

Macro & Markten & CMA update

Lange staatsobligaties
onder druk

September 2025

Investment Outlook 2026

Balanceren op Grote Hoogten



- In augustus hebben wij onze jaarlijkse Investment Outlook gepubliceerd met daarin de economische vooruitzichten, ontwikkelingen in de financiële markten, en onze “Capital Market Assumptions (CMAs)”

Samenvatting

- **Economische ontwikkelingen:** de economische cijfers waren afgelopen maand beter dan verwacht in zowel de VS als in de eurozone. De dienstensector zorgt nog steeds voor inflatie. Inflatieverwachtingen zijn nog in lijn met de doelstellingen van de centrale banken, maar de zorgen omtrent de onafhankelijkheid van de Fed en de handelsoorlog kunnen daar verandering in brengen.
- **Financiële markten:** aandelen ontwikkelde markten waren afgelopen maand de best presterende categorie, en aandelen opkomende markten de minste, uitgedrukt in euro's. De USD alsook lange Treasuries staan onder druk, door zorgen over de onafhankelijkheid van de Fed. Ook in de eurozone lieten lange rentes een stijging zien, met name in Frankrijk waar zich mogelijk een nieuwe politieke crisis aandient. Spreads hebben historisch lage niveaus bereikt en de goudprijs tot slot heeft een nieuwe 'all-time high' bereikt.
- **CMAs:** de verwachte rendementen in ons CMA-model zijn beperkt gewijzigd afgelopen maand. High Yield is minder aantrekkelijk geworden versus aandelen en staatsobligaties. Voorts geeft het CMA-model nog steeds aan dat Alternatives (Commodities en Cat Bonds) aantrekkelijk zijn alsook EM-gerelateerde categorieën (zowel binnen aandelen als binnen vastrentend).

Economische ontwikkelingen

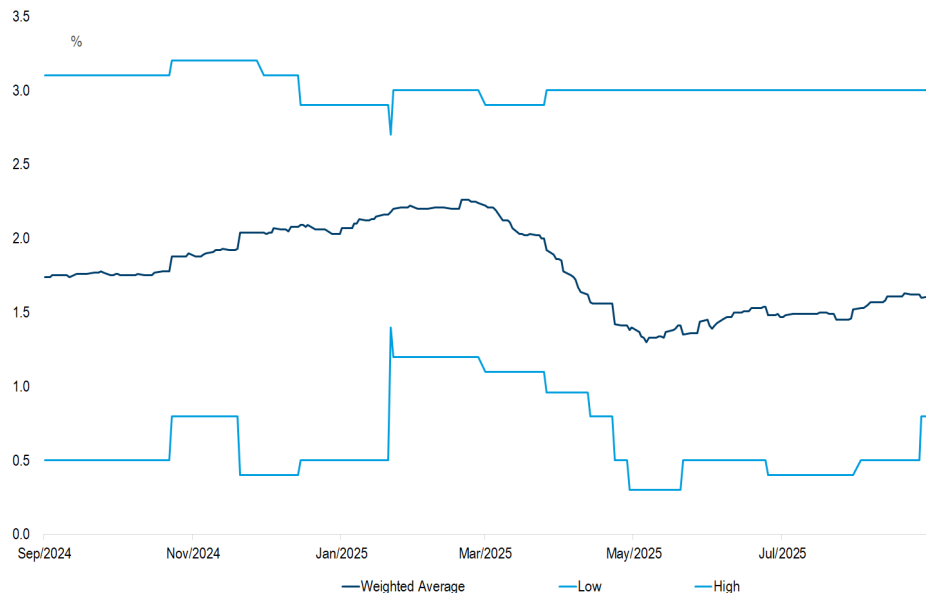
Groeiramingen omhoog



Economische ontwikkelingen

Sterker dan verwachte cijfers VS

Groeiverwachtingen voor de VS voor 2025



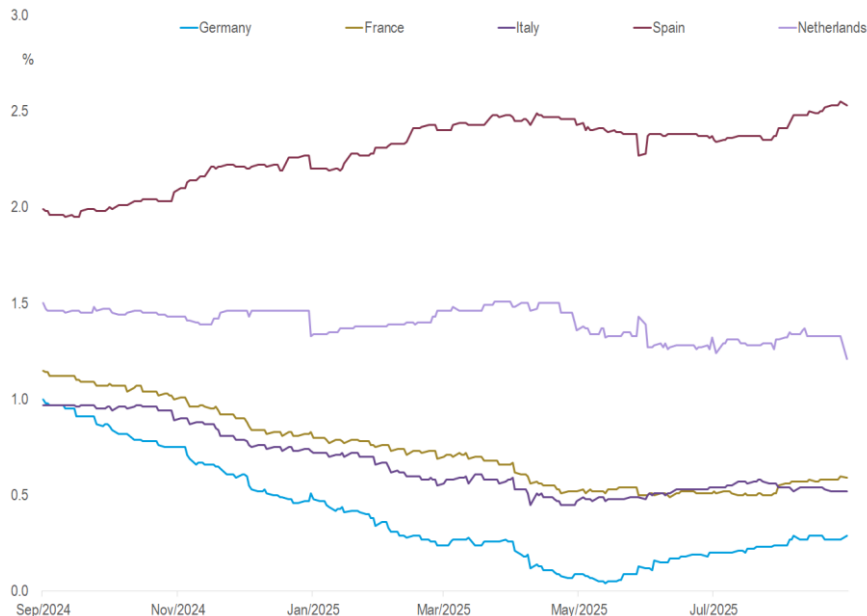
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 1 september 2025

- Het groeibeeld voor de VS is een achtbaanrit sinds het aantreden van Donald Trump, met eerst toenemend optimisme ingegeven door de plannen voor deregulering en belastingverlagingen, gevolgd door groeipessimisme als gevolg van zijn importtarievenbeleid.
- Afgelopen maand werd de 2025 consensusgroeiraming voor de VS weer iets opgehoogd met circa 15 bps tot 1,6%. De raming voor 2026 bleef grofweg ongewijzigd (1,66%). Dat was in lijn met de publicatie van economische cijfers die gemiddeld beter waren dan verwacht. Met name de PMI voor de maakindustrie was zeer sterk.
- Geen enkele econoom verwacht een recessie. Toch is de onzekerheid ten aanzien van de Amerikaanse economie groot door de wispelturigheid van het beleid van Trump, zijn aanvallen op de onafhankelijkheid van de centrale bank, en de mogelijkheid dat de importtarieven per 14 oktober illegaal worden verklaard door de rechtsprekende macht.

