

Marktupdate

December 2024

December 2024: 't Is hier fantastisch. Of toch niet?

2024 is een prima beleggingsjaar geworden, zeker voor beleggers in Amerikaanse aandelen. Tegen het einde van het jaar leek de fut er wel een beetje uit te zijn. Daarbij moest vooral Europees beursgenoteerd vastgoed nog even een extra stap terug doen, na een toch al moeizaam verlopen jaar.

Dat het afgelopen jaar heel goed was voor Amerikaanse aandelen komt niet in het minste omdat de Amerikaanse economie beter presteerde dan aan het begin van 2024 werd verwacht. Amerikaanse aandelen stegen in euro's gemeten met 32%. In lokale valuta was de stijging wat minder (22%), maar alsnog wel iets om over naar huis te schrijven. Europese aandelen deden het in historisch perspectief niet slecht, maar het rendement van 9% stak toch schraal af tegen dat van Amerikaanse aandelen. Deels komt dit omdat de groeiverwachtingen voor de Europese economie de afgelopen maanden naar beneden zijn bijgesteld. Opkomende markten deden het wat beter dan Europese aandelen met een rendement van 15%. Dit jaar zijn opkomende markten geholpen door een stijging van de Chinese aandelenmarkt met 23% (in euro's gemeten). Dat is overigens meer een reflectie van de lage stand begin 2024 dan van verbeterde vooruitzichten.

Binnen obligaties deden bedrijfsobligaties met een hoger risico (8%) het beter dan veiligere bedrijfsobligaties (5%). Staatsobligaties behaalden in 2024 een mager, maar wel positief rendement van bijna 2%.



De grootste verliezer het afgelopen jaar was Europees beursgenoteerd vastgoed. Deze categorie daalde met ruim 6%, door een combinatie van inflatie (en daarmee ook beleidsrentes) die wat langer hoog bleef dan markten verwachtten, toenemende onzekerheid en de voortdurende aanpassing van de kantorenmarkt aan thuiswerken. Een andere grote verliezer van 2024 was de euro. Die deprecieerde met ruim 6% ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Dat kwam deels door de stijging van de lange rente in de VS en doordat er in de loop van 2024 steeds minder beleidsrenteverlagingen in de VS werden verwacht voor het komende jaar, terwijl dat voor de eurozone minder het geval was.

Al met al was het afgelopen jaar te kenmerken als een 'risk-on' jaar met hoge rendementen voor zakelijke waarden en relatief lage rendementen voor staatsobligaties. Maar of het komende jaar ook zo wordt, valt te bezien.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

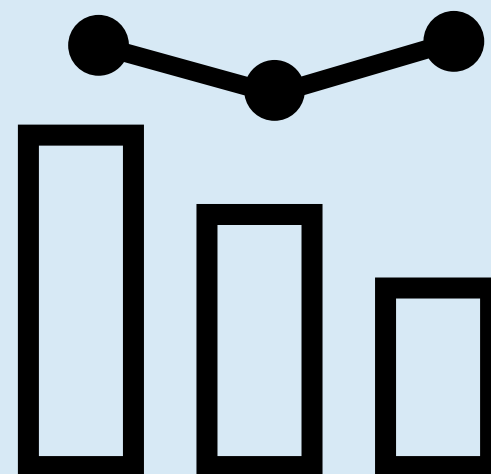
Rendementen (total return, in euro's)	december	Q4	2024	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-1.4%	-0.1%	1.9%	1.9%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-0.4%	0.9%	4.7%	4.7%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	0.6%	1.8%	8.2%	8.2%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	-4.9%	-11.9%	-6.5%	-6.5%
MSCI Europe Aandelen	-0.5%	-2.7%	8.6%	8.6%
MSCI North America Aandelen	-0.6%	10.2%	32.2%	32.2%
MSCI Asia Pacific Aandelen	1.2%	0.3%	16.8%	16.8%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-0.6%	7.1%	24.7%	24.7%
MSCI Emerging Markets Aandelen	2.0%	-1.1%	14.6%	14.6%
EUR/USD	-2.1%	-7.0%	-6.2%	-6.2%

Bron: Bloomberg

Blijft de Amerikaanse economie harder groeien dan de Europese?

