

Macro & Markten & CMA update

Aandelenrecord en USD
depreciatie

Juli 2025

Samenvatting

- **Geopolitiek:** juli kan een turbulente maand worden, gegeven enkele belangrijke deadlines. Zo wenst Donald Trump per 4 juli zijn belastingplan goedgekeurd te krijgen en loopt 9 juli de periode af van de 90 dagen uitstel van de 'wederkerige' tarieven.
- **Economische ontwikkelingen:** het beleid van Trump leidt tot grote onzekerheid, maar vooralsnog is in de gerealiseerde macro- en prijsdata weinig impact te bespeuren van de handelsoorlog. Wel worden de inflatieverwachtingen beïnvloed en het beleid van de Fed en de ECB.
- **Financiële markten:** aandelen ontwikkelde markten waren de best presterende asset class afgelopen maand. Of sprake is van een record hangt af van het valutaperspectief. De depreciatie van de USD zette door. Voorts lieten rentes een gemengd beeld zien wereldwijd.
- **CMAs:** de verwachte rendementen in het CMA-model zijn afgelopen maand beperkt gewijzigd. Voor aandelen ontwikkelde markten steeg het verwachte rendement licht door hogere groeiverwachtingen, inflatieswaps en gedaalde FX hedging kosten. Het verwachte rendement op euro staatsleningen bleef nagenoeg gelijk, terwijl dat voor High Yield iets daalde door lagere spreads. Alternatives en Emerging Markets gerelateerde categorieën blijven volgens het model aantrekkelijke beleggingscategorieën.

Geopolitiek

Enkele belangrijke deadlines



Geopolitiek

Handelsoorlog kan weer opblaaien per 9 juli

De op 2 april aangekondigde 'wederkerige' tarieven

Reciprocal Tariffs		
Country	Tariffs Charged to the U.S.A. (Current Reciprocity and Trade Barriers)	U.S.A. Discounted Reciprocal Tariffs
China	67%	34%
European Union	39%	20%
Vietnam	90%	46%
Taiwan	64%	32%
Japan	46%	24%
India	52%	26%
South Korea	50%	25%
Thailand	72%	36%
Switzerland	61%	31%
Indonesia	64%	32%
Malaysia	47%	24%
Cambodia	97%	49%
United Kingdom	10%	10%
South Africa	60%	30%
Brazil	10%	10%
Bangladesh	74%	37%
Singapore	10%	10%
Israel	33%	17%
Philippines	34%	17%
Chile	10%	10%
Australia	10%	10%
Pakistan	58%	29%
Turkey	10%	10%
Sri Lanka	88%	44%
Colombia	10%	10%

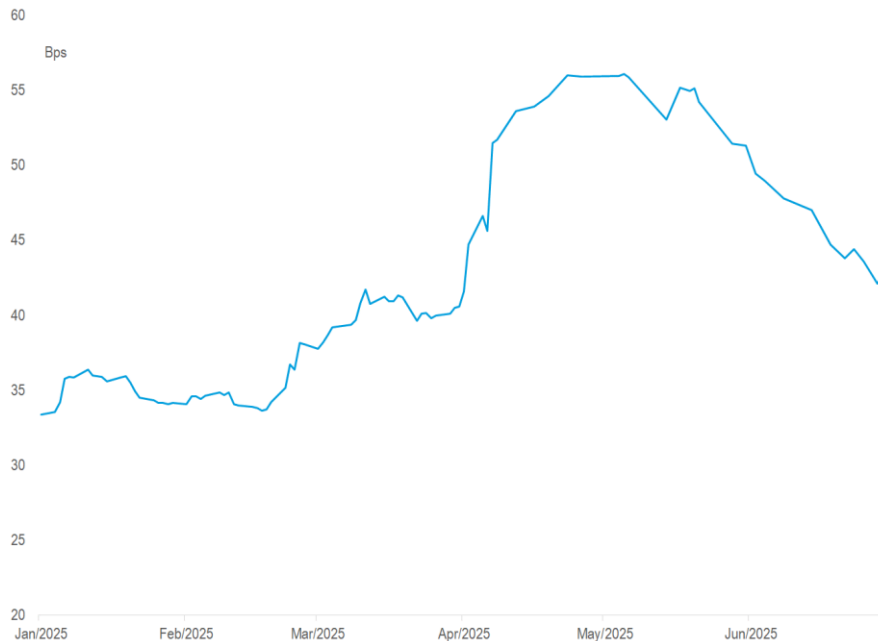
Reciprocal Tariffs		
Country	Tariffs Charged to the U.S.A. (Current Reciprocity and Trade Barriers)	U.S.A. Discounted Reciprocal Tariffs
Peru	10%	10%
Nicaragua	36%	18%
Norway	30%	15%
Costa Rica	17%	10%
Jordan	40%	20%
Dominican Republic	10%	10%
United Arab Emirates	10%	10%
New Zealand	20%	10%
Argentina	10%	10%
Ecuador	12%	10%
Guatemala	10%	10%
Honduras	10%	10%
Madagascar	93%	47%
Myanmar (Burma)	88%	44%
Tunisia	55%	28%
Kazakhstan	54%	27%
Serbia	74%	37%
Egypt	10%	10%
Saudi Arabia	10%	10%
El Salvador	10%	10%
Côte d'Ivoire	41%	21%
Laos	95%	48%
Botswana	74%	37%
Trinidad and Tobago	12%	10%
Morocco	10%	10%

- De dreiging van een handelsoorlog nam afgelopen maand iets af, met onder meer enige toenadering tussen de VS en China.
- Daar kan op korte termijn echter verandering in komen. Op 9 juli loopt de periode af van de 90 dagen uitstel van de 'wederkerige' tarieven.
- De gesprekken met handelspartners zoals Canada, de EU en Japan lopen nog en veelal stroef. Behoudens de overeenkomst met het VK zijn er nog geen deals afgerond.
- Kortom, vanaf 9 juli zou menig land weer geconfronteerd kunnen worden met aanzienlijke hogere tarieven dan 10%.