Economische ontwikkelingen

Positief momentum Spanje

2025 groeiverwachtingen voor de top-5 Eurozone

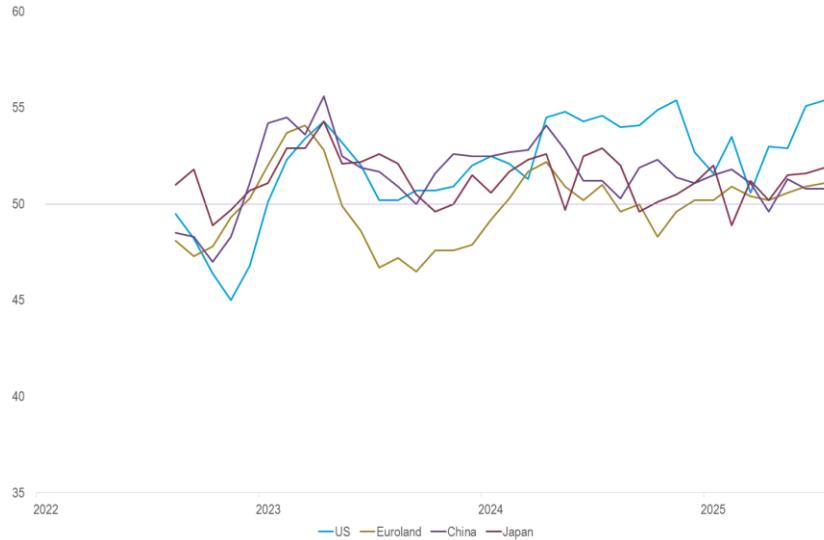


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 1 september 2025

- Evenals voor de VS is afgelopen maand ook in de eurozone sprake van (iets) beter dan verwachte economische cijfers (o.a. PMI maakindustrie), en is de gemiddelde groeiverwachting voor de eurozone opgehoogd voor 2025 en in mindere mate voor 2026. Voor beide kalenderjaren wordt 1,1% geraamd. En ook voor de eurozone geldt dat geen enkele econoom een recessie verwacht.
- Het groeibeeld loopt aanzienlijk uiteen in de eurozone, met aan de bovenkant een verwachte groei van 2,5% voor Spanje en aan de onderkant 0,3% voor Duitsland. Wel laat Duitsland sinds mei weer een positief momentum zien, ingegeven door o.a. de investeringsplannen van Merz. Opvallend is voorts dat de groeiraming voor Nederland al enkele maanden daalt.
- Frankrijk stevent mogelijk weer af op een politieke crisis, als de minderheidsregering de vertrouwensstemming op 8 september verliest. Dat zou slecht nieuws zijn voor de overheidsfinanciën en de Franse obligatiemarkt.

Macro indicatoren

Samengestelde 'Purchasing Manager Indices'



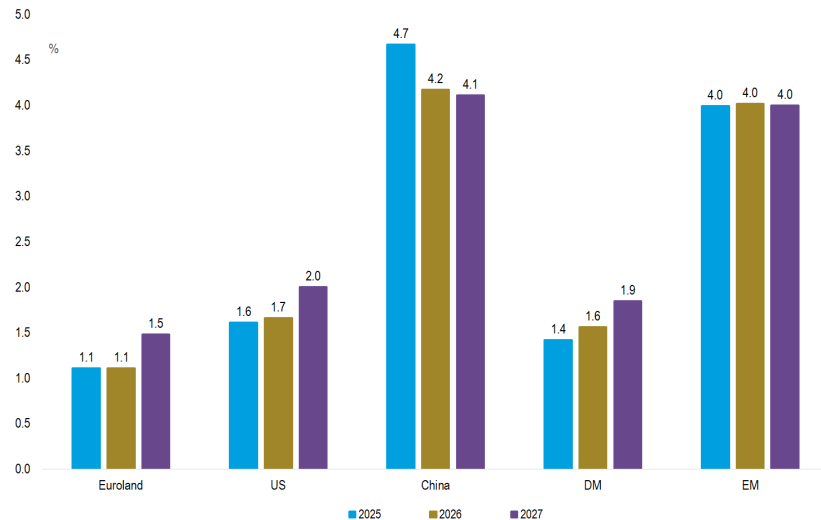
Citi "Economic Surprise" (CESI) indices



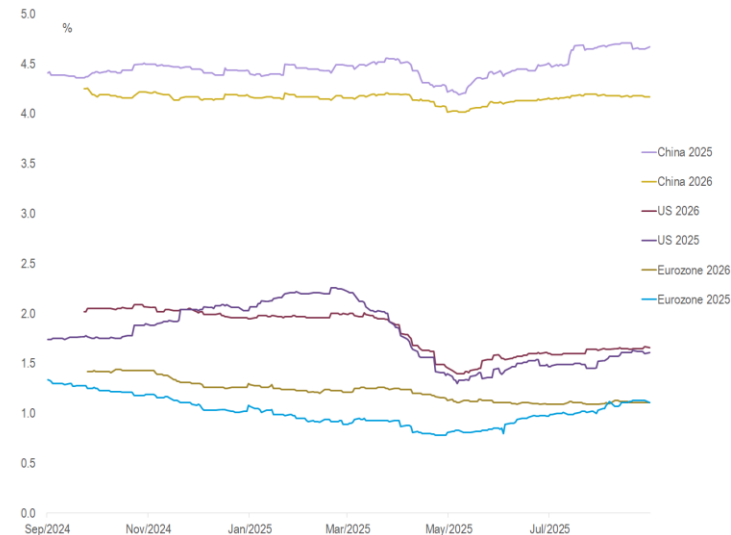
Bloomberg consensusverwachtingen BBP-groei

