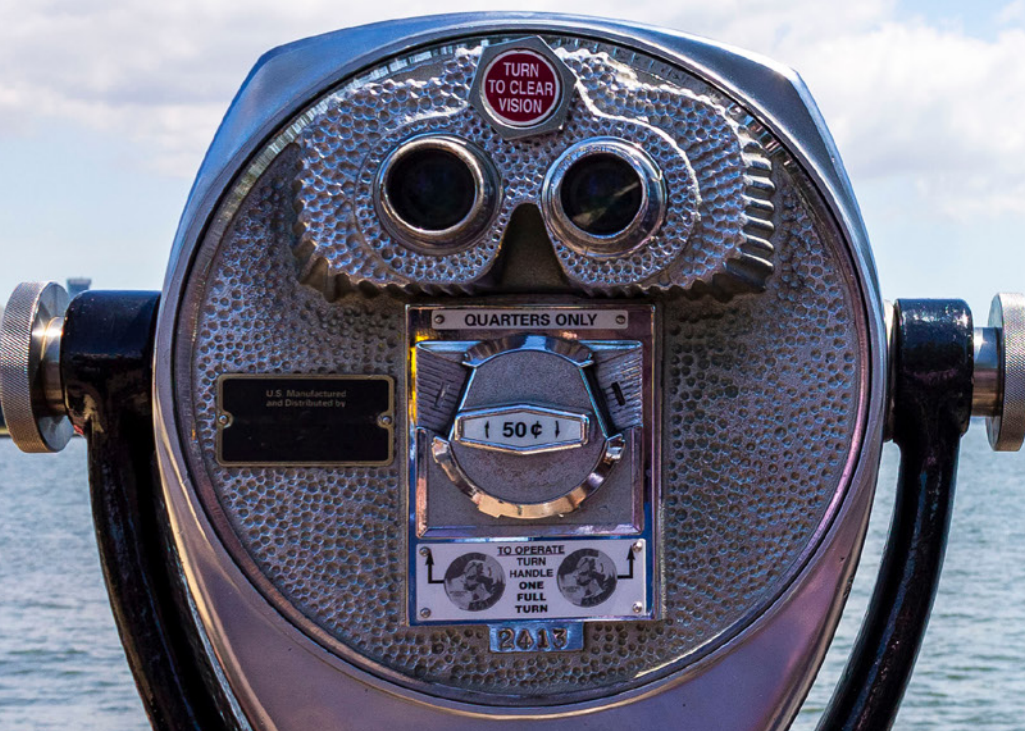




Blik op 2026:

Op het scherpst van de snede
of gewoon evenwichtig?

Blik op 2026: Op het scherpst van de snede of gewoon evenwichtig?

Het beleggingsjaar 2025 is er geen om ongelezen in de onderste lade te laten verdwijnen. Na 'Liberation Day' op 2 april kregen beleggers te maken met een zeldzame marktbeving: terwijl Amerikaanse aandelen scherp corrigeerden, daalde de waarde van de dollar en liepen rentes op staatsobligaties juist op. Amerikaanse beleidsmakers leken zelf ook verrast en trokken hun plannen na een week alweer gedeeltelijk in. Hoewel economische groeiverwachtingen aanvankelijk naar beneden werden bijgesteld, trokken technologische ontwikkelingen deze niet veel later alweer vlot. Een gelukkige samenloop van omstandigheden of het resultaat van scherpe keuzes?



Terugblik 2025: economie

Het jaar begon met een groeiverwachting voor de wereldeconomie van ongeveer 3%, in lijn met de groeipercentages van 2023 en 2024. Hoewel het een bewogen jaar is geworden voor de wereldeconomie, lijkt deze verwachting uiteindelijk redelijk uitgekomen. Dat geldt overigens niet voor alle economische regio's. Voor de Verenigde Staten werd de verwachting gedurende het jaar naar beneden bijgesteld. Onder invloed van het protectionistische beleid van president Trump daalde de raming met 0,7% om uiteindelijk uit te komen op 2,0%. Hiermee doet de Amerikaanse economie een stapje terug in vergelijking met de voorgaande jaren, toen de groei nog dichterbij de 3% lag. In de eurozone was daarentegen sprake van een positievere ontwikkeling dan aanvankelijk werd ingeschat. De groeiverwachting van 1,0% bleek te somber ingestoken, aangezien de regio het jaar naar verwachting gemiddeld zal afsluiten met een groei van 1,4%. Een vergelijkbare trend geldt voor China, waar de groei aanvankelijk op 4,5% werd geraamd, maar naar verwachting uitkomt op 4,9%. Ondanks de impact van nieuwe handelstarieven, die bij uitstek op China waren gericht, doet de groei hiermee nauwelijks onder voor de gestelde doelstelling van 5%.

