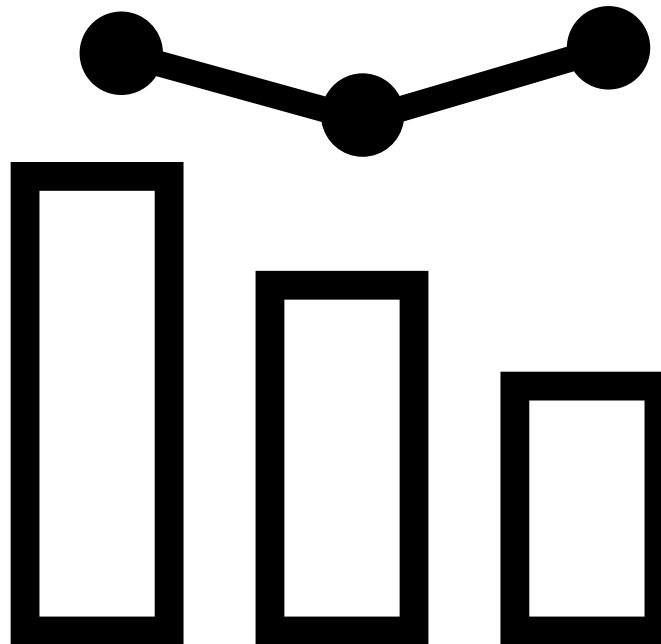




Markupdate

November 2025

November 2025: matige maand voor markten

November leverde op financiële markten een verdeeld beeld op. Vooral op aandelenbeurzen in Azië was de stemming ronduit slecht, zowel bij ontwikkelde (Japan) als opkomende (Zuid-Korea, Taiwan) markten in de regio. Europese aandelen presteerden wel redelijk, terwijl rentemarkten vlak bleven.

De grootste verliezer op financiële markten in november waren aandelen van opkomende markten, deze daalden (in euro's gemeten) met bijna 3%. Dit kwam vooral doordat de grote opkomende markten in Azië (China, Taiwan, Zuid-Korea) slecht presteerden. Opkomende markten in Latijns Amerika (Mexico, Brazilië) presteerden wel redelijk, net als bijvoorbeeld Zuid-Afrika. Ook aandelen van ontwikkelde markten in Azië, met Japan en Australië voorop, bleven achter, met een negatief rendement van 2,7% voor de MSCI Asia Pacific-index. Amerikaanse aandelen stegen in lokale valuta weliswaar met een bescheiden 0,2%, maar lieten omgerekend naar euro's alsnog een negatief rendement van bijna 0,5% zien. Europese aandelen presteerden nog het beste, met een rendement van bijna 1% op maandbasis voor de MSCI Europe-index. Met een maandrendement van 0,7% presteerde Europees beursgenoteerd vastgoed redelijk in lijn met brede Europese aandelenbeurzen.



Europese obligaties beleefden in november per saldo een weinig enerverende maand. Staatsobligaties bleven vlak en 'Investment Grade' bedrijfsobligaties verloren 0,2%. De wat riskantere 'High Yield' bedrijfsobligaties deden het iets beter met een rendement van 0,1% op maandbasis.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	november	Q4	2025	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	0,0%	0,9%	1,2%	-0,2%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-0,2%	0,5%	3,2%	2,8%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	0,1%	0,2%	4,9%	5,6%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	0,7%	1,8%	2,6%	-2,4%
MSCI Europe Aandelen	0,9%	3,5%	16,3%	15,7%
MSCI North America Aandelen	-0,4%	3,8%	5,9%	4,6%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-2,7%	2,6%	12,5%	13,3%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-0,3%	3,4%	6,5%	5,3%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-2,9%	3,0%	16,4%	18,1%
EUR/USD	0,5%	-1,3%	11,4%	9,7%

Bron: Bloomberg

Eurozone economie doet het redelijk

Het definitieve economische groeicijfer voor de eurozone is in het derde kwartaal uitgekomen op 1,4% jaar-op-jaar. Dat is iets hoger dan het eerder uitgekomen voorlopige cijfer (1,3%). De industriële productie nam in september met 1,2% toe, minder dan de consensusverwachting van 2,1%. Ook de inkoopmanagers index voor de industrie (de 'Manufacturing PMI') voor november was met 49,6 lager dan vorige maand (50). Dat geeft een lichte krimp in de Europese industrie aan. Daar staat tegenover dat de inkoopmanagers index voor de diensten sector (de 'Services PMI') in november iets hoger was dan de maand ervoor (53,1 tegenover 53) en ook beter dan de consensus verwachting (52,8).