2025 ramingen opgehoogd afgelopen maand voor VS en eurozone

Groeiverwachtingen per kalenderjaar



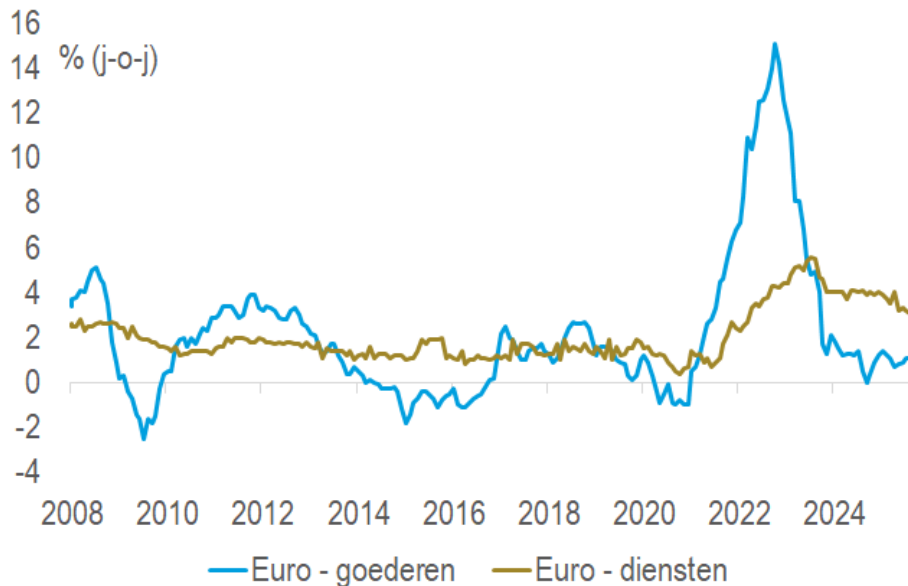
Groeiverwachtingen 2025 en 2026



Inflatieontwikkeling

Dienstensector voornaamste inflatiebron

Gerealiseerde inflatie in de eurozone

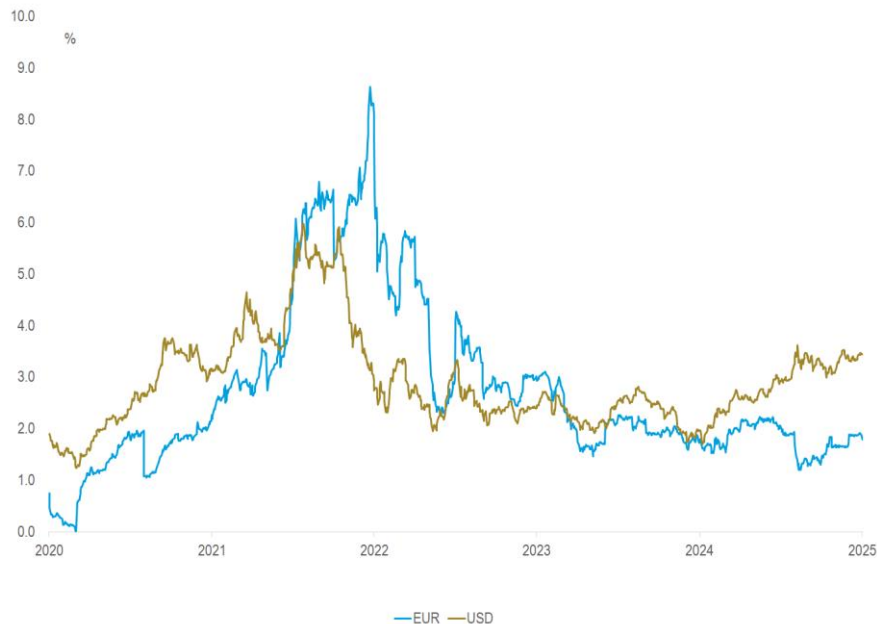


- De laatst bekende inflatiecijfers in de VS hebben betrekking op juli 2025 en gaven een gemengd beeld. De 'headline' inflatie bleek ongewijzigd op jaarbasis (2,7%) terwijl de consensus een licht toename had verwacht. De kerninflatie daarentegen steeg (van 2,9% tot 3,1%) iets meer dan verwacht (3,0%). De voornaamste inflatiedrijver is de dienstensector. De importtarieven zijn nog steeds niet duidelijk waarneembaar.
- In de eurozone liet de inflatie in augustus een lichte stijging zien op jaarbasis van 2,0% tot 2,1% (in lijn met de verwachting), en bleef de kerninflatie ongewijzigd op 2,3% daar waar de consensus uitging van een lichte daling (tot 2,2%).
- De dienstensector blijft de voornaamste inflatiebron. En Spanje is het land met de hoogste inflatie binnen de top-5 van de eurozone.

