

Macro & Markten & CMA update

Opwaartse druk ultra-lange
staatsrentes

December 2025

Samenvatting

- **Economische ontwikkelingen:** het economisch beeld is nog steeds 'mistig' door het ontbreken van Amerikaanse cijfers. Economische data vielen mee in de eurozone en Japan, maar tegen in China. De dienstensector blijft een bron van inflatie. In november waren er geen vergaderingen van de Fed noch ECB, maar de verwachtingen voor een Fed renteverlaging in december zijn toegenomen.
- **Financiële markten:** beleggingscategorieën lieten een gemengd beeld zien afgelopen maand. Commodities waren de winnaar, EM aandelen de verliezer. Internationaal stonden ultra-lange staatsrentes onder opwaartse druk, met name in Japan.
- **CMAs:** de verwachte rendementen in ons CMA-model zijn niet significant gewijzigd afgelopen maand. Nog steeds geeft het CMA-model aan dat Alternatives aantrekkelijk zijn alsook EM-gerelateerde categorieën.

Economische ontwikkelingen

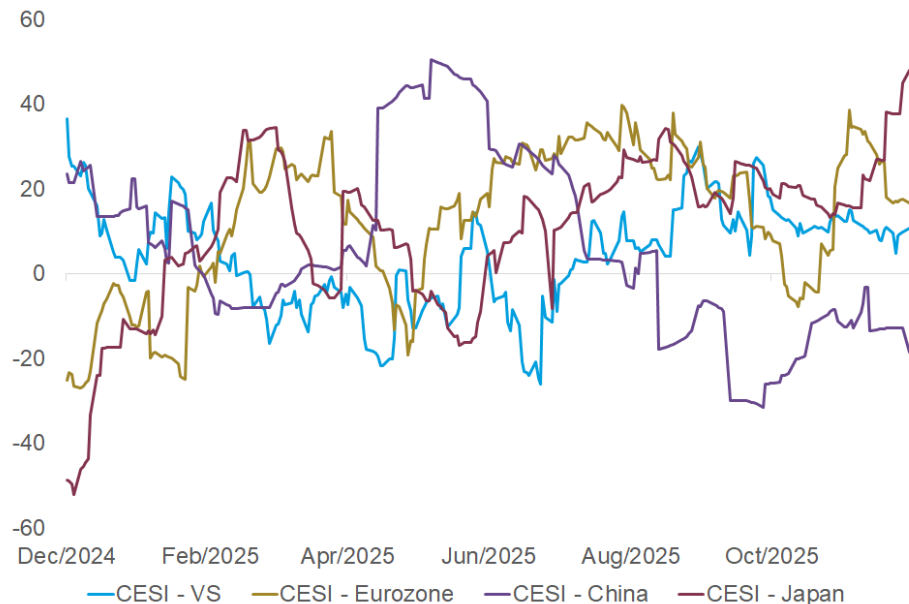
Het beeld blijft 'mistig' voor de VS



Economische ontwikkelingen

Nog steeds 'mistig' in de VS

Citi “Economic Surprise” (CESI) indices

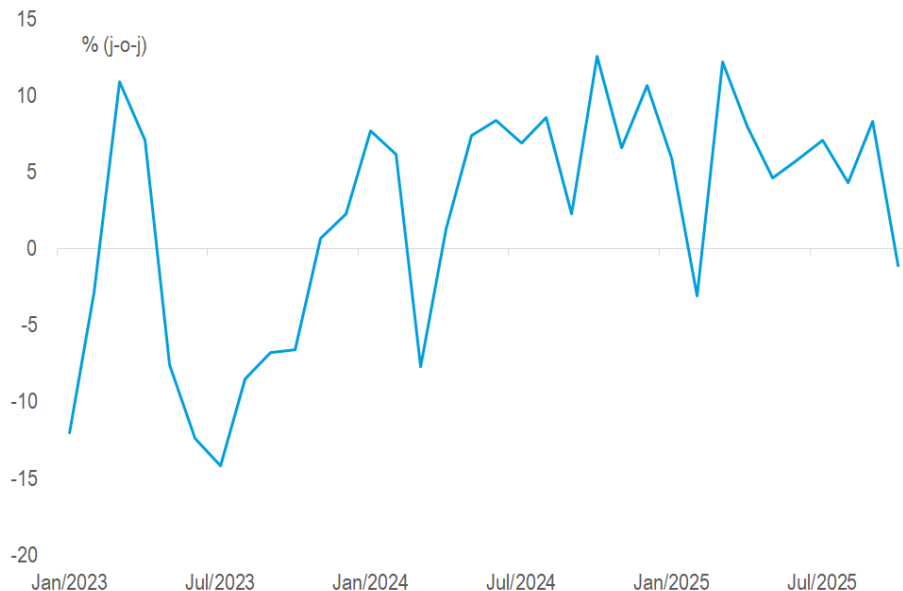


- Hoewel de “shutdown” in de VS na 43 dagen inmiddels beëindigd is, is het beeld nog steeds ‘mistig’ door een gebrek aan gerealiseerde economische cijfers. De markt moet het voornamelijk met ‘enquête’ data doen en die schetsen een gemiddeld beeld. Zo noteert de ISM manufacturing index onder de 50 terwijl de ISM services index aanzienlijk boven de 50 noteert. De consensus voorziet een groei van de Amerikaanse economie van 1,9% in 2025, 1,9% in 2026 en 2,0% in 2027. Geen enkele analist voorziet een recessie.