De inflatiedoelstelling van centrale banken van 2% werd in het jaar 2024 al gehaald in zowel de eurozone als het Verenigd Koninkrijk. Voor de eurozone geldt dat 'headline' inflatie in 2025 redelijk vlak is gebleven, en met 2,1% in november rond de doelstelling van de ECB blijft liggen. In het VK was spraken van een andere dynamiek. Onder invloed van energieprijzen en de doorwerking daarvan op sectoren zoals horeca en voedselvoorzieningen, liep de inflatie op tot 3,2% in november. De VS zijn er sinds de 'inflatiegolf' van 2021-2022 nog niet in geslaagd de 2%-doelstelling van de Fed te bereiken. Wel slaagde het land erin om de inflatie enigszins terug te dringen, tot 2,7% in november. Deze meest recente inflatiecijfers moeten echter met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd. Vanwege de Amerikaanse overheids-'shutdown' die tot medio november voortduurde, heeft het Bureau of Labor Statistics (BLS) niet de volledige data kunnen verzamelen. Hierdoor zijn een ongebruikelijk groot aantal van 45 indicatoren geschat, waarbij het onduidelijk is welke aannames aan deze berekeningen ten grondslag liggen.

Terugblik 2025: financiële markten

Financiële markten beleefden ondanks het nodige tumult een goed jaar. De Amerikaanse S&P 500 steeg in dollars gemeten met bijna 18%, terwijl de technologie -gedreven Nasdaq een winst van 21% liet zien. Europese beurzen presteerden in euro's gemeten nog iets sterker; zo boekte de Euro Stoxx 50 een rendement van 22%. Opkomende markten lieten de meest uitgesproken groei zien, waarbij de MSCI Emerging Markets index in dollars met 34% steeg.

Aangezien de rentetarieven in de eurozone gedurende het jaar per saldo zijn opgelopen, waren de resultaten voor vastrentende waarden over het algemeen gematigd. Omdat spreads op risicovollere obligaties tegelijkertijd afnamen, bleven de veilige beleggingscategorieën wat rendement betreft relatief achter. Europese staatsobligaties kende een mager jaarrendement van 0,6%. Europese bedrijfsobligaties deden het beter met een winst van 3,0%, terwijl de risicovolle 'High Yield' obligaties uitkwamen op een rendement van 5,2%.

Afgelopen jaar werd echter ook gekenmerkt door een sterke waardedaling van de Amerikaanse dollar. De munt verloor 13% ten opzichte van de euro. Voor eurobeleggers geldt daarom dat Europese aandelen en aandelen uit opkomende landen aanzienlijk beter presteerden dan Amerikaanse aandelen. Daarnaast waren veilige havens zoals edelmetalen afgelopen jaar sterk in trek. Zilver boekte een winst van 145% en goud steeg met 65%. Dat terwijl het 'digitale goud', Bitcoin, 10% van zijn waarde verloor.

Blik op 2026: economische groeivooruitzichten

De groei van de wereldeconomie voor 2026 wordt door economen volgens Bloomberg geraamd op 2,9%, waarmee deze naar verwachting dus iets lager gaat uitkomen dan de groei van 2025. De inschatting van het IMF in de in oktober verschenen 'World Economic Outlook' is iets optimistischer en schat de groei voor 2026 in op 3,1%.