Een belangrijk thema voor het komend jaar gaat zijn of de Amerikaanse economie harder zal blijven groeien dan de Europese economie. Dat was in 2024 duidelijk het geval. Hoewel de economische groei over heel 2024 nog niet bekend is, biedt de consensus schatting van economen op Bloomberg een redelijke indicatie. Die geeft aan dat de eurozone economie in 2024 met 0,8% is gegroeid en die van de VS met 2,7%, dat is een verschil van bijna 2%-punt. Dat komt met name omdat de Amerikaanse economie beter heeft gepresteerd dan verwacht. Ook voor het komend jaar gaan economen er vanuit dat de Amerikaanse economie harder gaat groeien dan die van de VS, al is het groeiverschil minder groot. Voor het komend jaar is de verwachting van economen dat de VS 2,1% gaat groeien en de eurozone met 1%. Voor beide regio's is dat rond het lange termijn gemiddelde.

Hierbij is het interessant dat de economische groei van de VS meer geholpen zal worden door (impliciete) overheidsstimulus dan door monetair beleid, terwijl het omgekeerde geldt voor de eurozone. Namelijk, de beleidsplannen van Trump om de belasting op bedrijfswinst te verlagen naar 15% en om zijn eerder ingezette verlaging van inkomstenbelasting aan te houden, zijn impliciet overheidsstimulus. Dat is ook te zien in het verwachte begrotingstekort van de VS voor 2025 volgens de Bloomberg consensus, namelijk 6,5% van het BBP. Voor de eurozone wordt er in vergelijking een stuk minder 'hulp' vanuit de overheid verwacht, namelijk een begrotingstekort van 'slechts' 3% van het BBP in 2025. Wel worden er meer beleidsrenteverlagingen verwacht voor de ECB dan voor de Fed (zie ook verderop in dit artikel).



Wat gebeurt er als Trump een handelsoorlog begint?

Een ander belangrijk thema het komend jaar gaat zijn of de VS een handelsoorlog gaat beginnen. Zo heeft Trump gezegd dat hij importtarieven wil heffen van 60% op China, 25% op Mexico en Canada en 10% op de rest van de wereld. Het is aannemelijk dat de importtarieven van Trump gaan leiden tot hogere inflatie in de VS, en mogelijk ook in de eurozone als die ook tarieven gaat heffen op de VS. Er zal een direct effect zijn op inflatie en een indirect effect. Het directe effect komt doordat geïmporteerde producten duurder worden. Om een voorbeeld te noemen, 47% van alle smartphones die de VS importeert, komt uit China. Verkopers van die smartphones gaan in ieder geval een deel van de extra importtarieven doorberekenen aan klanten, waardoor smartphones duurder worden. Hetzelfde geldt bijvoorbeeld voor kleding en andere elektronica. Indirect zou inflatie ook aangejaagd kunnen worden doordat geïmporteerde 'intermediaire goederen' (zoals staal) duurder worden, wat op termijn terugkomt in de prijzen van eindproducten (zoals auto's).

Echter, het is moeilijk om een specifiek getal te plakken op hoeveel inflatie precies gaat toenemen. Dat hangt sterk af van de daadwerkelijke tarieven heen en weer. Volgens [berekeningen van Oxford Economics](#) zullen de tarieven van Trump (in een scenario van importtarieven van respectievelijk 30% en 25% op Chinese en Mexicaanse goederen) ook de VS zelf pijn doen. Het zal voor de VS leiden tot 1% lagere groei en 0,5% hogere inflatie in 2025. Als er importtarieven van 20% heen en weer worden ingevoerd tussen de eurozone en de VS, zal dat [volgens Oxford Economics](#) leiden tot 1% lagere groei in de eurozone. Aangezien voor de eurozone maar 1% groei wordt verwacht voor 2025, zou een handelsoorlog tussen de VS en de eurozone dus de hele groei van de eurozone weg kunnen vagen, en mogelijk zelfs leiden tot een recessie.

De Chinese economie gaat het nog moeilijker krijgen in 2025

China gaat waarschijnlijk haar 5% BBP groei-doelstelling halen voor 2024, althans nagenoeg. Maar voor het komend jaar wordt dat nog een grotere uitdaging dan het afgelopen jaar. Tegen het einde van 2024 zijn er weliswaar wat lichtpuntjes te zien, maar helaas hangen er nog steeds behoorlijk donkere wolken boven de Chinese economie.