Het consumentenvertrouwen in de eurozone is vlak gebleven in september op 14,2. Dat is onder het lange termijn gemiddelde van -12, maar ligt daar eigenlijk ook niet ver vandaan gegeven dat de standaarddeviatie van die index 5,5 is. De wat breder samengestelde 'economic sentiment indicator' van de Europese Commissie (waar naast het consumentenvertrouwen ook het producentenvertrouwen in zit) verbeterde juist licht, van 96,8 in oktober naar 97 in november (het lange termijn gemiddelde is 100).

Al met al staat de Europese economie er redelijk voor. De industrie kwakelt, maar de diensten sector (die het grootste deel van de economie uitmaakt) groeit. Voor 2026 is de consensus groeiverwachting van 1,1% gemiddeld. Niet perse om naar huis over te schrijven, maar ook niet slecht.

Een gemengd beeld voor de Amerikaanse economie

Hoe de Amerikaanse economie het in het derde kwartaal heeft gedaan, is nog niet officieel bekend, omdat de overheid in oktober en november dicht zat (de 'government shutdown'). Volgens de consensus schatting van economen op Bloomberg is de Amerikaanse groei in het derde kwartaal bijna 3% (op kwartaalbasis) geweest. De 'GDPNow'-tracker van de Atlanta Fed komt hoger uit, op bijna 4%. Vooruitkijkend zijn de verwachtingen minder rooskleurig. Voor 2026 is de consensus-verwachting dat de Amerikaanse economie met ca. 2% zal groeien, duidelijk lager dan de groei in de twee voorafgaande jaren.

Ook de sentimentsindicatoren voor de VS zijn niet geweldig, met name voor de industrie. Zo is de 'Manufacturing PMI' voor de VS in november verder omlaag gegaan (naar 48,2) en bevindt zich daarmee al 9 maanden onder het neutrale niveau van 50. Daarnaast is het consumentenvertrouwen (gemeten aan de hand van de 'Conference Board Consumer Confidence index') al voor de vierde maand op rij gedaald. Deze staat momenteel op 88,7, onder het lange termijn gemiddelde van 100. Verder is de motor van de Amerikaanse economie, de Amerikaanse consument, kwetsbaarder dan het lijkt. Een recent artikel op Bloomberg kaart aan dat de 10% hoogste inkomens in de VS verantwoordelijk zijn voor bijna de helft van de totale consumptie. Dat betekent dat de Amerikaanse consumptie kwetsbaar is voor het reilen en zeilen van een relatief kleine groep.

Dat gezegd hebbende zijn er ook wat lichtpunten. De dienstensector groeit nog steeds. De 'Services PMI' voor oktober is gestegen naar 52,4 (was 50 de maand ervoor). Ook groeien detailhandelsverkoop.

De zogenaamde 'Redbook index' (die verkopen van rond de 9000 Amerikaanse winkels meet) is in november met gemiddeld bijna 6% gegroeid, in november 2024 was dit 5%. Verder zouden de belastingverlagingen van Trump's begroting (OBBBA) op korte termijn consumptie en investeringen kunnen aanjagen. Wat dat laatste betreft heeft de econoom Thorsten Slok erop gewezen dat een onderdeel van de OBBBA ongeveer 0,9% kan bijdragen aan de BBP groei van de VS in 2026, volgens berekeningen van de 'Congressional Budget Office'. Vanaf januari 2026 mogen Amerikaanse bedrijven hun uitgaven aan kapitaalgoederen en Onderzoek & Ontwikkeling volledig in één keer aftrekken van de belastbare winst, in plaats van deze over meerdere jaren af te schrijven. Dit geeft bedrijven een prikkel om meer te investeren, wat economische groei helpt. Wel zou dit effect al deels in de groeiverwachtingen voor de VS voor 2026 moeten zitten, aangezien de OBBBA al eerder dit jaar is goedgekeurd door het Amerikaans congres.