Geopolitiek

Belastingplan met grote consequenties

Credit Default Swap gekoppeld aan 5-jaars USTs



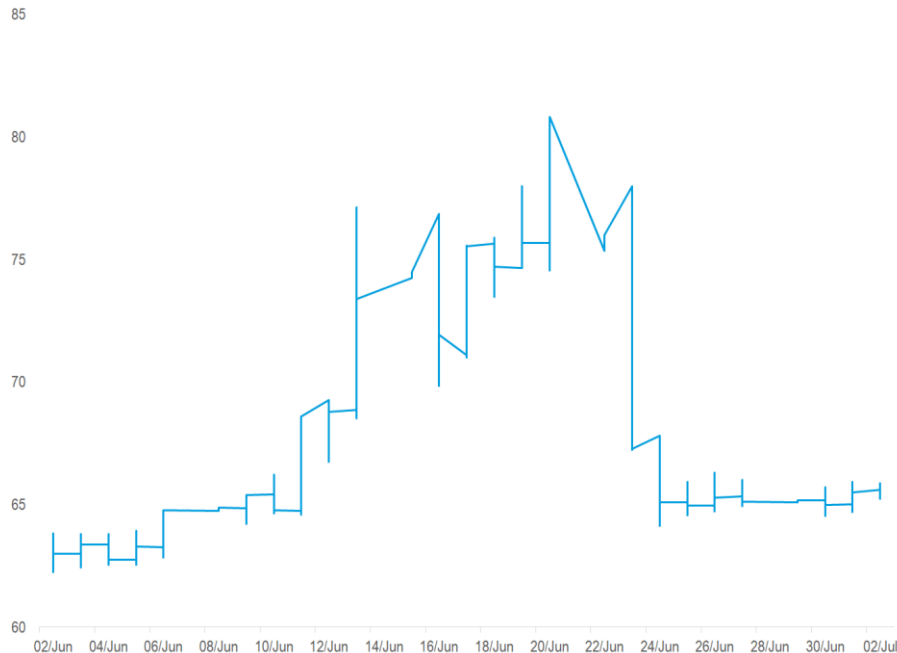
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 1 juli 2025

- Donald Trump streeft ernaar om zijn “Tax Bill” per 4 juli door het Congres te laten goedkeuren. Of dat gaat lukken is onzeker. Op 1 juli heeft de Senaat met 1 stem verschil het voorstel aangenomen, waarna de aangepaste versie nu weer door het Huis van Afgevaardigden goedgekeurd moet worden.
- Het voorstel is omstreden en behelst forse belastingverlagingen, bezuinigingen op gezondheidszorg, en extra uitgaven aan defensie. Het plan zou (aldus het “Congressional Budget Office” (CBO)) in tien jaar tijd USD 3300 mrd aan de staatschuld toevoegen.
- Nadat in april zorgen om de houdbaarheid van de Amerikaanse staatsschuld oplaaiden, zijn deze recent – aldus de Credit Default Swap markt- weer afgenomen. Een mogelijke verklaring is dat het voorstel ook een verhoging van de ‘debt ceiling’ bevat.
- Tot slot is het goede nieuws voor buitenlandse beleggers dat de eerder voorgestelde bronbelasting (sectie 899) voor bedrijven en beleggers uit landen die de VS benadelen, uit de Tax Bill is gehaald.

Geopolitiek

Twaalfdaagse oorlog

Olieprijs (WTI in USD)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 1 juli 2025

- Israël viel in de nacht van 12 op 13 juni met luchtaanvallen Iran aan met als doel om het atoomprogramma te vernietigen. Iran reageerde met eveneens luchtaanvallen. Op 21 juni viel de VS nucleaire faciliteiten in Iran aan. Na druk van Trump werd op 24 juni een wapenstilstand uitgeroepen tussen Israël en Iran.
- De impact op de financiële markten was beperkt. Verklaringen zijn het beperkte belang van Israël en Iran in de wereldwijde economie, en wellicht ook “buy the rumour, sell the fact”.
- Wel steeg de olieprijs fors van USD 65 tot een tijdelijke piek van USD 78. Na de wapenstilstand daalde de prijs weer abrupt tot USD 65.

Geopolitiek

NAVO verhoogt uitgavennorm naar 5%

Outperformance defensie-aandelen (rendement in USD)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 1 juli 2025

- De NAVO-top in Den Haag op 24-25 juni was succesvoller dan verwacht/gevreesd: Trump nam deel, de NAVO-bondgenoten hebben ingestemd met een forse uitgavenverhoging, en de bondgenoten hebben uitgesproken achter Oekraïne te blijven staan.
- In plaats van 2% BBP, is de afspraak dat voortaan 5% van het BBP wordt uitgegeven aan defensie. Hiervan gaat 3,5%-punt direct naar defensie en 1,5%-punt naar zaken als kritieke infrastructuur en cybersecurity. Voor Spanje geldt een uitzondering (een lagere norm van 2,1% BBP).
- Hoewel NAVO-partners pas in 2035 aan de norm hoeven te voldoen, is de norm zeer ambitieus.
- De forse verhoging van (plannen voor) defensie-uitgaven dit jaar wereldwijd (NAVO, EU, Duitsland, VS, China) heeft geresulteerd in een aanzienlijke koersstijging van defensie-aandelen.