Om te beginnen met de lichtpuntjes, de industriële productie is gestegen met 5,4% in november (iets hoger dan de 5,3% groei in oktober) en de inkoopmanager index voor de diensten (de 'services PMI') kwam voor december uit op 52, wat op een groei in de dienstensector wijst. Echter, de inkoopmanager index voor productie (de 'manufacturing PMI') kwam maar net boven de 50 uit, wat wijst op nauwelijks groei. Verder zakken huizenprijzen nog steeds fors. Over heel 2024 zijn huizenprijzen elke maand gezakt, waarbij de daling gestaag is toegenomen. In november stonden huizenprijzen 5,7% lager dan een jaar geleden. Ook kwakkelde de detailhandel nog steeds. Detailhandelsverkoop zijn slechts 3% gegroeid in november, ruim 1,5% onder de consensusverwachting.

Bovenop de binnenlandse problemen kan China nog te maken krijgen met forse importtarieven vanuit de VS en mogelijk ook vanuit de eurozone (bijvoorbeeld onder druk vanuit de VS). Dat zal de Chinese export schaden. Nou gaat maar 8% van de Chinese export naar de VS, maar als zowel de eurozone als de VS importtarieven heffen op China, zou dat de Chinese economie nog wel eens pijn kunnen doen.



Het valt dan ook te verwachten dat de Chinese overheid ook dit jaar haar economie gaat stimuleren, misschien nog wel meer dan in 2024. Een eerste teken hiervan hebben we al gezien. Onlangs heeft de Chinese overheid namelijk een onverwachte loonstijging aangekondigd voor ambtenaren. Qua omvang stelt dat niet veel voor. Volgens [Reuters](#) gaat om een stimulus van (omgerekend) maximaal 20 miljard Amerikaanse dollar. Dat is slechts 0,1% van de Chinese economie. Maar het geeft wel aan dat de Chinese overheid haar stimulus dit jaar meer direct zou kunnen gaan richten op binnenlandse consumptie.

Zal inflatie verder normaliseren het komend jaar?

Wat inflatie betreft kenmerkte het afgelopen jaar zich vooral door een combinatie van dalende inflatie maar hardnekkige 'kerninflatie'. Dat zal op korte termijn nog wel aanhouden, maar voor het hele jaar lijkt het aannemelijk dat zowel inflatie als kerninflatie in de buurt gaan komen van 2% voor ontwikkelde landen. Dat is in ieder geval de verwachting van het IMF in haar recente [World Economic Outlook](#).

Wel is er een verschil tussen de VS en de eurozone. Inflatie in de VS zal waarschijnlijk hoger blijven dan in de eurozone. Ook is een redelijke kans dat inflatie in de VS verder stijgt in 2025. Met name als de VS agressieve importtarieven gaat invoeren voor onder andere goederen uit China, Mexico en Canada.

In november kwam inflatie in de VS uit op 2,7% en voor kerninflatie was dat 3,3%. Het verschil is nog steeds voornamelijk toe te schrijven aan energie. Energieprijzen daalden in november met 3%, wat 'headline' inflatie omlaag drukt. Diensteninflatie is ondertussen nog steeds hoog, namelijk 4,5%. Dat laatste is een van de redenen dat kerninflatie nog steeds boven de 3% is. Op korte termijn zou kerninflatie nog steeds rond 3% kunnen blijven aangezien de Amerikaanse economie nog steeds goed draait, de werkloosheid nog steeds historisch laag is (4,2% in november) en uurlonen nog steeds redelijk stijgen (4% in november).

Voor de eurozone kwam inflatie voor november uit op 2,2%. Dat is een stijging ten opzichte van de 2% in oktober, maar komt deels door de basiseffecten van energieprijzen. De energie component van de eurozone inflatie index piekte namelijk in augustus 2023. Hierdoor was er sprake van een sterke procentuele daling van de energieprijzen index rond de nazomer van 2024. Dat effect loopt er nu uit, waardoor de energieprijzen index minder hard daalt (2% in november 2024, tegenover 4,6% in oktober). Deels als gevolg hiervan is het inflatiecijfer wat hoger uitgekomen. Dit laat onverlet dat diensteninflatie in de eurozone nog steeds relatief hoog is (3,9% in november), dat lonen nog steeds relatief hard stijgen (3,4% in november volgens de '[Indeed Wage Growth Tracker](#)') en dat de werkloosheid nog steeds historisch laag is (6,3% in oktober). Kerninflatie in de eurozone bedroeg dan ook wederom 2,7% in november, net als de twee maanden ervoor.