- Het economisch beeld voor de eurozone is gematigd positief. De gepubliceerde data was gemiddeld beter dan verwacht en de samengestelde PMI noteerde in november 52,4. De consensus gaat uit van een groei van 1,4% in 2025, 1,1% in 2026 en 1,4% in 2027. Daarachter gaat een groeiraming schuil van 0,3% in 2025 voor Duitsland en 2,9% voor Spanje. Ook voor de eurozone geldt dat geen enkele analist uitgaat van negatieve groei. De voornaamste risico’s voor de groei zijn geopolitiek (oorlog Oekraïne), aanhoudende handelsspanningen met de VS, en aanhoudende inflatie in de dienstensector.

Economische ontwikkelingen

Uiteenlopende ontwikkelingen in Azië

Chinese export (in USD, jaar-op-jaar, %)

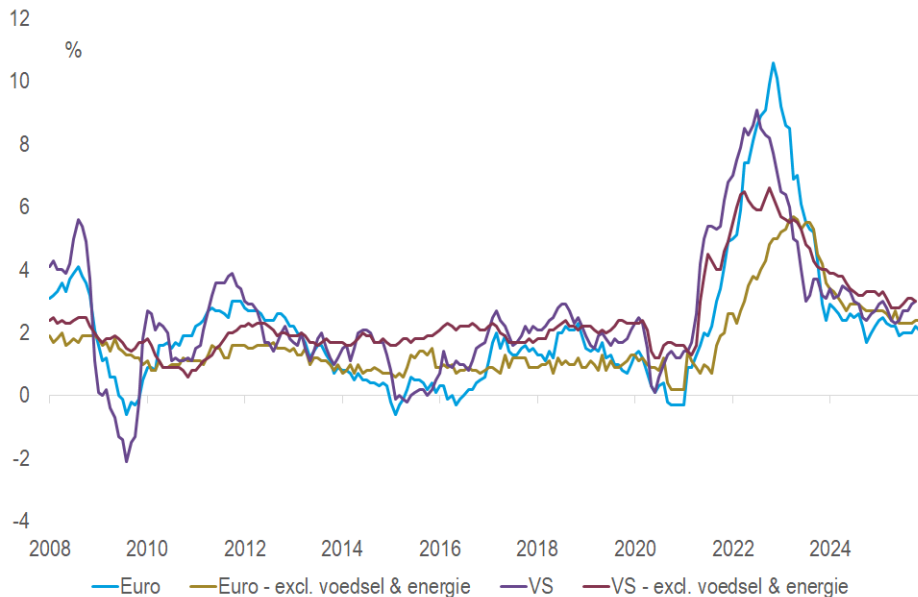


- De macrodata uit China stelden teleur. Zo groeide de industriële productie minder dan verwacht (+4,3% jaar-op-jaar in oktober) en bleek de Chinese export verrassenderwijs gedaald te zijn (-1,1% j-o-j in oktober) als gevolg van de handelsoorlog met de VS. Ook zit de vastgoedsector nog steeds in zwaar weer (dalende prijzen en woningverkoop) ondanks stimuleringsmaatregelen van de overheid. De consensusverwachting voor de Chinese economie gaat uit van een groei van 4,9% in 2025, 4,4% in 2026 en 4,2% in 2027.
- In Japan was juist sprake van aanzienlijk sterker dan verwachte cijfers, zoals de industriële productie en de detailhandelsverkoop. De groeiverwachtingen namen ook iets toe, mede ingegeven door de plannen van premier Takaichi om de belasting te verlagen en de economie te stimuleren. De consensus gaat uit van een groei van 1,3% in 2025, 0,7% in 2026 en 0,8% in 2027. Risico's voor de Japanse economie vormen de inflatie, een mogelijk krasser monetair beleid, en de opgelopen spanningen tussen China en Japan over Taiwan, met Chinese sancties op Japans zeevoedsel.

