegen, en de 'technologie-index' Nasdaq zelfs met 40%. Buiten de VS bleven rendementen op aandelenbeurzen 'beperkt' tot 10-20%, wat nog altijd ruimschoots bovengemiddeld is. Obligatiebeleggers behaalden minder uitgesproken positieve rendementen, maar hebben met jaarrendementen van ruim 3% voor Europese staatsobligaties tot 5-10% voor Europese 'high yield' bedrijfsobligaties ook niet veel te klagen. Alleen Europees beursgenoteerd vastgoed bleef achter met per saldo een vrijwel vlak koersverloop sinds begin 2024.

¹ Data zijn op basis van slotkoersen per 11 december 2024



Blik op 2025: economische groeivoorzichten

- ✓ **Wereld:** verwacht wordt dat de wereldeconomie in 2025 met ongeveer 3% zal groeien, d.w.z. in een vrij vergelijkbaar tempo als in 2023 en 2024, maar wel ver onder historisch gemiddelde groeipercentages. In 2024 was de VS opnieuw de drijvende kracht achter de wereldwijde economische groei en zal dat naar verwachting ook in 2025 blijven, maar waarschijnlijk wel in mindere mate dan in 2024. Geopolitieke risico's blijven een ernstige bedreiging vormen, en de recente herverkiezing van Donald Trump als president van de VS zorgt voor extra onzekerheid, met als gevolg aanzienlijke neerwaartse risico's ten opzichte van ons basisscenario van gematigde maar positieve wereldwijde economische groei.
- ✓ **Verenigde Staten:** het is onwaarschijnlijk dat de Amerikaanse economie in 2025 even hard zal blijven groeien als in 2023-2024. De sterke Amerikaanse dollar en nog altijd hoge rentes zijn nadelig voor de groeiverwachtingen. Consumentenbestedingen kunnen een terugval laten zien, omdat 'Covid 19-spaargelden' zijn uitgeput en de schuldpositie van huishoudens is verslechterd. Fiscale stimuleringsmaatregelen door de aantredende regering-Trump kunnen een opwaarts risico vormen voor de groei, zij het hoogstwaarschijnlijk tijdelijk.
- ✓ **Europa:** de economie van de eurozone zal het naar verwachting niet uitzonderlijk goed doen in 2025, maar de groei zal waarschijnlijk wel enigszins aantrekken na het teleurstellend verlopen 2024. De bedrijfsinvesteringen zullen naar verwachting een herstel laten zien en consumentenbestedingen kunnen profiteren van lagere rentetarieven en lage werkloosheidscijfers. Hoge overheidsschulden, geopolitieke onzekerheid en het uitblijven van structurele hervormingen (bijvoorbeeld in Duitsland en Frankrijk) zijn belangrijke risicofactoren.
- ✓ **Opkomende markten:** over het algemeen hebben de opkomende markten sinds het einde van de 'Covid-19'-crisis een teleurstellend herstel laten zien. Vooral voor opkomend Azië blijven de Chinese vastgoed- en banksectoren met een te hoge schuldenlast een aanzienlijk risico, en het geopolitieke risico (bijv. Rusland/Oekraïne, Midden-Oosten) is sterk verhoogd. De dreiging van hogere invoertarieven door de nieuwe Amerikaanse regering kan de groeivoorzichten van opkomende markten negatief beïnvloeden, zij het in verschillende mate.

Blik op 2025: inflatie en rentes

De inflatievooruitzichten zullen naar verwachting in de loop van 2025 verder verbeteren, waarbij de 'kerninflatie' zowel in de eurozone als in de VS naar verwachting zal convergeren naar de 'headline' inflatie, op of in de buurt van de streefniveaus van 2% van de ECB en de Fed. Het opwaartse inflatierisico blijft echter hoog, aangezien sterke arbeidsmarkten nog steeds ruimte bieden voor hogere lonen, wat doorwerkt in de 'kerninflatie', vooral in de dienstensector. Het inflatiebeeld kan verder worden gecompliceerd door een mogelijke handelsoorlog op instigatie van de regering-Trump, een mogelijk extra olieaanbod in de VS (wat kan leiden tot lagere olieprijsen) of een verdere escalatie van geopolitieke conflicten, bijvoorbeeld in Oekraïne of het Midden-Oosten (wat juist kan leiden tot hogere energieprijzen).