Inflatie eurozone ligt in de buurt van de ECB 'target'

De inflatie in de eurozone is iets gestegen, volgens de recent uitgekomen 'flash estimate' van 2,1% in oktober naar 2,2% in november. De stijging kwam deels omdat energieprijzen minder hard zijn gedaald in november (0,5%) dan in oktober (-0,9%). Ook is diensteninflatie verder gestegen (van 3,4% in oktober naar 3,5% in november). De kerninflatie is nu al voor de derde maand op rij 2,4%. De inflatie lijkt dus nog steeds wat hoog, maar in de buurt van de ECB target, hoewel kerninflatie hardnekkig blijft.

Vooruitkijkend lijkt het nog steeds aannemelijk dat kerninflatie gaat afnemen, omdat loongroei aan het dalen is in de eurozone. Zo is de groei van CAO onderhandelde lonen in de eurozone gedaald van 4,1% in Q2 naar 1,9% in Q3. Ook de meer recente 'wage growth tracker' data van Indeed laat zien dat loongroei aan het afnemen is. Waar loongroei volgens deze data in januari nog 3,1% was, is deze gedaald naar 2,7% in oktober.

Financiële markten verwachten dat inflatie rond de 2% zal blijven in de eurozone het komende jaar. Dat lijkt een redelijke aanname. Wel is deze verwachting gevoelig voor wat er met olie en gasprijzen gaat gebeuren de komende tijd. In 2025 zijn olieprijsen ('Brent oil future') met 15% gedaald en Europese gasprijzen ('Dutch TTF Natural Gas future') met 34% (beiden in USD gemeten). De daling in energieprijzen is een belangrijke drijfveer geweest achter de lagere 'headline' inflatie. Momenteel loopt er een (moeizaam) vredesproces tussen Rusland en Oekraïne. Er is geen doorbraak nog en het is verre van zeker of er vrede komt. Als dit proces knelt zouden energieprijzen weer kunnen stijgen, wat op termijn ook de headline inflatie op zou kunnen duwen. Daar staat tegenover dat de OPEC juist olieproductie lijkt te willen opvoeren (dat een drukkend effect op olieprijsen zou hebben en op termijn op inflatie).



Inflatie in de VS ligt boven Fed 'target'

In de VS ligt de inflatie waarschijnlijk nog steeds op een hoger niveau dan in de eurozone. Waarschijnlijk, want de meest recente data die we hebben is nog van september. Door de eerder genoemde 'government shutdown' in de VS is er namelijk geen officiële data hierover uitgekomen voor oktober. In september bedroegen zowel de 'headline inflatie' als 'kern-inflatie' in de VS nog 3%, waarbij de afgelopen maanden diensteninflatie gestaag afneemt (3,6% in september) terwijl goedereninflatie toeneemt. Dat laatste is deels gedreven door de importtarieven van de VS, die de prijzen van geïmporteerde goederen opdrijven. Toegegeven, dat effect is tot nu toe beperkter gebleven dan economen initieel hadden verwacht. Maar het lijkt aannemelijk dat beide trends (een daling van diensteninflatie en een stijging van goedereninflatie) hebben doorgezet in de afgelopen twee maanden.

Diensteninflatie wordt voor een belangrijk deel gedreven door loongroei. Vanuit dat perspectief lijkt de schaarse data die we hebben van de Amerikaanse arbeidsmarkt over de afgelopen twee maanden inderdaad eerder te duiden op dalende diensteninflatie dan stijgende. Zo was de loongroei in de VS volgens de eerder genoemde 'wage growth tracker' van Indeed 2,6% in oktober. Hierbij moet gezegd worden dat de loongroei volgens deze de tracker in 2025 normaliter ook lager ligt dan het officiële loongroEICijfer.

De gemiddelde loongroei is in 2025 volgens de officiële cijfers namelijk 4,2% geweest terwijl dit 2,9% was voor de Indeed 'wage growth tracker'. Maar beide hebben afgelopen twee jaar een dalende trend laten zien.