Inflatieverwachtingen

Divergentie tussen VS en eurozone

1-jaars inflatieswaps



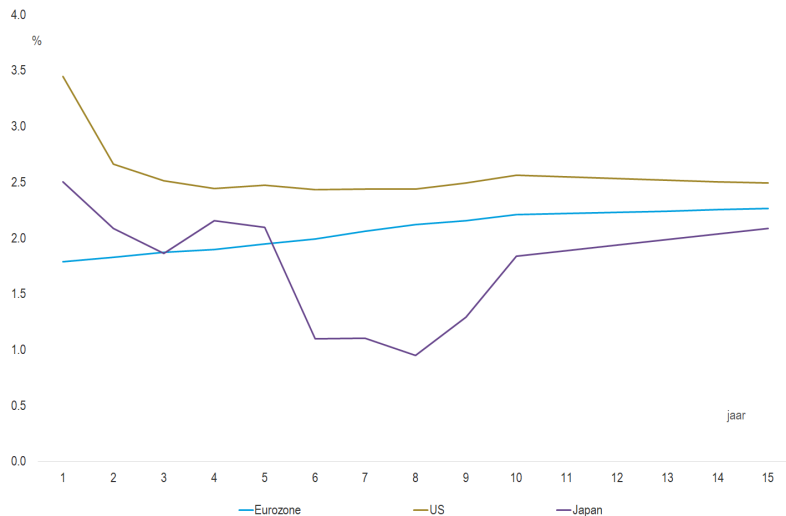
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 1 september 2025

- De handelsoorlog en Trumps importtarieven hebben in de VS gezorgd voor een stijgende 1-jaars inflatieswap afgelopen jaar met circa +1,5%-punt tot 3,44%. Afgelopen maand droegen zorgen omtrent de onafhankelijkheid van de Fed bij aan de inflatievrees.
- In de eurozone liet de 1-jaars inflatieswap afgelopen jaar –zoals verwacht mag worden als regio die getroffen wordt door importtarieven- juist een daling zien. Afgelopen maand steeg de 1-jaars euro ILS weer iets met 11 bps tot 1,79%.
- De consensusvoorspelling van economen en analisten voor de inflatie in de eurozone gaat uit van 2,1% in 2025 gevolgd door 1,9% in 2026 en 2,0% in 2027.

Inflatieverwachtingen

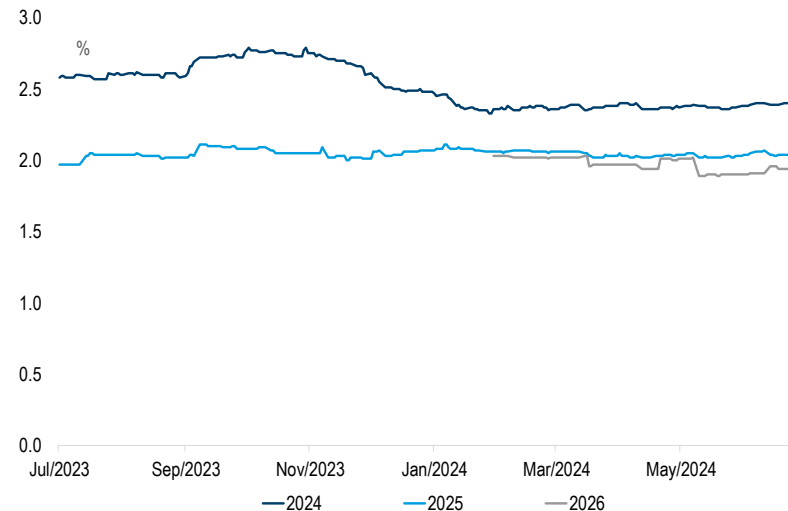
Grofweg in lijn met centrale bank doelstellingen

Het forward pad voor de 1-jaars inflatie op basis van inflatieswaps



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 1 september 2025

Bloomberg consensus inflatieverwachting eurozone



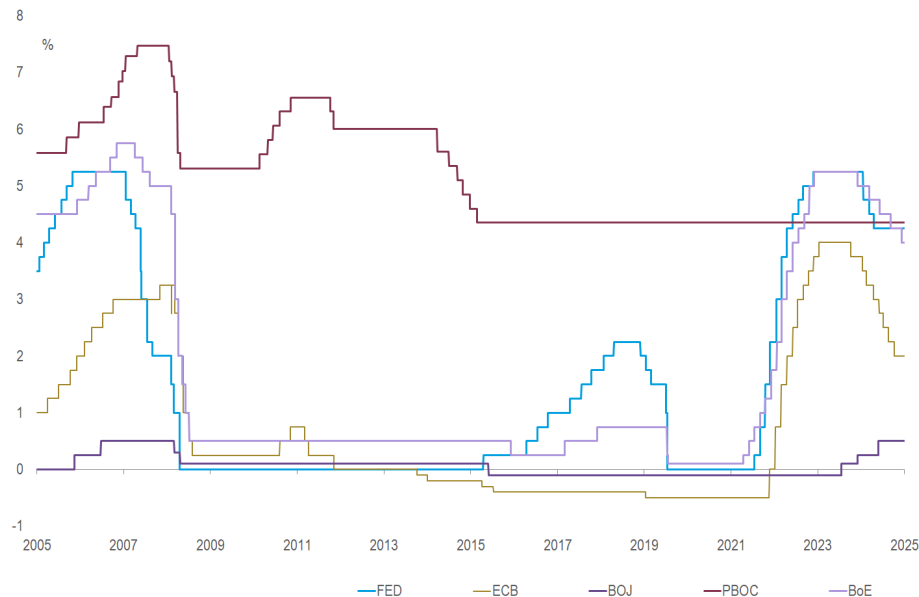
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 1 september 2025

De consensus gaat uit van een inflatie van circa 2% in de eurozone in de komende jaren