Economische ontwikkelingen

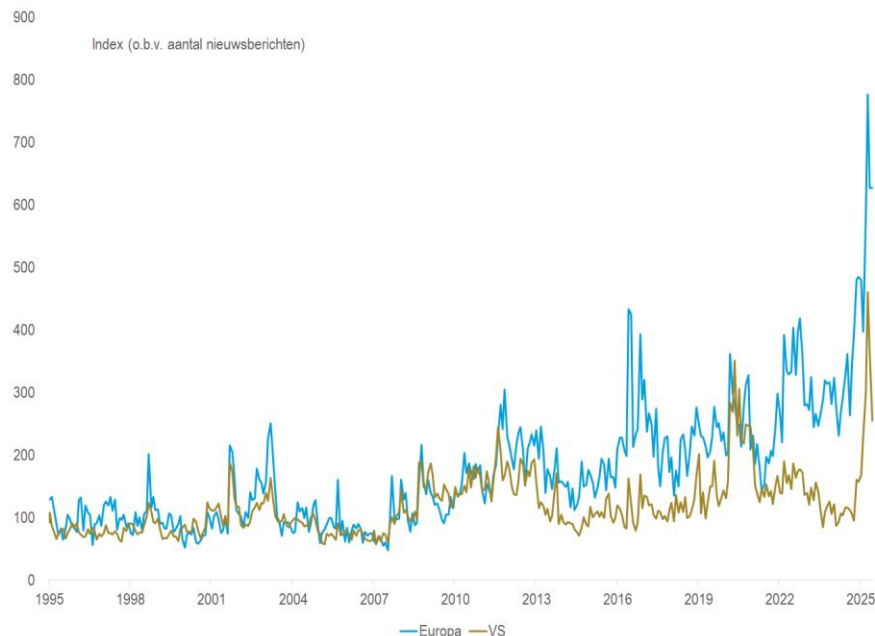
Importtarieven nog niet zichtbaar



Economische ontwikkelingen

Beleid Trump zorgt voor veel onzekerheid

Bloomberg 'Economic Policy Uncertainty Index'

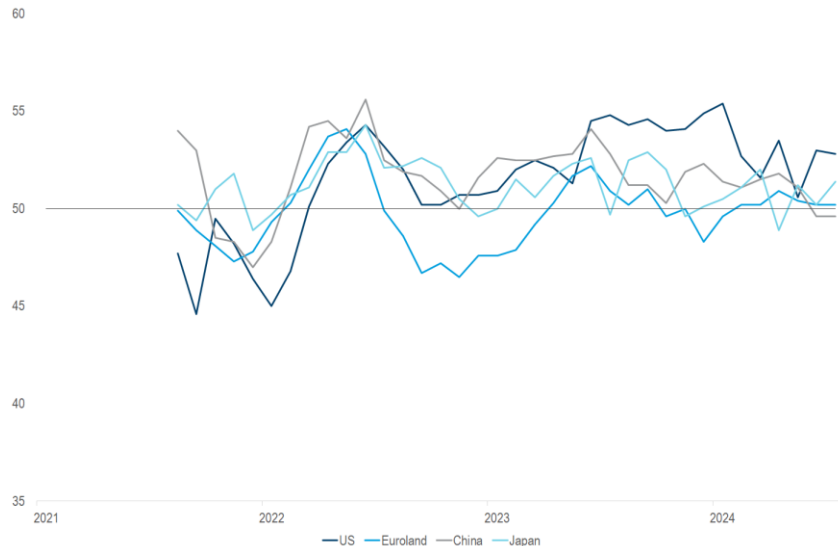


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, Baker/Bloom/David, 30 juni 2025

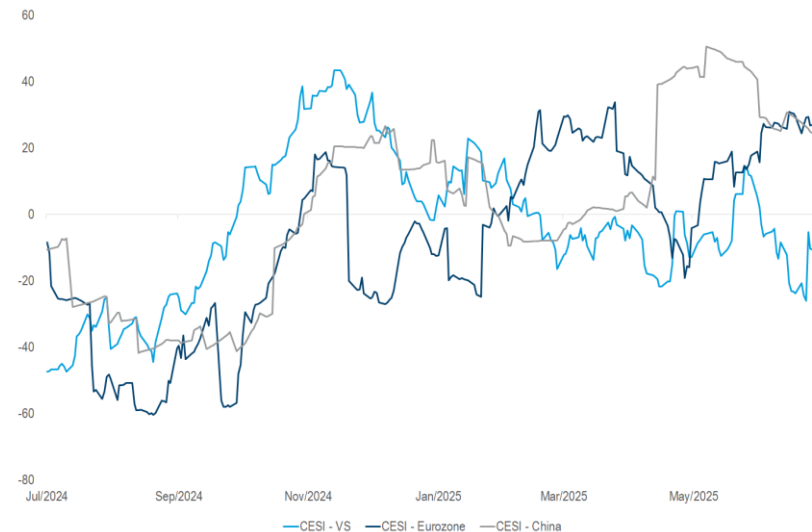
- Of het beleid van Trump positief uitpakt (bijvoorbeeld wegens belastingverlaging en deregulering) of negatief (handelsoorlog) is moeilijk in te schatten.
Wat wel evident is, is dat de beleidsonzekerheid fors is toegenomen. Wat opvalt is dat de onzekerheid evengoed is toegenomen in Europa.
- De gepubliceerde economische data in de VS waren afgelopen maand iets lager dan verwacht. De consensus gaat nu uit van een groei in de VS van 1,47% in 2025 en 1,60% in 2026.
Vooralsnog is in de macro- en CPI-data geen duidelijk effect waarneembaar van de importtarieven.
- In de eurozone verrasten de macrocijfers positief. De consensus gaat nu uit van een groei in de eurozone van 0,97% in 2025 en 1,09% in 2026. Met name het beeld voor 2025 is afgelopen maand opwaarts bijgesteld door analisten.

Macro indicatoren

Samengestelde 'Purchasing Manager Indices'