Inflatieontwikkeling

Dienstensector blijft bron van inflatie

Gerealiseerde inflatie in de VS en de eurozone



- Wegens de overheidssluiting in de VS is het oktober CPI-rapport nog niet gepubliceerd, waardoor het inflatiebeeld onduidelijk is. De laatst bekende inflatiecijfers in de VS hebben betrekking op september (3,0% j-o-j). De voornaamste inflatiebron is nog steeds de dienstensector.
- In de eurozone liet de inflatie in november (gepubliceerd op 2 december) een geringe stijging zien op jaarbasis van 2,1% tot 2,2% (consensus ging uit van 2,1%), en bleef de kerninflatie ongewijzigd op 2,4%.

Inflatieontwikkeling

Consensus ziet ca. 2% inflatie in de eurozone

1-jaars inflatieswaps



- De inflatieswapmarkt liet afgelopen maand dalende inflatieverwachtingen zien voor de VS. Verklaringen zijn de iets afgenomen handelsspanningen tussen de VS en China, enige zorgen om de arbeidsmarkt, en een dalende olieprijs. Zo nam de 1-jaars USD inflatieswap af van 2,84% eind oktober tot een tijdelijk laagtepunt van 2,50% (25 nov). In de afgelopen week steeg de ILS weer tot 2,63% door een weer oplopende olieprijs en hoge ISM 'Prices Paid' indices.
- De 1-jaars euro inflatieswap was relatief stabiel afgelopen maand en noteert momenteel 1,73%. De consensusvoorspelling van economen en analisten voor de inflatie in de eurozone gaat uit van 2,1% in 2025 gevolgd door 1,8% in 2026 en 2,0% in 2026.

Monetair beleid

Volatiele verwachtingen voor de Fed

Polymarket – kans op 25 bps Fed verlaging december

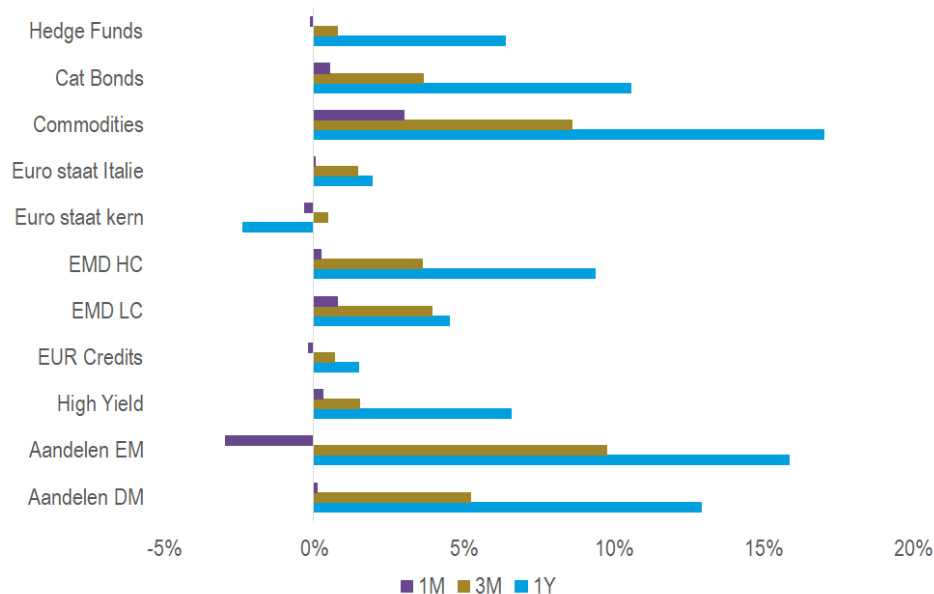


- Er vond geen Federal Reserve vergadering plaats in november. Toch was de Fed een belangrijk onderwerp voor financiële markten. Aanvankelijk werd een renteverlaging voor de 10 december vergadering uitgeprijst wegens 'hawkish' notulen van de Fed die wezen op een ongewijzigd beleid. Later in de maand nam de kans op een renteverlaging echter weer toe door 'dovish' uitspraken van twee Fed leden, en door een stijging van de werkloosheid. De markt prijst momenteel een 0,9%-punt lagere rente in per medio 2026.
- De ECB kwam ook niet bijeen in november. De verwachtingen in de markt zijn nagenoeg niet gewijzigd en gaan uit van een grofweg ongewijzigde ECB rente van 2% komend jaar.