Geopolitieke spanningen blijven ook in 2026 een dominante bedreiging, zoals afgelopen periode opnieuw duidelijk werd door de Amerikaanse interventie in Venezuela en de aanhoudende dreigende taal omtrent Groenland. Daar staat tegenover dat een deel van de onzekerheid is weggenomen doordat een aantal dossiers inmiddels een stuk concreter is geworden. Hoewel de uitkomsten lang niet overal even gunstig zijn voor economische groeiverwachtingen, weten we wel beter waar we aan toe zijn dan een jaar geleden. Het salvo aan importheffingen is afgevuurd en een reeks onderhandelingen is ondertussen afgerond. Ook op fiscaal terrein is er meer richting, omdat de 'One Big Beautiful Bill Act' is getekend en deels is ingevoerd. Tegelijk is een belangrijk praktisch risico weggenomen. De 'shutdown' is afgewend, waardoor de economische datastroom weer normaliseert. Geopolitiek heeft de VS de National Security Strategy (NSS) gepubliceerd waarin het de macht in eigen 'achtertuin' (Zuid-Amerika) opeist. De dollar is minder sterk, maar zijn rol als wereldreservemunt staat niet meer ter discussie. En in Europa groeit het besef dat het continent meer op eigen benen moet staan, wat zich zal vertalen naar meer overheidsuitgaven en -investeringen.

Verenigde Staten: het protectionistische beleid van de Verenigde Staten zal naar alle verwachting vooral een negatieve impact hebben op de eigen economische groei. President Trump zet een onmiskenbare rem op het arbeidsaanbod door migratie aan banden te leggen en een actief uitzettingsbeleid voor 'illegale' migranten te voeren. Daarnaast loopt de VS, zoals reeds in een eerder [artikel door ons beschreven](#), het risico om schaarse arbeidskrachten te alloceren naar industrie-gerelateerde sectoren, die ondanks een toename van R&D investeringen van 100% sinds 2000 nauwelijks productiever zijn geworden. Volgens 'Ricardo's competitieve voordeel' theorie zou de VS deze goederen beter kunnen importeren, om de eigen middelen volledig toe te spitsen op de kansen die de technologische voorsprong in AI momenteel biedt.

De economische groei ondervindt steun van de bestedingsbereidheid van de Amerikaanse consument, die door de ontwikkeling van het netto vermogen van huishoudens hoog blijft. Door de stijging van huizenprijzen en hoge beurskoersen is het netto vermogen van huishoudens de afgelopen jaren fors opgelopen en dat voelt de Amerikaan momenteel in zijn portemonnee. Hierin schuilt volgens het IMF ook een belangrijk risico voor 2026. Als de hoge winstverwachtingen van Amerikaanse bedrijven niet worden waargemaakt en financiële markten scherp corrigeren, kan dit een belangrijke steunpilaar onder de groei wegnemen.



Voor 2026 komt daar een politieke dynamiek bovenop. In november staan de Amerikaanse 'midterms' namelijk op de agenda, en de aanloop daarnaartoe zal gebruikt worden om de 'approval rate' van president Trump en de Republikeinen te verbeteren. De 'One Big Beautiful Bill Act', met onder andere belastingverlagingen voor bedrijven en consumenten, kan daarbij voor een tijdelijke groeiprikkel zorgen, maar ook plannen om een deel van de importheffingen om te zetten in 'stimulus checks' kunnen de economische groei op korte termijn stimuleren. Kortom, een groei die licht onder het gemiddelde blijft, is op dit moment de meest realistische verwachting.

Europa: Het export georiënteerde Duitsland ondervindt hinder van zowel het protectionistische handelsbeleid van Amerika als de sterkere euro. De verwachte overheidsuitgaven van de regering-Merz zullen helpen om de Duitse economie weer op de rails te krijgen, maar dit proces verloopt traag. De regio profiteert tegelijkertijd wel van lagere (korte termijn) kapitaalmarktrentes en lage werkloosheid, wat een belangrijke stimulans blijft vormen voor zowel bedrijfsinvesteringen als consumentenbestedingen. De economie van de eurozone zal naar verwachting in lijn met het afgelopen jaar gemiddeld presteren. Dit houdt echter in dat het groeitempo alsnog achterblijft bij de voor Amerikaanse begrippen reeds bescheiden groei: Op termijn verliest de eurozone geleidelijk marktaandeel in mondiale groei en daarmee een deel van de economische 'taart'.