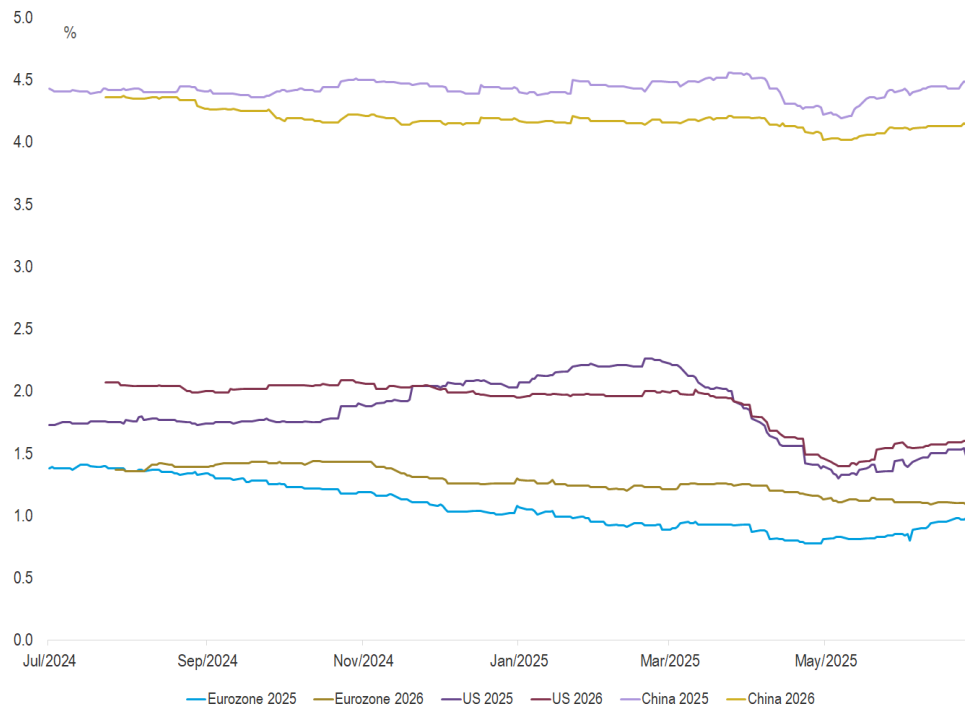


Citi "Economic Surprise" (CESI) indices



Bloomberg consensusverwachtingen BBP-groei

Ramingen voor 2025 zijn afgelopen maand iets gestegen voor meeste landen



Inflatieontwikkeling

Nog geen impact van importtarieven

Gerealiseerde inflatie in de VS en de eurozone



- In de eurozone was de inflatie in juni volledig in lijn met de verwachting. De headline inflatie steeg op jaarbasis van 1,9% tot 2,0% en de kerninflatie bleef onveranderd (2,3%).
- De laatst bekende inflatiecijfers in de VS hebben betrekking op mei. De 'headline' inflatie bleek iets gestegen te zijn van 2,3% tot 2,4% op jaarbasis. Dat was overigens gelijk aan de verwachting. De kerninflatie bleef ongewijzigd (2,8%), wat beter was dan verwacht. Ook de producentenprijzen vielen mee in mei. Vooralsnog is dus nog geen duidelijke impact waar te nemen van de importtarieven.

Inflatieontwikkeling

Wel impact 'tarieven' op inflatieswapmarkt

1-jaars inflatieswaps



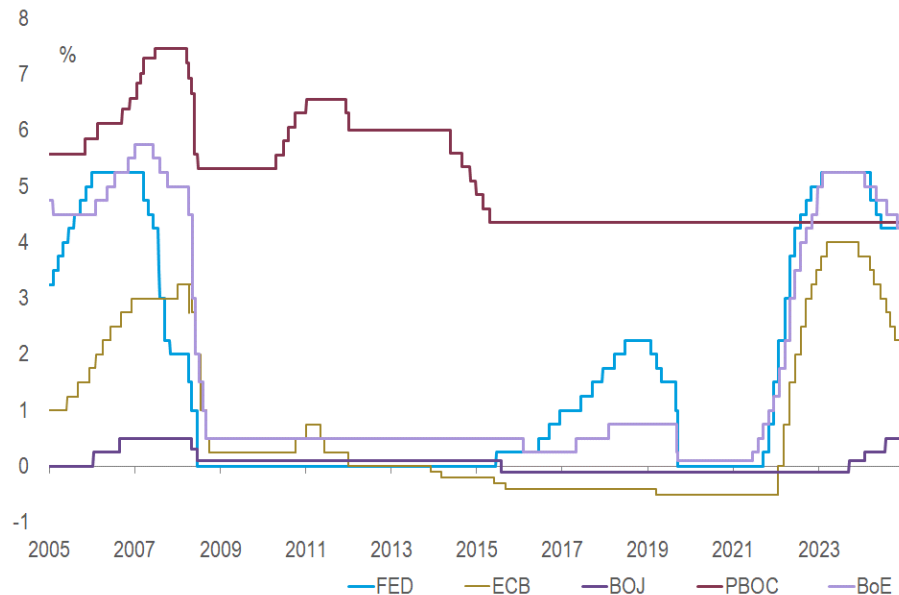
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 2 juli 2025

- Vooruitkijkend hebben de importtarieven wel een impact op de inflatie.
- Zo laat een enquête van de Universiteit van Michigan zien dat consumenten een forse inflatietoename verwachten in de komende jaren (tussen de 4% en 5%, afhankelijk van de horizon).
- Sinds de dreiging van importtarieven begin dit jaar heeft de 1-jaars inflatieswap in de VS een toename laten zien (in lijn met de theorieboeken). In de eurozone (eveneens in lijn met de theorie) daalde de 1-jaars euro ILS, doordat exporteurs mogelijk hun prijzen zouden moeten verlagen. Sinds april is er weer enige ontspanning en daalt de USD ILS weer terwijl die in de eurozone weer steeg. De kortstondige olieprijsstijging in juni zorgde in beide regio's voor hogere inflatieswaps.
- De consensusvoorspelling van economen en analisten voor de inflatie in de eurozone gaat uit van 2,1% in 2025 gevolgd door 1,85% in 2026 en 1,9% in 2026.