Performance beleggingscategorieën

Commodities de winnaar, EM aandelen de verliezer

Rendement in euro's (hedged, EM & EMD LC unhedged)

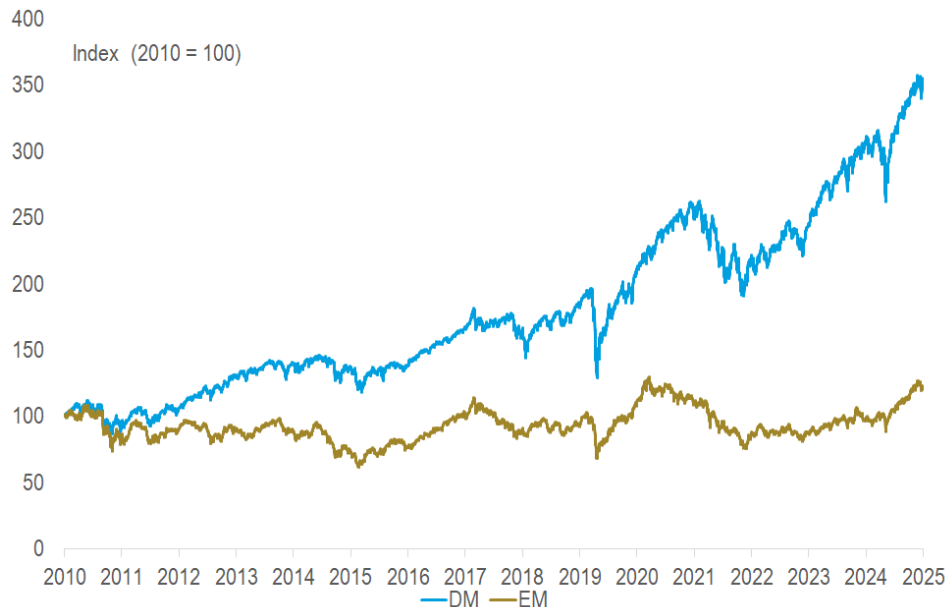


- Beleggingscategorieën lieten een gemengd beeld zien afgelopen maand.
- Commodities waren de best presterende asset afgelopen maand op euro basis.
- Aandelen EM daarentegen rendeerden negatief.

Aandelenmarkten

Per saldo ongewijzigd

Aandelenkoersen (MSCI indices)

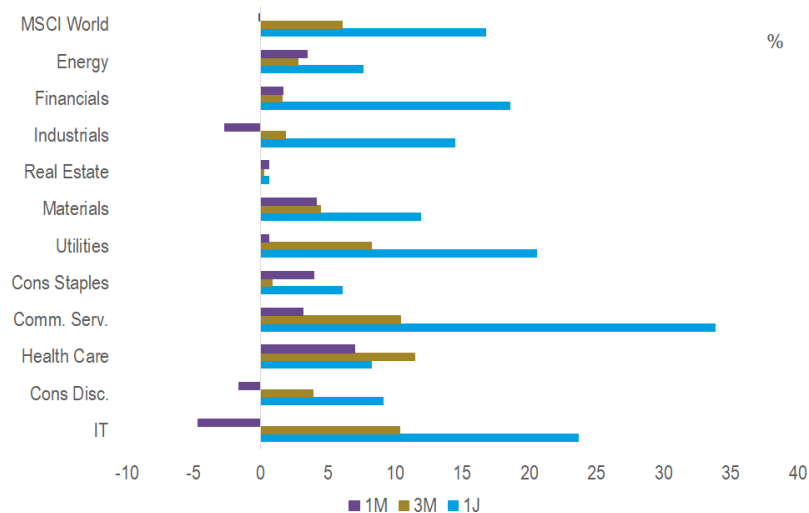


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, 2 december 2025

- Aandelen ontwikkelde markten daalden aanvankelijk door zorgen om AI-waarderingen. Later in de maanden stegen aandelenkoersen, gevoed door de hoop op een Fed renteverlaging. Op een 1-maands horizon noteerden aandelen ontwikkelde markten op euro-hedged basis per saldo een vlak rendement.
- Het rendement op aandelen opkomende markten op euro-unhedged basis was -2,9% in november. Dat was ingegeven door lokale koersdalingen (bv. in Korea door tech-zorgen) in combinatie met een depreciatie van opkomende markten valuta.
- 'Healthcare' was de best presterende sector, 'IT' de slechtst presterende.
- 'Minimum Volatility' was de best presterende factor, 'Momentum' de slechtste.