Opkomende markten: Opkomende markten, met China voorop, hebben blijk gegeven van een opvallende veerkracht tegenover de handelsbeperkingen van president Trump. Hoewel China zijn groeidoelstellingen vooralsnog weet te handhaven, ligt de grootste uitdaging in het stimuleren van de binnenlandse consumptie om de aanhoudende deflatoire druk weg te nemen. Het blijft echter de vraag of deze koerswijziging tijdig vruchten afwerpt, voordat de houdbaarheid van het huidige fiscale beleid onder druk komt te staan. Voor opkomende markten lijken de meest urgente risico's momenteel eerder van binnenuit te komen dan door externe factoren te worden veroorzaakt.

Blik op 2026: inflatie en rentes

De inflatieverwachting van de eurozone is vrij 'saai'. Economen gaan ervan uit dat de 'headline' inflatie tot in 2027 op of licht onder 2% zal blijven, terwijl de 'kerninflatie' geleidelijk zal afnemen tot 2% in 2027. Hiervoor geldt echter dat bijvoorbeeld de gevolgen van het Amerikaanse handelsbeleid en de dure euro het inflatiebeeld alsnog kunnen veranderen. Tot slot blijft Europa relatief afhankelijk van buitenlandse energie. Door een productie overschot bij OPEC is de olieprijs momenteel laag, maar bij nieuwe schommelingen in olie en gas kan Europa snel met een ander inflatiepad te maken krijgen. Zolang bovenstaande scenario's zich niet materialiseren zal de ECB afwachten, en haar beleidsrente op 2% houden. De ECB laat de tijdens Covid-19 opgebouwde balans van circa 6 biljoen euro met circa 40 miljard per maand aflopen, doordat aflossingen niet meer worden herbelegd. Hoewel er nog geen concrete aanwijzingen voor zijn (er is nog voldoende liquiditeit in de markt) zou het verloop hiervan in de loop van 2026 wel eens onderwerp van discussie kunnen gaan worden.

Zoals eerder beschreven zullen Europese landen naar verwachting met een groot aanbod aan nieuwe leningen op de markt komen. Dit kan gaan zorgen voor hogere kapitaalmarktrentes op het langere eind van de curve. Daarnaast speelt de Nederlandse Wet Toekomst Pensioenen (WTP) een rol, doordat pensioenfondsen minder (ultra-) lange swaps nodig hebben om renterisico af te dekken. Hedgefondsen participeren ook, maar dan speculatief. Onduidelijk is welke partij momenteel de markt maakt, maar de kans op verstelling van de rentecurve is eerder toegenomen dan afgenomen.

Economen en financiële markten verwachten dat de inflatie in de VS de komende jaren boven de doelstelling van de Fed zal blijven liggen. Naar verwachting blijft deze in 2026 ongeveer liggen op iets onder de 3% waarna 'headline' inflatie afneemt naar circa 2,5% in 2027. Voor de Amerikaanse centrale bank, de Fed, is het speelveld daarmee ingewikkelder dan voor de ECB. De Fed moet het beleid vormgeven met beperkte zekerheid over hoe importheffingen doorwerken in prijzen en groei, terwijl de politieke inmenging vanuit het Witte Huis ondertussen toeneemt. Voor het geval dat nog niet complex genoeg is, heeft de Fed ook nog een dubbelmandaat: inflatie rond 2% op de middellange termijn en maximale werkgelegenheid. Dat zet de Fed in een spagaat. Inflatie blijft hardnekkig boven de doelstelling, terwijl de arbeidsmarkt tekenen van afkoeling laat zien. De Amerikaanse werkloosheid is bijvoorbeeld van het dieptepunt van 3,4% begin 2023 gestaag opgelopen naar 4,6%. De lagere inflatiecijfers van november waren voor de Fed aanleiding om in december de rente met 0,25% te verlagen, waardoor de beleidsrente momenteel 3,75% is. Voor komend jaar is de verwachting dat de Fed de rente verder verlaagt richting een beleidsrente van rond de 3%.

Blik op 2026: financiële markten

De huidige markt stelt beleggers voor een uitdaging. Veel risicovolle beleggingscategorieën, variërend van aandelen tot bedrijfsobligaties, ogen duur. Deze (over-) waarderingen staan in schril contrast met de aanhoudende geopolitieke onzekerheid die juist voor hogere risicopremies zou moeten zorgen.