Monetair beleid

Trump voert druk op

Centrale Bank tarieven

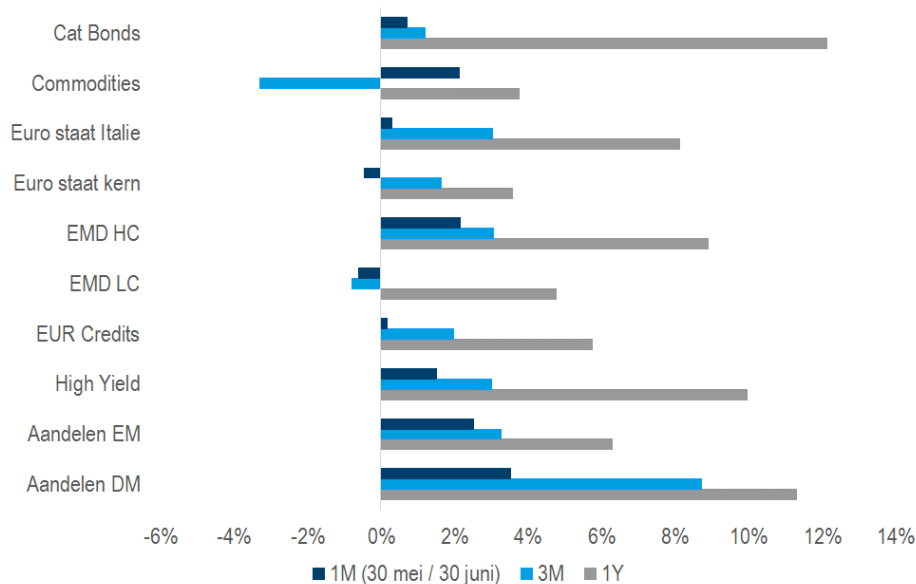


- De Fed liet op 18 juni de rente ongewijzigd [4,25%-4,50%]. De arbeidsmarkt is nog solide aldus de Fed, en de Fed blijft oog houden voor haar duale mandaat, en geeft aan geduld te hebben om te beoordelen wat de impact van de tarieven is.
Trump heeft meermalen forse kritiek geuit op Powell (“numbskull”, “stupid”, “too late Powell”) en geeft aan een rente van 1% te willen, en is van plan om al ruim voor mei 2026 de opvolger bekend te maken.
- De markten zijn afgelopen maand meer renteverlagingen gaan inprijzen voor de Fed. De consensus ziet eind 2025 een 65 bps lagere rente (was 50 bps).
- De ECB verlaagde op 5 juni de rente met 25 bps tot 2%. De markt voorziet een verdere verlaging van 25 bps in 2025.

Performance beleggingscategorieën

Aandelen DM de winnaar

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



- Beleggingscategorieën lieten een gemengd beeld zien afgelopen maand.
- Aandelen ontwikkelde markten waren de best presterende asset afgelopen maand op euro basis.
- Ook andere return beleggingen zoals aandelen EM, HY, EMD HC en Commodities presteerden goed.
- Tegelijkertijd liet menig obligatiecategorie met een hoge kredietwaardigheid een rendement zien van grofweg nul tot licht negatief.

Aandelenmarkten

“All-time high” op USD basis

MSCI World Index uitgedrukt in verschillende valuta

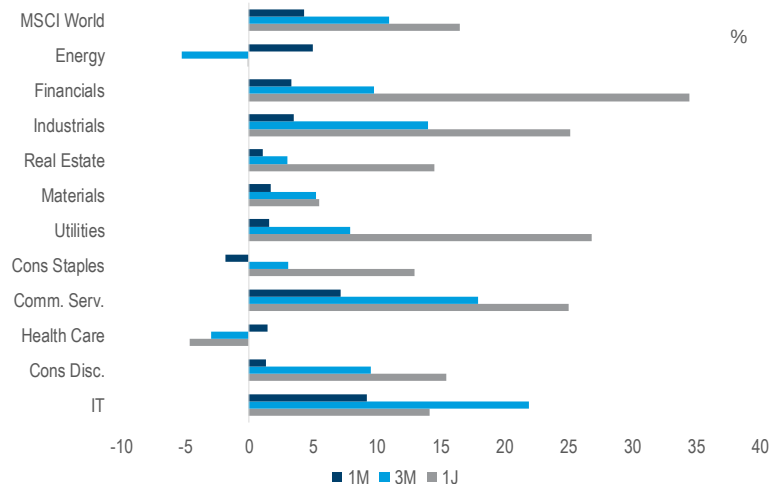


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, 1 juli 2025

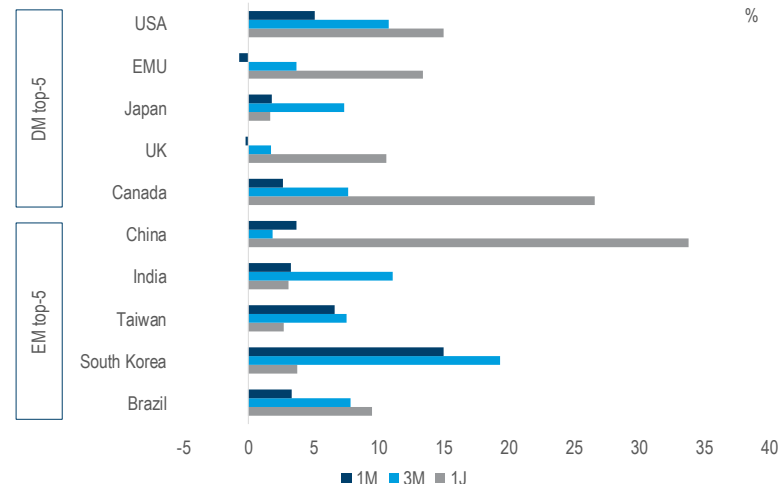
- De MSCI World Index uitgedrukt in USD bereikte in juni een “all-time high”. Verklaringen zijn het staakt-het-vuren tussen Israël en Iran, en de toegenomen verwachting dat de Fed gaat verruimen. Tevens speelt een valuta-effect mee, namelijk de depreciatie van de USD. Uitgedrukt in euro termen noteert de MSCI World Index nog circa 9% lager dan de piek uit februari.
- Op een 1-maands horizon noteerden aandelen ontwikkelde markten op euro-hedged basis een rendement van +3,5%. Het rendement op aandelen opkomende markten op euro-unhedged basis was +2,5.
- ‘IT’ was de best presterende sector, ‘Consumer Staples’ de slechtst presterende.
- ‘Small Cap’ was de best presterende factor, ‘Min Vol’ de minste.
- Wat betreft landen (in lokale termen) presteerde Zuid-Korea goed in de EM index, en de VS in de DM index.