Aandelenrendementen

MSCI World sectoren



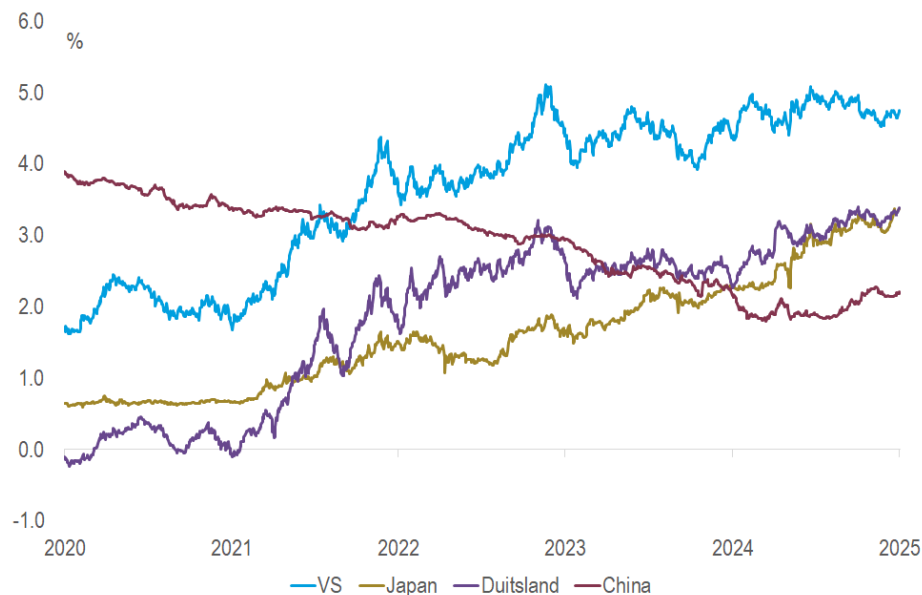
MSCI regio's (in lokale valuta)



Renteontwikkeling

Opwaartse druk ultra-lange rentes

30-jaars staatsrentes



- Korte tot middellange staatsrentes lieten een daling zien in de VS, ingegeven door de toegenomen verwachting op een renteverlaging door de Fed. De ultra-lange rente (30-jaars) steeg echter in de VS, ingegeven door internationale opwaartse rentedruk, mede door ontwikkelingen in Japan.
- De 30-jaars staatsrente in Japan steeg in november met 0,3%-punt tot 3,34%, een niveau dat sinds de jaren '90 niet meer was waargenomen. Oorzaken zijn een oplopende inflatie, de verwachting van een krasser monetair beleid, en de stimuleringsplannen van premier Takaichi.
- In de eurozone liepen staatsrentes eveneens op. Zo steeg de 30-jaars Duitse rente met 12 bps tot 3,33% in November. De verklaring is de internationale kapitaalmarkt alsook ietwat 'hawkish' uitspraken van enkele ECB-leden.

Renteontwikkeling

Reële rente duwt swaprente omhoog

30-jaars euro swaprente

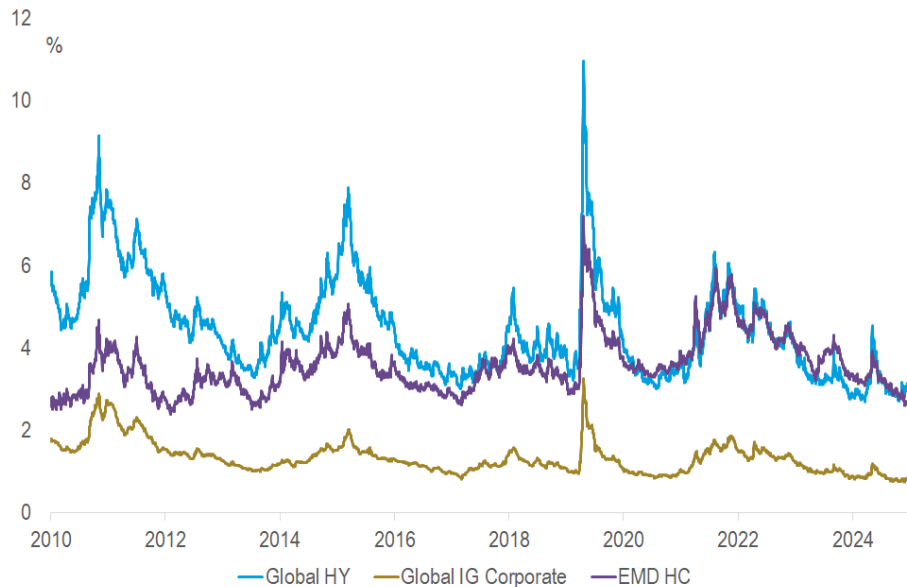


- De 30-jaars euro swaprente is sinds eind oktober gestegen met 23 bps tot 3,12%. Dat is volledig gedreven door een stijging van de 30-jaars reële swaprente component (met +23 bps tot 0,93%). De 30-jaars euro inflatieswap component daarentegen wijzigde niet (2,19%).

Spread producten

Volatiel

Spreads versus risicovrije rentes



- In lijn met het 'Risk-off' en daarna 'Risk-on' sentiment in de aandelenmarkten, lieten spreads op risicovolle obligaties een stijging zien gevolgd door een daling. Per saldo zijn spreads niet veel veranderd in november.
- De gemiddelde spreads op High Yield, Global IG Corporate en EMD HC noteren momenteel respectievelijk 290 bps, 82 bps en 266 bps.
- Spreads in alle categorieën liggen onder het historisch gemiddelde. Dat geldt met name voor High Yield. De twee voornaamste verklaringen zijn:
 - Geen enkele analist voorspelt een recessie voor de VS noch voor de eurozone.
 - Hoewel spreads laag zijn, zijn de risicovrije rentes hoger dan een paar jaar geleden, waardoor de totale 'yields' op spread producten meer in lijn zijn met historische niveaus.