Tegelijkertijd biedt de vlucht naar 'veilige havens' momenteel minder soelaas dan gebruikelijk. Edelmetalen zoals goud en zilver zijn na de forse rally van het afgelopen jaar ook aanzienlijk duurder geworden, waardoor het opwaartse potentieel beperkt lijkt. Zelfs over de status van staatsobligaties als risicovrije investering valt te discussiëren: door aanhoudende begrotingstekorten en oplopende staatsschulden wordt overheidspapier als minder veilig beschouwd dan voorheen, wat de 'spread verkrapping' tussen staatsobligaties en bedrijfsobligaties in ieder geval ten dele verklaart. Dit pleit voor een actievere houding van beleggers ten aanzien van de tactische asset allocatie.

Staatsobligaties: kapitaalmarktrentes zijn afgelopen jaar verder opgelopen, zeker aan het langere eind van de curve. Dit maakt staatsobligaties aantrekkelijker in vergelijking tot andere beleggingscategorieën, al zijn de schuldenposities van een aantal grote Europese landen tegelijkertijd verder verslechterd wat de hogere rentes rechtvaardigt. Daarnaast wordt er in 2026 (voor het derde jaar op rij) veel nieuwe uitgifte van staatsobligaties verwacht, onder andere ter financiering van de defensie capaciteiten. Traditioneel begint het jaar met grote volumes aan nieuwe leningen, wat in het eerste kwartaal opwaartse druk kan geven op rentes en daarmee



negatief kan uitpakken voor obligatierendementen. Bij verder oplopende rentes komt er een punt dat ze voor 'total return beleggers' relatief aantrekkelijker worden dan risicovolle categorieën.

Bedrijfsobligaties: Europese bedrijven hebben de afgelopen periode relatief veel obligaties uitgegeven. Daarnaast zijn er door het renteverschil tussen de VS en Europa ook Amerikaanse bedrijven in toenemende mate naar de euromarkt gekomen met zogeheten 'reverse Yankees'. Tegelijk bleek de vraag ruim voldoende om het extra aanbod te absorberen. In sommige segmenten was de vraag zelfs groter dan het aanbod, waardoor waarderingen van bedrijfsobligaties in historisch perspectief niet bijzonder aantrekkelijk ogen. Dit geldt sterker voor lager gewaardeerde credits, zoals BBB en lager, dan voor hoger gewaardeerde categorieën, zoals AA. Ook voor begin 2026 verwachten we veel uitgifte, maar we gaan er vooralsnog van uit dat dit aanbod kan rekenen op voldoende vraag.

Aandelen: Aandelenmarkten hebben sinds de tijdelijke inzinking na 'Liberation Day' de wind in de rug, maar daarmee zijn waarderingen opnieuw een centraal aandachtspunt. Beleggers anticiperen op verdere winstgroei en prijzen dat duidelijk in. De gerealiseerde winstontwikkeling in de VS blijft vooralsnog robuust en biedt geen directe aanleiding om die verwachting nu al af te schrijven. Een belangrijke groeimotor onder Amerikaanse aandelen blijft de investeringsgolf in 'AI'. De investeringen zijn fors, maar in macro termen nog niet extreem. 'Capex' investeringen van 'AI' liggen rond de 0,8% van het bbp, tegenover ongeveer 1,3% van het bbp aan telecom investeringen in de jaren negentig. Dat relativeert de omvang, al zegt het uiteraard weinig over de uitkomst. Vooralsnog zijn er weinig signalen dat

het positieve marktsentiment op korte termijn snel omslaat. De fundamentele omgeving blijft bovendien ondersteunend, door ruim monetair beleid, het stopzetten van 'quantitative tightening' en extra fiscale impulsen. De Amerikaanse arbeidsmarkt koelt af, maar is nog niet in een kritieke fase, terwijl de consument blijft besteden.

Vastgoed: Europees beursgenoteerd vastgoed liet direct na de aankondiging van importheffingen in april korte tijd een duidelijke 'outperformance' zien, maar bleef de afgelopen twee kwartalen juist achter bij de bredere markt. Vastgoed kan defensieve eigenschappen hebben in een handelsconflict, omdat de kasstromen vaak lokaal zijn. Tegelijk maken de wankelende groeivoorzichten en het risico op hogere rentes het beeld minder aantrekkelijk.

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