Aandelenrendementen

MSCI World sectoren



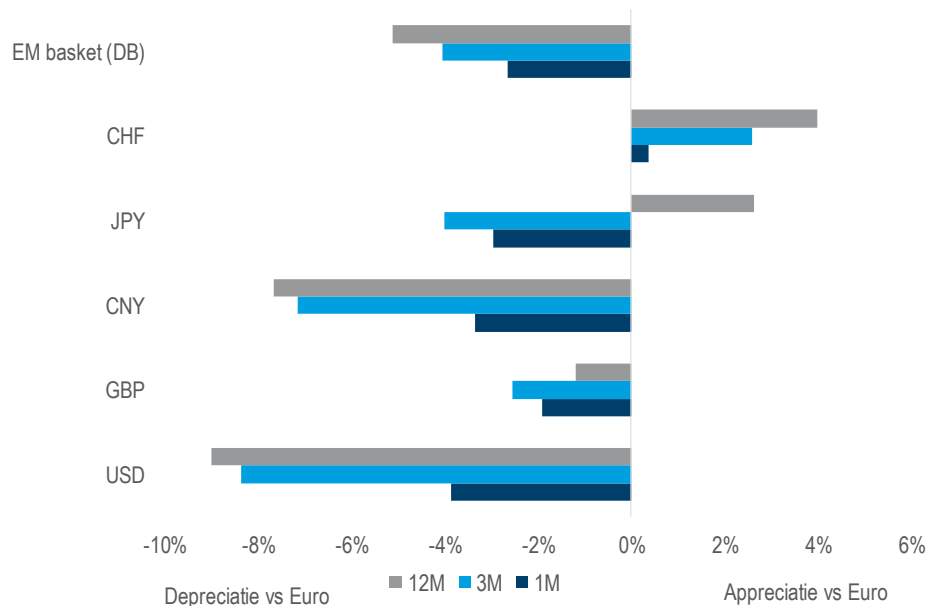
MSCI regio's (in lokale valuta)



Valutamarkten

Depreciatie USD zet door

Koersverandering valuta's t.o.v. de euro

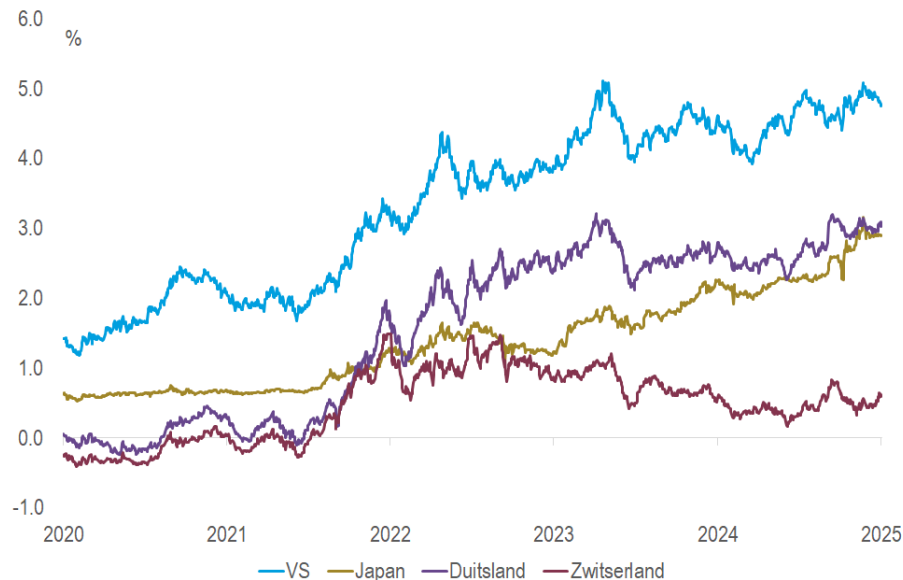


- De depreciatie van de USD ten opzichte van de euro zette afgelopen maand door. De koers steeg van 1,13 tot 1,18 per euro. Op een 1-jaars horizon is de USD inmiddels -9% gedeprimeerd.
- De USD depreciatie valt toe te schrijven aan onder meer de verwachting dat de Fed meer zal verlagen dan eerder gedacht.
- Voorts is het ook toe te wijzen aan de kracht van euro, aangezien andere valuta eveneens deprecieerden versus de euro, zoals het Britse pond en de Japanse yen.
- Alleen de Zwitserse frank hield stand versus de euro.

Renteontwikkeling

Gemengd beeld wereldwijd

30-jaars staatsrentes



- Staatsrentes lieten een gemengd beeld zien wereldwijd afgelopen maand.
- Staatsrentes in de VS daalden. Zo nam de 30-jaars UST rente af met 17 bps tot 4,76%. Gedaalde inflatieverwachtingen (af te lezen uit de inflatieswapmarkt) en toegenomen verwachting ten aanzien van Fed renteverlagingen zijn de voornaamste verklaring.
- De Duitse 30-jaars rente daarentegen steeg met 5 bps tot 3,03%. Toegenomen inflatieverwachtingen (mede door afnemende handelsoorlog spanning en tijdelijk hogere olieprijsen) en enig economisch optimisme waren de oorzaak.