Monetair beleid

Trump blijft onafhankelijkheid Fed aanvallen

Centrale Bank tarieven

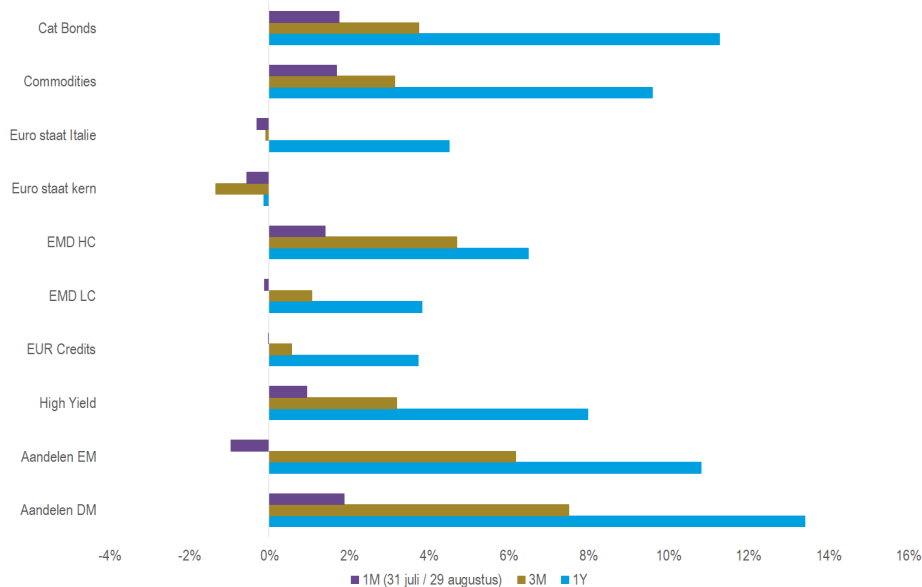


- De ECB kwam niet bijeen in augustus en de depositorente bleef 2,0%. De marktverwachtingen zijn niet significant gewijzigd. De consensus ziet gemiddeld nog 10 bps verruiming dit jaar.
- Ook de Fed kwam niet bijeen in augustus (rente bleef 4,25%-4,50%). Toch was het een bewogen maand. De aanvallen van Trump op de Federal Reserve en Powell hielden onverminderd aan. Daar kwam op 25 augustus het nieuws bij dat Trump Fed gouverneur Lisa Cook wil ontslaan (wegens vermeende fraude met een hypotheekaanvraag). Cook spreekt de beschuldigingen tegen (er is ook nog geen aanklacht), vecht dit juridisch aan, en is van plan haar termijn tot 2038 uit te dienen. Zorgen om de onafhankelijkheid zijn negatief voor de USD, inflatieverwachtingen, en lange US Treasuries.
- Voorts wijzigde de communicatie van Powell afgelopen maand, en verschoof de focus van inflatievrees (wegens de tarieven) naar de neerwaartse risico's voor de arbeidsmarkt (in zijn Jackson Hole toespraak). Per saldo is de markt afgelopen maand circa 10 bps meer renteverlaging door de Fed gaan inprijzen en verwacht men nu eind 2025 een -55 bps lager tarief.

Performance beleggingscategorieën

DM aandelen de winnaar en EM aandelen de verliezer

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

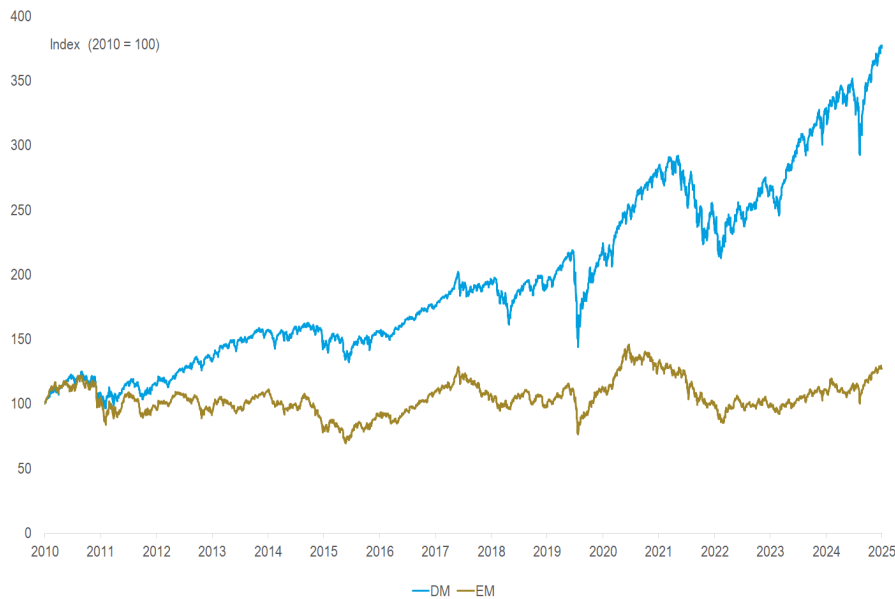


- Beleggingscategorieën lieten een gemengd beeld zien afgelopen maand in euro's
- DM aandelen waren de best presterende categorie (1,9% uitgedrukt op euro hedged basis), op de voet gevolgd door Alternatives: Cat Bonds (1,8%) en Commodities (1,7%)
- EM aandelen waren de verliezer (-1,0% op euro unhedged basis) wat toe te wijzen is aan valuta-effecten
- Ook staatsobligaties rendeerden negatief
- Spread producten presteerden gemengd

Aandelenmarkten

Weer ATH op USD-basis, niet op EUR-basis

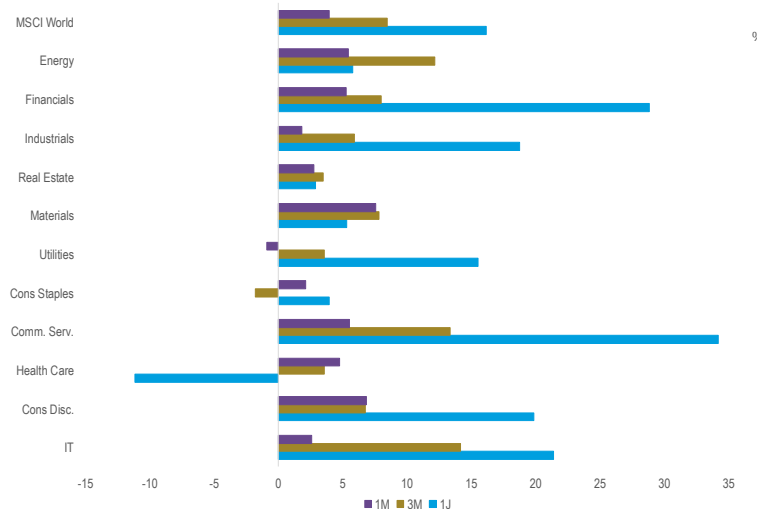
Aandelenkoersen (MSCI indices)