China dreigt in deflatie te komen

In China blijft de inflatie hardnekkig laag. In november bedroeg de jaar-op-jaar inflatie daar 0,2%, waarmee de Chinese inflatie sinds augustus 2024 voor de derde keer op rij is gedaald. Deels komt de lage inflatie door een daling van transport (-3,6%), maar het heeft voor een belangrijk deel ook te maken met zwakte in de economie, met name de huizenmarkt. Als deze zwakte doorzet, kan China in een 'deflatie spiraal' terechtkomen. Als mensen lagere prijzen verwachten in de toekomst, gaan ze aankopen uitstellen, waardoor de prijzen van goederen en diensten weer dalen, en zo herhaalt de vicieuze cirkel zich. Het is aannemelijk dat de Chinese centrale bank hier met man en macht zal proberen tegenin te gaan omdat deflatie over het algemeen moeilijker te bevechten is dan inflatie. Als de Chinese economie zwak blijft en in deflatie raakt, zou dat ook een dempend effect kunnen hebben op inflatie wereldwijd. Deels vanwege de verminderde vraag van China naar bijvoorbeeld olie en staal en deels omdat de goederen die China exporteert goedkoper worden. Wel zou dat effect waarschijnlijk grotendeels teniet worden gedaan als andere landen importtarieven gaan heffen op China.

Beleidsrentes in de eurozone blijven waarschijnlijk omlaag gaan

In december 2024 hebben zowel de Fed als de ECB, zoals verwacht, hun beleidsrentes met 0,25% verlaagd. Daarmee staan de beleidsrentes van de Fed en de ECB op 4,5% en 3% respectievelijk. Ook 2025 lijkt een jaar van monetaire verruiming te worden, met eerder lagere beleidsrentes dan hogere. Maar ook hier is er een verschil tussen de VS en de eurozone. Voor de eurozone worden er momenteel vier beleidsrenteverlagingen van 0,25% verwacht voor heel 2025, op basis van 'overnight index swaps'. Daarentegen worden er in de VS nog slechts 1 of 2 renteverlagingen van 0,25% verwacht voor heel 2025. Dat heeft deels te maken met de zwakkere Europese economie vergeleken met die van de VS en deels met het effect van mogelijke importtarieven in de VS. Met name als het laatste zich manifesteert, zou de Fed wel eens genoodzaakt kunnen worden om haar beleidsrente te verhogen in plaats van te verlagen, waardoor het monetaire beleid tussen de ECB en de Fed nog meer uit elkaar zou kunnen lopen. In dat geval zal de euro nog verder kunnen depreciëren ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Een positief effect hiervan is wel dat de concurrentiepositie van de eurozone wat zal verbeteren ten opzichte van de VS.

Voorzichtige 'risk off' positionering

De macro-omgeving is wat betreft economische groei en inflatie niet slecht, maar het is wel omgeven door veel risico's. Naast een handelsoorlog, die een neerwaarts effect op groei zou kunnen hebben en een opwaarts effect op inflatie, speelt ook nog steeds dat het aantal militaire conflicten in de wereld eerder toe lijkt te nemen dan af, en dat beleidsonzekerheid is toegenomen in de eurozone. Daarnaast hebben Amerikaanse aandelen twee bijzonder goede jaren achter de rug met rendementen van meer dan 20%, twee jaar achter elkaar.

Een rendement van meer dan 20%, twee jaar achter elkaar is uitzonderlijk voor aandelenmarkten. Om de VS als voorbeeld te nemen, dat is maar zes keer gebeurd sinds het ontstaan van de S&P500 (inclusief de afgelopen keer, dus voor 2023 en 2024). Van die zes keer, was de helft mid-jaren 90. Dat werd gevolgd door de 'dotcom' crisis, waarbij aandelen in drie jaar tijd 40% daalden. De andere twee keren waren mid-jaren '30 en mid-jaren '50, beiden periodes die werden gevolgd door een jaar van lagere rendementen (-39% en 3% respectievelijk).

Dat hoeft niet perse een voorbode te zijn voor de toekomst. Maar na twee jaren van goede rendementen op zakelijke waarden, is het zeker niet ondenkbaar dat het komend jaar minder rooskleurig gaat zijn met een mogelijke wereldwijde handelsoorlog op komst, militaire conflicten, beleidsonzekerheid en hoge waarderingen voor aandelen. Daar past een voorzichtige 'risk-off' positionering bij, waarbij veilige staatsobligaties aantrekkelijker zijn dan bijvoorbeeld bedrijfsobligaties met een hoger risico.

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_0125