Ook banencijfers wijzen op de langere termijn gemeten op een afkoeling van de Amerikaanse arbeidsmarkt. Het aantal nieuwe banen buiten de agrarische sector ('Non-farm payrolls') was in september een stuk hoger dan verwacht (119K banen, t.o.v. de consensus verwachting van 50K). Echter, dat cijfer is grotendeels gedragen door twee sectoren (gezondheid en onderwijs en vrije tijd en horeca). Over een langere periode gemeten (vanaf 2022) laten 'non-farm payrolls' een duidelijk dalende trend zien. Al met al lijkt het dus nog steeds dat de Amerikaanse arbeidsmarkt aan het afkoelen is, maar niet 'crasht'.

Monetair beleid: ECB houdt stand en Fed verlaagt

Financiële markten verwachten nog steeds dat de ECB haar beleidsrente voorlopig op 2% zal houden, terwijl de Fed haar beleidsrente zal verlagen naar 3% in 2026. Voor de ECB is dit beleid makkelijker te verantwoorden dan voor de Fed. In de eurozone ligt inflatie rond de 2%, maar in de VS zit het hoger (3%).

De Fed lijkt momenteel meer gewicht te geven aan de afkoelende arbeidsmarkt, maar er is een niet te verwaarlozen risico dat de eerder ingevoerde importheffingen van de VS alsnog voor een verhoging van inflatie kunnen zorgen. Het valt bijvoorbeeld op dat de goedereninflatie in de VS al vier maanden op rij aan het stijgen is (van 0,6% in juni, naar 1,9% in september). Met dat in het achterhoofd lijken de beleidsrenteverlagingen van de Fed gevoeliger voor aanpassingen dan die van de ECB.

ECB waarschuwt voor risico's, maar zegt ook dat huishoudens buffers hebben

De ECB heeft recent haar [Financial Stability Review](#) uitgebracht. Hierin kaart de ECB een aantal risico's aan voor de financiële stabiliteit van de eurozone. Namelijk gestegen geopolitieke onzekerheid, hoge waarderingen van aandelenmarkten en een sterke concentratie naar de Amerikaanse technologiesector, stijgende publieke schulden en verwevenheden tussen banken en de markt voor private leningen ('Private Credit'). Wat betreft dat laatste wijst de ECB erop dat de leningen die niet-banken (Non Banking Financial Institutions, NBFIs) verstrekken voor een deel geleend zijn van banken. Als NBFIs in de problemen komen, kan dat dus ook doorslaan naar Europese banken. Dat gezegd hebbende zijn de buffers en liquiditeitsposities van Europese banken wel gezond.

Verder stelt de ECB dat Europese huishoudens ook nog genoeg buffers hebben. Hun besparingen zijn rond 15% van het jaarlijks beschikbaar inkomen, wat relatief hoog is in historisch perspectief. Aan de ene kant betekent dit dat huishoudens voorzichtig zijn met geld uitgeven (mogelijk omdat ze onzeker zijn over de toekomst). Aan de andere kant hebben huishoudens een relatief hoge buffer, wat gebruikt kan worden om financiële klappen op te vangen, of voor consumptie. Wat dat betreft zou er nog wat in het vat kunnen zitten voor Europese consumptie.

Draai in sentiment of speculeren op een 'eindejaars rally'?

Na een tot voor kort prima verlopen beleggingsjaar 2025, leek het sentiment op financiële markten in november te keren. Dat gold zeker voor aandelenbeurzen buiten Europa. Nu zijn aandelenbeurzen inderdaad 'duur', wat dan vooral geldt voor (Amerikaanse) technologie- en 'AI-gerelateerde' aandelen. Daar staat tegenover dat dit al geruime tijd zo is, en waardering in het verleden zelden een goede indicator voor 'market timing' is gebleken.

Aangezien zowel gerealiseerde bedrijfswinsten als winstverwachtingen de laatste tijd behoorlijk op peil zijn gebleven, gaan wij er niet van uit dat de recente draai in het sentiment de komende tijd versneld zou doorzetten, en blijven wij vooralsnog voorzichtig optimistisch over de vooruitzichten voor aandelen. Wel zijn zowel de macro-economische als geopolitieke risico's nog altijd bovengemiddeld hoog, zodat voorzichtigheid wel geboden blijft.



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