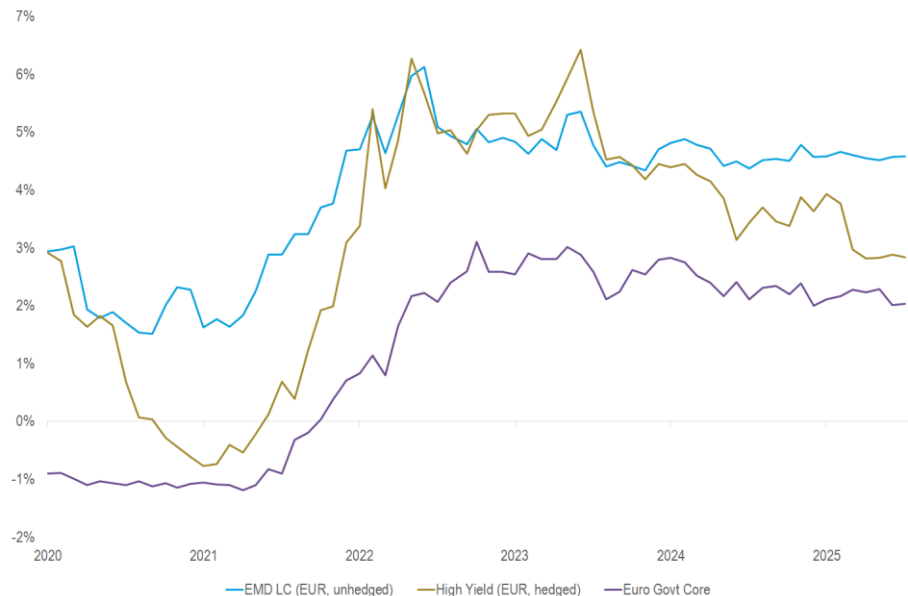
Capital Markets Assumptions



“Capital Market Assumptions”

Geen significante wijzigingen

Historisch verloop 5-jaars verwachte rendementen: enkele categorieën



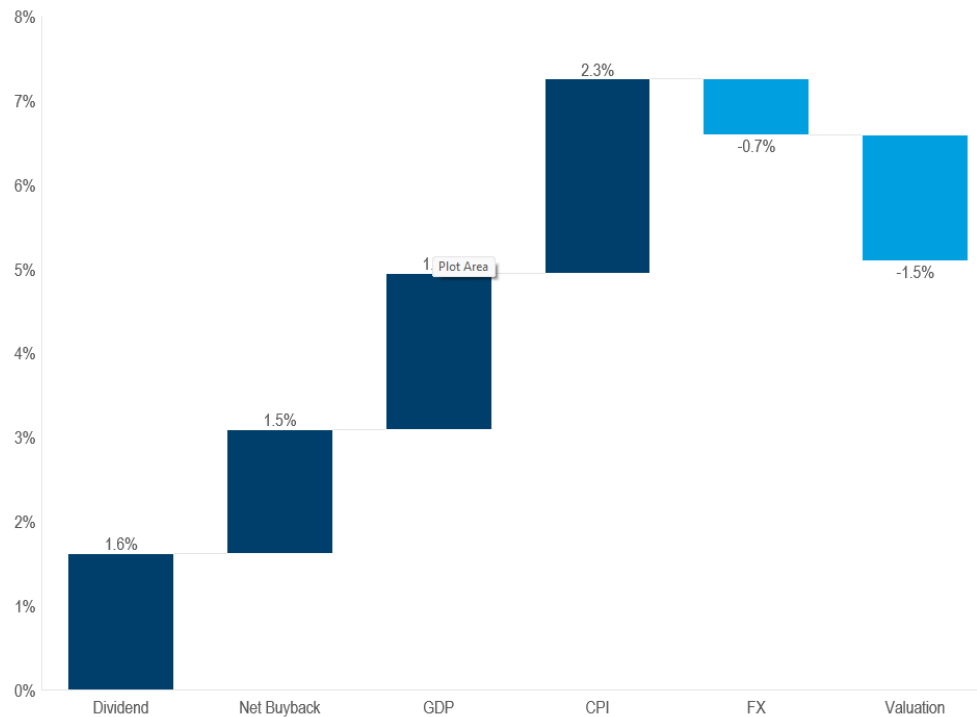
- De verwachte rendementen in ons CMA-model zijn niet significant gewijzigd afgelopen maand.
- Nog steeds geeft het CMA-model aan dat Alternatives aantrekkelijk zijn alsook EM-gerelateerde categorieën.