Na medio 2024 aan haar eerste 'verruimingscyclus' sinds de eurocrisis van begin 2010 te zijn begonnen, lijkt er voldoende ruimte te zijn voor de ECB om de rente in 2025 verder te verlagen. Een verdere verruiming met 100-150 basispunten zou de basisrente van de ECB op of onder 2% (nu 3,25%) brengen, wat onder de huidige omstandigheden en vooruitzichten redelijk lijkt. De risico's rond dit basisscenario zijn echter sterk verhoogd omdat de beleidsonzekerheid gewoon hoog is. Dit kan de ECB in een andere richting dwingen dan momenteel wordt voorzien, maar de opwaartse en neerwaartse risico's lijken wel ongeveer in evenwicht te zijn.

Omdat de Amerikaanse economie beter presteert dan de economie van de eurozone en de inflatiedruk hoger is, heeft de Fed minder prikkels gehad om de rente te verlagen dan de ECB. Daarom is de Fed later met haar versoepelingscyclus begonnen en zal deze naar verwachting ook eerder eindigen dan de ECB, met een basisrente van ongeveer 3,5-4% (nu 4,75%). Voor de Fed kan de beleidsonzekerheid nog groter zijn dan voor de ECB, mede afhankelijk van de acties en het beleid van de nieuwe regering-Trump.

Blik op 2025: financiële markten

Tegen de huidige waarderingen en gezien de zeer onzekere geopolitieke en beleidsvooruitzichten (zowel monetair als fiscaal) lijkt op dit moment geen enkele beleggingscategorie bijzonder aantrekkelijk. Daarom kan het motto 'cash is king' voorlopig nog steeds van toepassing zijn, zelfs als korte termijn rentes verder dalen. Op een gegeven moment kunnen er wel aantrekkelijkere 'instapmomenten' voor beleggingscategorieën naast cash zich voordoen, naarmate de economische vooruitzichten en/of de rente-omgeving veranderen. Dit vraagt een meer 'proactieve' houding van beleggers ten aanzien van tactische asset allocatie dan gebruikelijk.

✓ **Staatsobligaties:** met hogere kapitaalmarktrentes (ten opzichte van de niveaus vóór de coronapandemie) komen de stand van overheidsfinanciën en staatsschulden weer meer op het vizier van beleggers, vooral in de VS, waar de aantredende regering-Trump naar verwachting voor extra beleidonzekerheid zal zorgen. De ruimte voor (veel) hogere kapitaalmarktrentes lijkt echter wel beperkt, in ieder geval zonder voor onrust op de obligatiemarkt te zorgen. In dat geval kunnen ook de obligaties van de eurozone worden beïnvloed. De rentecurves zijn in 2024 tot licht versteild, maar ze kunnen verder versteilen naarmate centrale banken de basisrentes in 2025 blijven verlagen.

- ✓ **Bedrijfsobligaties:** 'credit spreads' zijn de laatste tijd vrij vlak gebleven, maar hogere rentetarieven zijn ongunstig voor bedrijfsobligaties vanuit zowel fundamenteel als 'total return'-perspectief. Extra 'kwantitatieve verkrapping (QT)' door centrale banken is een andere monetaire risicofactor voor bedrijfsleningen. Over het algemeen lijken bedrijfsobligaties redelijk gewaardeerd gezien de economische vooruitzichten, maar hoge rentetarieven en andere (o.a. geopolitieke) risicofactoren vormen verschillende uitdagingen voor verschillende categorieën bedrijfsobligaties, zoals bedrijven versus financiële instellingen en 'investment grade'- versus 'high yield'-bedrijfsobligaties.
- ✓ **Aandelen:** aandelenmarkten (vooral in de VS) hebben de afgelopen twee jaar zeer goed gepresteerd en kunnen blijven profiteren van een 'groeibevorderend' beleid (opnieuw, vooral in de VS), althans op korte termijn. Maar zelfs wanneer bedrijfswinsten positief blijven verrassen, lijken de waarderingen op dit moment al behoorlijk opgerekt. Dit maakt aandelen kwetsbaar voor economische tegenvallers of een externe schok.
- ✓ **Vastgoed:** beursgenoteerd vastgoed behoorde tot de zwaarst getroffen beleggingscategorieën in de 'post-Covid' stagflatie-omgeving. Hogere rentetarieven zullen een uitdaging blijven, maar in de waardering van beursgenoteerd vastgoed lijken al wel veel neerwaartse risico's te zijn ingeprijsd. Het is goed mogelijk dat direct vastgoed de komende tijd nog meer negatieve herwaarderingen zal laten zien, maar wel met aanzienlijke verschillen op sectorniveau, bijvoorbeeld woningen versus kantoren.

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 waardes 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. vermogensbeheer

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V., KVK 30227237 Utrecht