Renteontwikkeling

Lichte rentestijging

30-jaars euro swaprente

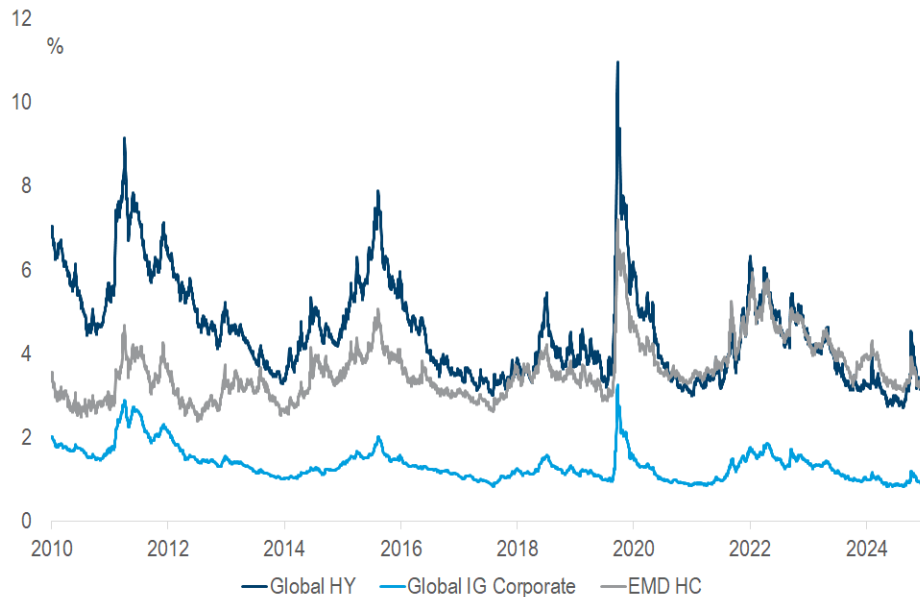


- De 30-jaars euro swaprente is afgelopen maand met 8 bps gestegen tot 2,71% (1 juli 2025).
- Dat is gedreven door een stijging van de 30-jaars reële swaprente component (met +3 bps tot 0,46%), alsook de 30-jaars euro inflatieswap component (met +5 bps tot 2,25%).
- De markten prijzen in dat de 30-jaars swaprente komende jaren iets zal stijgen tot 2,8% over vijf jaar.

Spread producten

Lagere spreads

Spreads versus risicovrije rentes



- Spreads op risicovolle obligaties daalden afgelopen maand. De High Yield spread nam af met -20 bps tot 3,09%, die op Global IG Corporate met -5 bps tot 0,89% en de spread op EMD HC eveneens met -12 bps tot 3,22%.
- Spreads liggen onder historische gemiddelden, met name in ontwikkelde markten gerelateerde spread categorieën.

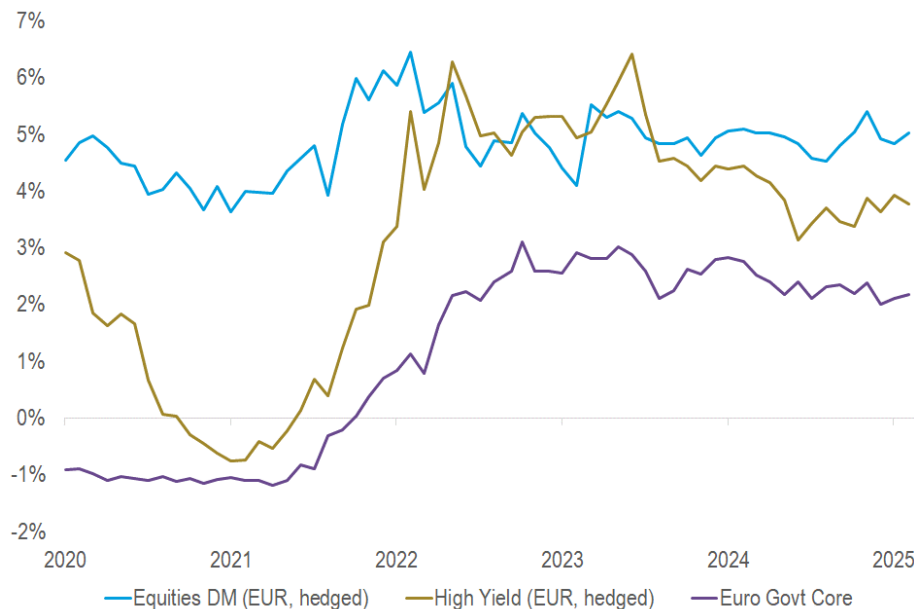
Capital Markets Assumptions



“Capital Market Assumptions”