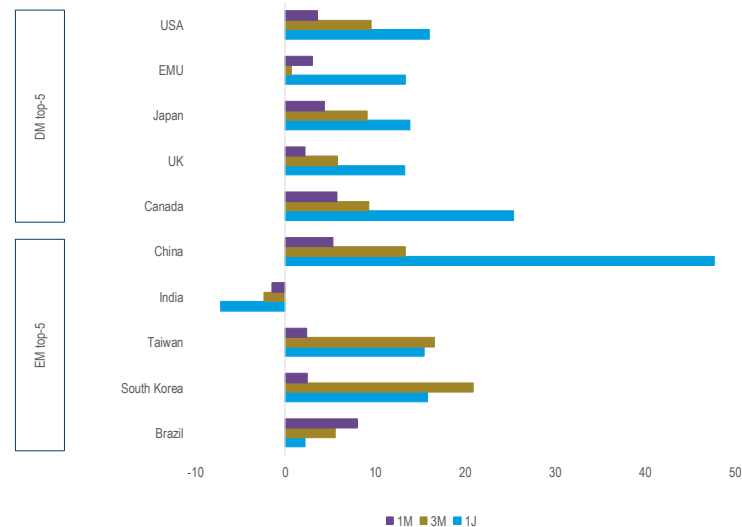
- Beter dan verwachte economische cijfers en een toegenomen kans op een Fed renteverlaging droegen onder ander bij aan een positieve aandelenmarkt. De MSCI World Index bereikte een nieuwe 'all-time high (ATH)' uitgedrukt in USD. In euro-termen noteert de index nog circa 5% lager dan de piek uit februari.
- Op een 1-maands horizon leverden aandelen ontwikkelde markten een positief rendement van +1,9% op euro-hedged basis, terwijl aandelen opkomende markten negatief rendeerden (-1,0%) op euro-unhedged basis als gevolg van een depreciatie van EM valuta versus de euro. In lokale termen was wel sprake van stijgende koersen in opkomende markten.
- Materials was de best presterende sector in de MSCI World Index, Utilities de slechtste.
- Small Cap was de best presterende Factor, en MinVol de Factor met het laagste rendement.
- Canada was de best presterende regio (van de top-5) in de MSCI World Index, en Brazilië in de MSCI EM Index. India viel op met een negatief rendement.

Aandelenrendementen

MSCI World sectoren



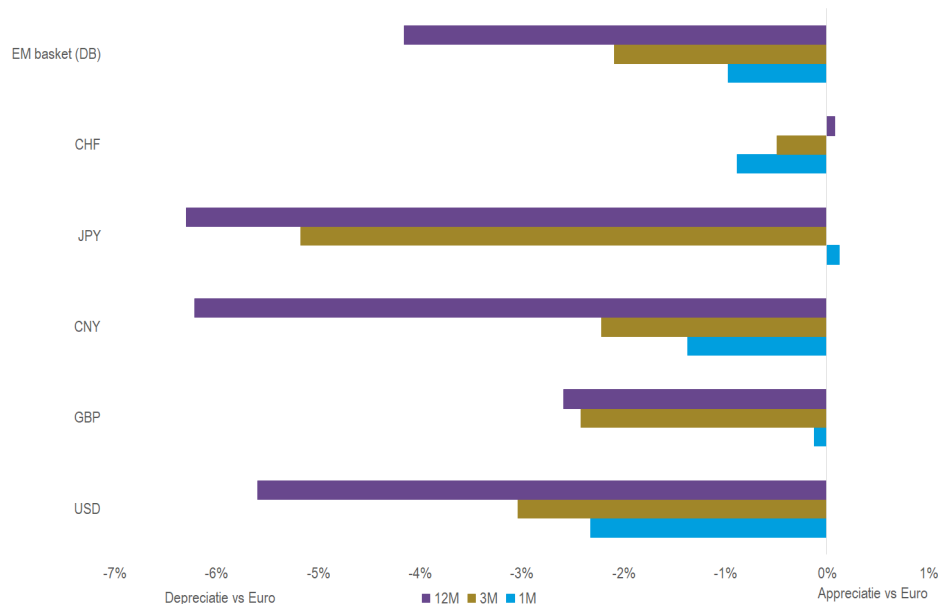
MSCI regio's (in lokale valuta)