“Capital Market Assumptions (CMAs)”

		Return				Volatility			
	Asset classes	5 Year	10 Year	15 Year		5 Year	10 Year	15 Year	
Listed Equity	Equities developed markets (EUR, hedged)	5.1%	5.5%	5.7%		14.1%	13.7%	13.0%	
Listed Equity	Equities emerging markets (EUR, unhedged)	6.0%	6.9%	7.2%		13.0%	13.6%	14.0%	
Listed Equity	Equities small caps (EUR, hedged)	5.3%	5.8%	5.9%		18.3%	17.9%	16.8%	
Listed Alternatives	Listed real estate (EUR, hedged)	5.0%	5.4%	5.6%		17.9%	16.7%	16.1%	
Listed Alternatives	Commodities (EUR, hedged)	9.3%	8.7%	8.8%		13.7%	13.3%	14.0%	
Listed Alternatives	Convertible bonds (EUR, hedged)	3.8%	4.4%	4.7%		11.0%	10.6%	9.9%	
Listed Alternatives	Catastrophe bonds (EUR, hedged)	6.9%	7.2%	7.5%		5.3%	4.7%	4.2%	
Non-listed Alternatives	Private Equity (EUR, hedged)	5.6%	6.0%	6.2%		15.9%	14.6%	13.5%	
Non-listed Alternatives	Non-listed real estate (EUR)	4.0%	4.4%	4.6%		9.7%	8.3%	8.0%	
Non-listed Alternatives	Infrastructure (EUR, hedged)	4.4%	4.9%	5.0%		12.1%	11.5%	10.6%	
Non-listed Alternatives	Dutch Residential mortgages (EUR)	3.6%	4.0%	4.3%		4.8%	3.7%	3.4%	
Non-listed Alternatives	Hedge Funds (EUR, hedged)	4.2%	4.6%	4.8%		4.0%	4.7%	4.5%	
Fixed Income	Emerging Markets Debt - HC (EUR, hedged)	4.4%	5.1%	5.4%		9.1%	9.0%	8.3%	
Fixed Income	Emerging Markets Debt - LC (EUR, unhedged)	4.6%	5.5%	6.1%		5.6%	7.7%	8.4%	
Fixed Income	High Yield (EUR, hedged)	3.5%	4.4%	5.0%		7.1%	7.8%	7.3%	
Fixed Income	Investment grade Euro Corporates (EUR)	2.9%	3.3%	3.6%		5.2%	4.8%	4.5%	
Fixed Income	Euro government bonds (EUR)	2.2%	3.0%	3.3%		6.4%	5.4%	5.2%	
Fixed Income	Euro government bonds core (EUR)	2.0%	2.8%	3.0%		6.7%	5.7%	5.4%	
Fixed Income	Euro government bonds core 10+ (EUR)	2.4%	2.9%	3.1%		13.4%	11.6%	11.3%	
Fixed Income	Euro government bonds non-core (EUR)	2.2%	3.2%	3.5%		6.2%	5.7%	6.3%	
Fixed Income	Inflation-linked Euro government bonds EUR)	2.0%	2.8%	3.1%		6.8%	5.9%	5.8%	
Fixed Income	Deposit's (EUR)	2.3%	2.7%	2.9%		0.5%	0.5%	0.4%	