Beperkte veranderingen afgelopen maand

Historisch verloop 5-jaars verwachte rendementen: enkele categorieën



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

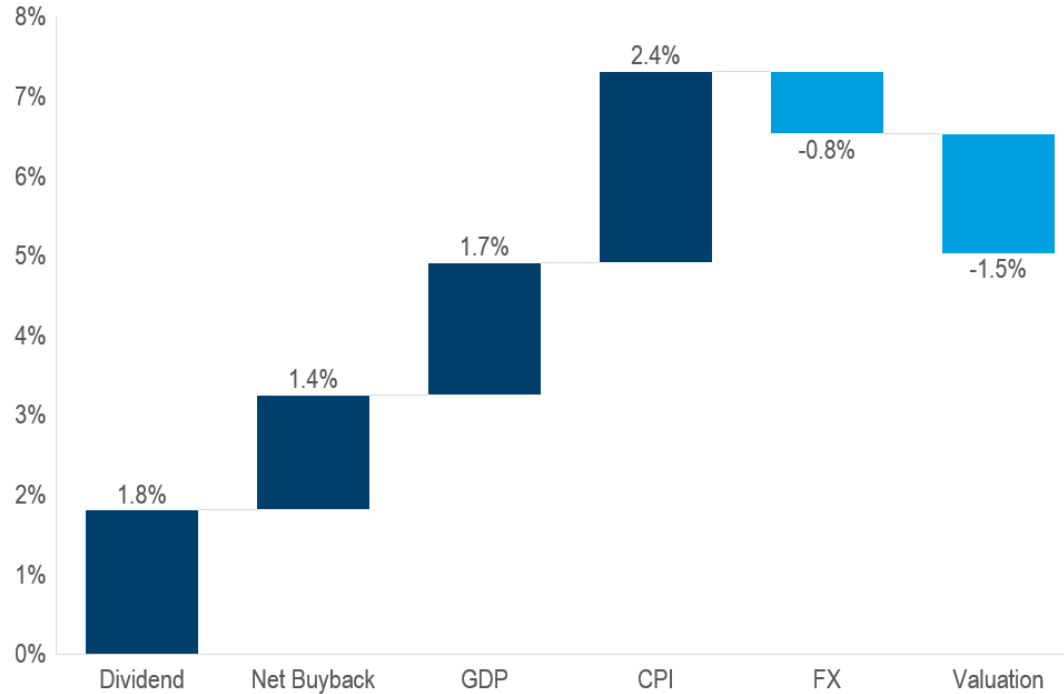
- De verwachte rendementen in ons CMA-model zijn beperkt gewijzigd afgelopen maand.
- Het verwachte rendement voor aandelen ontwikkelde markten is iets gestegen. Factoren zijn de hogere groeiverwachtingen en inflatieswaps alsook de afgenomen FX hedging kosten.
- Het verwacht rendement voor euro staatsleningen veranderde nagenoeg niet. Dat voor High Yield nam iets af in lijn met de gedaalde spreads.
- 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)	5.0%	5.5%	5.7%		14.5%	14.2%	13.2%	
Listed Equity	Equities emerging markets (EUR, unhedged)	6.4%	7.4%	7.8%		12.6%	14.1%	13.8%	
Listed Equity	Equities small caps (EUR, hedged)	5.3%	5.8%	6.0%		18.4%	18.1%	17.2%	
Listed Alternatives	Listed real estate (EUR, hedged)	5.0%	5.5%	5.7%		18.1%	17.0%	16.3%	
Listed Alternatives	Commodities (EUR, hedged)	8.8%	8.3%	8.3%		14.1%	13.8%	14.4%	
Listed Alternatives	Convertible bonds (EUR, hedged)	3.9%	4.5%	4.8%		11.5%	10.7%	9.9%	
Listed Alternatives	Catastrophe bonds (EUR, hedged)	7.8%	7.9%	8.0%		5.2%	4.6%	4.2%	
Non-listed Alternatives	Private Equity (EUR, hedged)	5.5%	6.0%	6.2%		16.8%	14.8%	13.9%	
Non-listed Alternatives	Non-listed real estate (EUR)	4.0%	4.5%	4.7%		9.9%	8.4%	8.9%	
Non-listed Alternatives	Infrastructure (EUR, hedged)	4.4%	4.9%	5.1%		12.6%	11.7%	11.0%	
Non-listed Alternatives	Dutch Residential mortgages (EUR)	3.5%	3.9%	4.2%		4.1%	3.3%	3.1%	
Non-listed Alternatives	Hedge Funds (EUR, hedged)	4.1%	4.5%	4.7%		4.2%	4.7%	4.6%	
Fixed Income	Emerging Markets Debt - HC (EUR, hedged)	5.3%	5.7%	5.9%		9.3%	9.0%	8.4%	
Fixed Income	Emerging Markets Debt - LC (EUR, unhedged)	4.7%	5.6%	6.1%		5.6%	8.2%	8.4%	
Fixed Income	High Yield (EUR, hedged)	3.8%	4.6%	5.1%		7.3%	7.9%	7.4%	
Fixed Income	Investment grade Euro Corporates (EUR)	3.0%	3.3%	3.4%		5.3%	4.8%	4.5%	
Fixed Income	Euro government bonds (EUR)	2.2%	3.0%	3.2%		6.5%	5.5%	5.3%	
Fixed Income	Euro government bonds core (EUR)	2.2%	2.9%	3.1%		6.8%	5.8%	5.5%	
Fixed Income	Euro government bonds core 10+ (EUR)	2.7%	3.1%	3.2%		13.5%	11.9%	11.5%	
Fixed Income	Euro government bonds non-core (EUR)	2.4%	3.4%	3.6%		6.3%	5.9%	6.4%	
Fixed Income	Inflation-linked Euro government bonds EUR)	1.9%	2.8%	3.1%		6.9%	6.0%	5.9%	
Fixed Income	Deposits (EUR)	2.2%	2.6%	2.8%		0.5%	0.5%	0.4%	

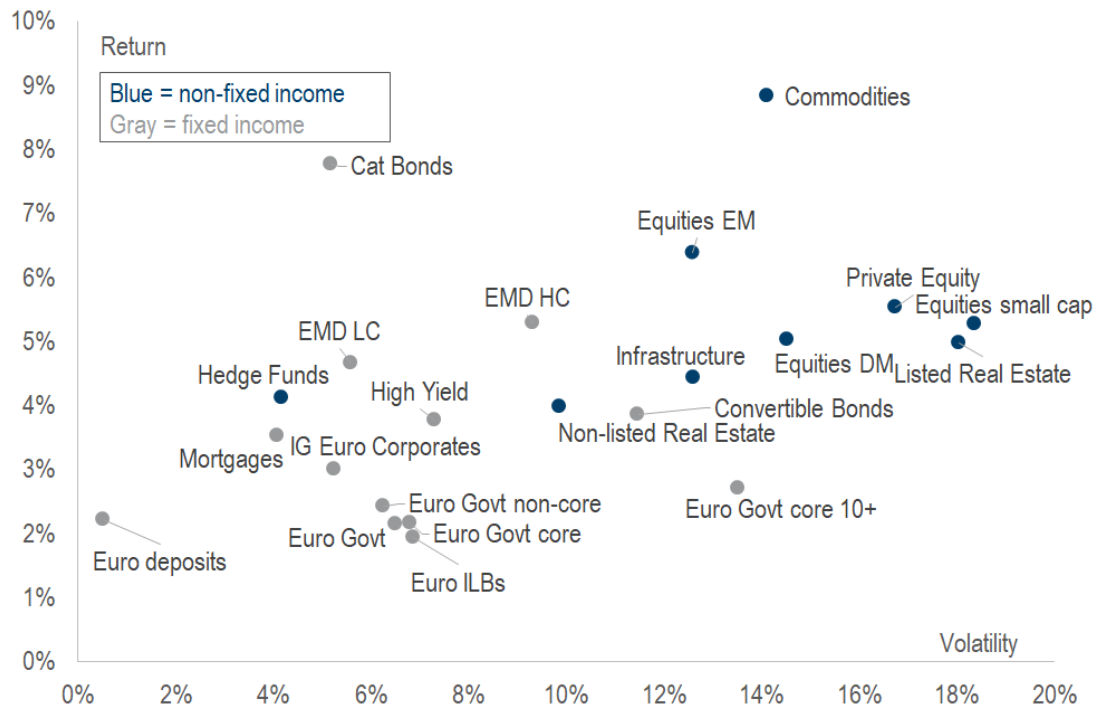
5-jaars verwacht rendement DM aandelen

De componenten



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.