Valutamarkten

Depreciatie USD zet door

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

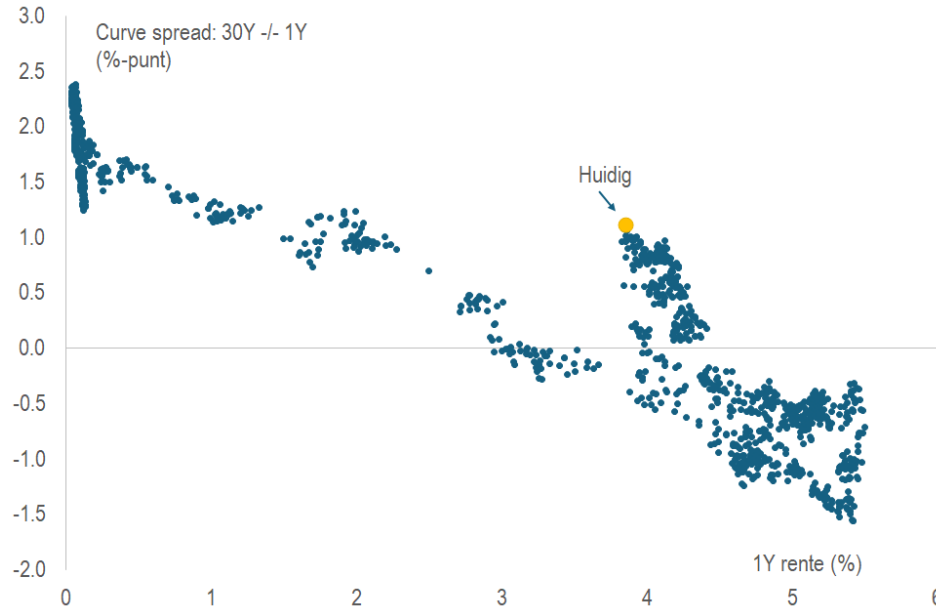


- Ondanks de publicatie van beter dan verwachte Amerikaanse economische cijfers depreciëerde de US dollar -2%% ten opzichte van de euro (tot 1,17).
- Een mogelijke oorzaak zijn de zorgen van beleggers over de onafhankelijkheid van de Federal Reserve en de beleidsonzekerheid in de VS. Voorts gaf de Zwitserse centrale bank (SNB) aan een significant deel van de USD reserves te draaien naar euro's.
- Niet alleen versus de USD wist de euro te appreciëren, maar ook versus opkomende markten valuta inclusief de Chinese renminbi, en de Zwitserse frank.
- De koersen versus de Japanse yen en het Britse pond bleven grofweg ongewijzigd.

Renteontwikkeling

Lange US Treasuries onder druk

Amerikaanse rentetermijnstructuur relatief steil (dagelijkse data afgelopen vijf jaar)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 1 september 2025

- De aanvallen van Trump op de onafhankelijkheid van de Amerikaanse centrale bank zijn zichtbaar in de financiële markten.
- Zo daalden afgelopen maand korte rentes in de VS (toegenomen kans dat de Fed gaat verlagen), terwijl lange US Treasuries rentes stegen door toegenomen zorgen van beleggers over inflatie en de onafhankelijkheid van de Fed. De Amerikaanse rentetermijnstructuur is momenteel relatief steil gegeven het renteniveau.
- Een andere manier waarop het afnemende 'exceptionalisme' van Amerikaanse assets valt af te lezen is dat de USD is gedeprimeerd sinds 'Liberation day', terwijl de lange rentes in de VS zijn gestegen.

Renteontwikkeling

Franse obligaties onder druk

30-jaars euro staatsrentes

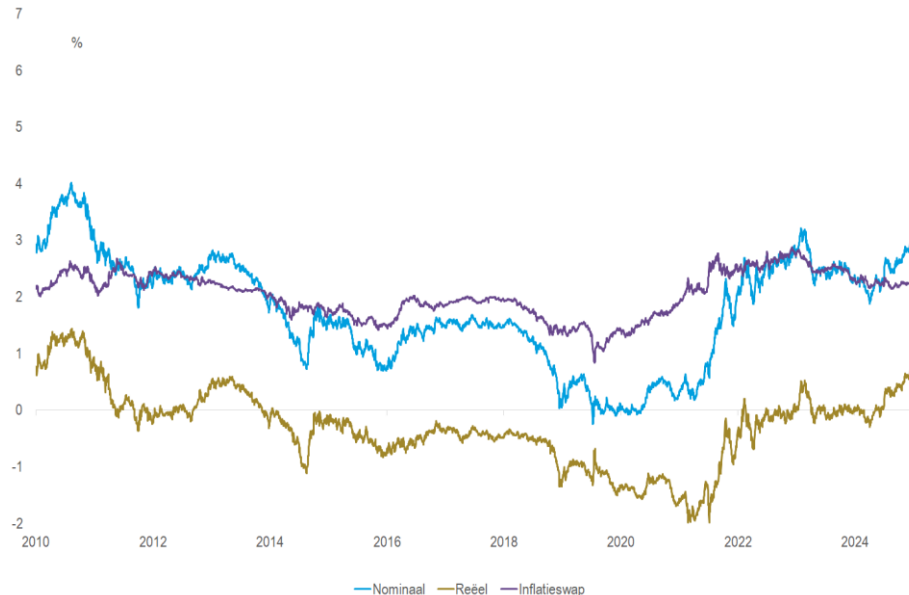


- Niet alleen in de VS, maar ook in de eurozone lieten lange rentes een stijging zien afgelopen maand. Deels valt dit te verklaren door hogere reële rentes gedreven door hogere groeiverwachtingen. Zo steeg de Duitse 30-jaars staatsrente met 20 bps tot 3,4%.
- Voor overheden met een lagere kredietwaardigheid dan Nederland en Duitsland (beide AAA), spelen ook toenemende zorgen omtrent de overheidsfinanciën een rol. Dat blijkt ook uit het feit dat voor AA-rating landen zoals Frankrijk, België en Oostenrijk de Credit Default Swap Spreads opliepen.
- Met name Franse obligaties staan onder druk door de hoge staatsschuld, forse begrotingstekorten, en een nieuwe naderende politieke crisis met de vertrouwensstemming die op 8 september zal plaatsvinden ten aanzien van de minderheidsregering en haar bezuinigingsplannen. Zo is de Franse 30-jaars rente met 35 bps gestegen tot 4,5%, zelfs hoger dan tijdens de euro crisis in 2011. Franse obligaties handelen steeds meer in lijn met Italiaanse staatsobligaties in plaats van Duitse obligaties.