5-jaars verwacht rendement DM aandelen

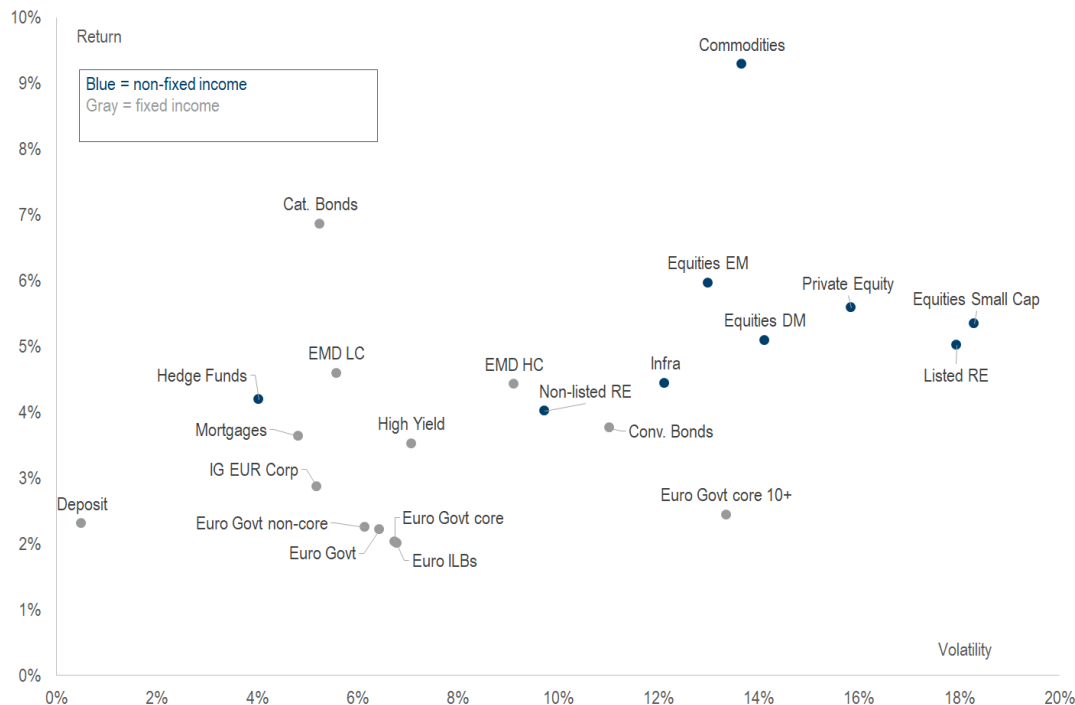
De componenten



Bron: Columbia Threadneedle Investments, CMA-model, 1 december 2025

5-jaars verwacht rendement en volatiliteit

Alternatives aantrekkelijk en EM-gerelateerde categorieën



Appendix



Jitzes Noorman

Delegated CIO & Investment Strategist

Jitzes Noorman is als Delegated CIO in het fiduciaire team van Columbia Threadneedle Investments sinds 2011 verantwoordelijk voor de beleggingen van meerdere Nederlandse pensioenfondsen en tevens werkzaam als Investment Strategie.

Eerder werkte Noorman bij MN Services als senior fondsbeheerder Special Investments en Hedge Funds. Daarvoor was hij monetair econoom, fixed income strateeg en credit structurer bij Rabobank International en was hij betrokken bij het FTK Pension Fund Advisory Team.

Hij is lid van de ALM Commissie van CFA Society Netherlands.

Jitzes Noorman is afgestudeerd Algemeen Econoom (cum laude) aan de Rijksuniversiteit van Groningen, en "Certified EFFAS Financial Analyst".

Contact

Columbia Threadneedle Investments

Jachthavenweg 109E
1081 KM Amsterdam

Gerben Borkent

Sales Director Investment Solutions
DL: +31 (0)20 582 3758; M: +31 (0)61 001 9328

Prosper van Zanten

Head of Distribution, Netherlands & Nordics
DL: +31 (0)20 262 4022; M: +31 (0)6 13 53 39 68

Telefoongesprekken kunnen opgenomen worden

www.columbiathreadneedle.nl

Belangrijke informatie

BELANGRIJKE INFORMATIE. ALLEEN VOOR PROFESSIONELE BELEGGER (niet te gebruiken voor of te overhandigen aan derden). Voor marketingdoeleinden.

Dit materiaal mag niet worden beschouwd als een aanbod, verzoek, advies of beleggingsaanbeveling. Dit document is geldig op de datum van publicatie en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Informatie uit externe bronnen wordt betrouwbaar geacht, maar de juistheid en volledigheid ervan kan niet worden gegarandeerd. De effectieve beleggingsparameters worden overeengekomen en uiteengezet in het prospectus of de formele overeenkomst voor vermogensbeheer.

In de EER: Threadneedle Management Luxembourg S.A., dat is ingeschreven in het Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) onder nummer B 110242 en/of Columbia Threadneedle Netherlands B.V., dat onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM) en ingeschreven is onder nummer 08068841.

In Zwitserland: Gepubliceerd door Threadneedle Portfolio Services AG, statutair gezeteld in Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Zwitserland.

In het VK: Threadneedle Asset Management Limited (nr. 573204) en/of Columbia Threadneedle Management Limited (nr. 517895), beide ingeschreven in Engeland en Wales. Er is in het VK vergunning aan verleend door en ze staan daar onder toezicht van de Financial Conduct Authority.

In het Midden-Oosten: Deze e-mail en de bijbehorende bijlage(n) worden verspreid door Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, dat onder toezicht staat van de Dubai Financial Services Authority (DFSA). Voor distributeurs: Dit document is bedoeld om distributeurs informatie te verstrekken over producten en diensten van de Groep en mag niet verder worden verspreid. Voor institutionele cliënten: De informatie in dit document is niet bedoeld als financieel advies en is uitsluitend bestemd voor personen met voldoende kennis van beleggen die voldoen aan de criteria van de toezichthouder om te kunnen worden beschouwd als een Professional Client of als Market Counterparties. Andere personen mogen zich er niet op baseren.

© 2025 Columbia Threadneedle Investments is de wereldwijde merknaam van de groep Columbia en Threadneedle.