Renteontwikkeling

Hogere reële rente in de eurozone

30-jaars euro swaprente

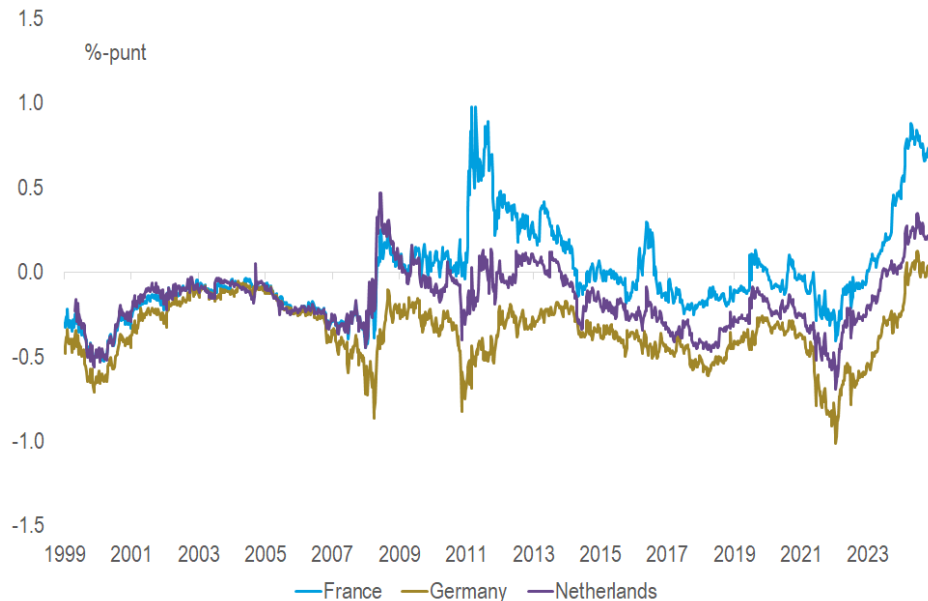


- De 30-jaars euro swaprente is in augustus met 8 bps gestegen tot 2,92%. Dat is volledig gedreven door een stijging van de 30-jaars reële swaprente component (met +9 bps tot 0,69%). De 30-jaars euro inflatieswap component daarentegen nam marginaal af (met 1 bps tot 2,23%).
- De markten prijzen in dat de 30-jaars swaprente komende jaren iets zal toenemen tot 3,13% over vijf jaar.

Euro staat-swap spreads

Ommekeer mogelijk komend jaar

10-jaars renteverschillen: staat minus swap



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, augustus 2025

■ Terugblik

- Rentever schillen tussen staatsobligaties uit euro kernlanden en renteswaps zijn het afgelopen jaar gestegen, met name in de lange looptijden en met name bij overheden met een lagere kredietwaardigheid zoals Frankrijk.
- Oorzaken: toenemende staatsschuld, verdere afbouw van de opkoopprogramma's van de ECB.
- Hogere renteafdekking Nederlandse pensioenfondsen heeft mogelijk ook een rol gespeeld.

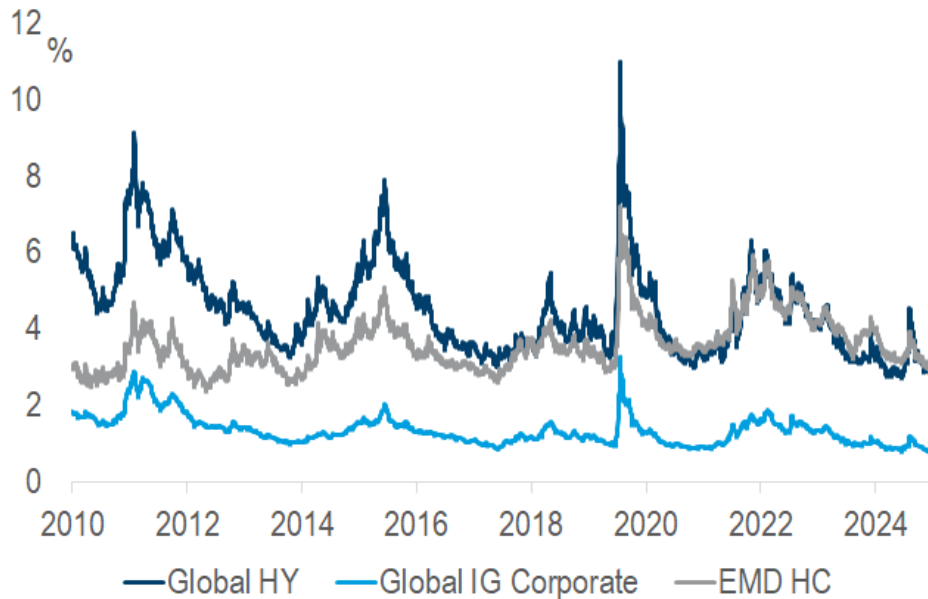
■ Vooruitblik

- De markt prijst een verdere toename van staat-swap spreads in.
- Wij denken echter dat swap spreads weer kunnen dalen wegens de transitie naar Wtp.

Spread producten

Historisch lage spreadniveaus

Spreads versus risicovrije rentes



- Spreads op risicovolle obligaties bereikten in augustus historisch lage niveau's. Voor lagere niveaus moet teruggegaan worden tot 2007 (voorafgaand aan de Lehman crisis). Dat geldt voor HY, IG Corp, alsook voor EMD HC.
- Verwachte rendementen op spread producten zijn minder aantrekkelijk geworden afgelopen maanden versus staatsobligaties en aandelen.
- Binnen spread producten zijn EMD LC obligaties het aantrekkelijkst w.b.t. rendement/risico.
- Lage spreads impliceren dat de markt geen recessie in de VS verwacht (wat in lijn is met de consensus onder economen).
- De voornaamste risico's voor de spread categorieën zijn de handelsoorlog, oplopende defaults en een stijgende rente.

Goud

Nieuwe 'all-time high'

Spotprijs goud (in USD)



- De goudprijs steeg afgelopen maand 4% en bereikte daarmee een nieuwe 'all-time high'. De spotprijs bedraagt momenteel USD 3497.
- Een verklaring is de gedaalde korte (reële) rente, waardoor de 'opportunity' kosten van het aanhouden van goud zijn afgenomen.
- Een andere verklaring is de toegenomen inflatievrees, mede door de aanvallen van Trump op de onafhankelijkheid van de Amerikaanse centrale bank.

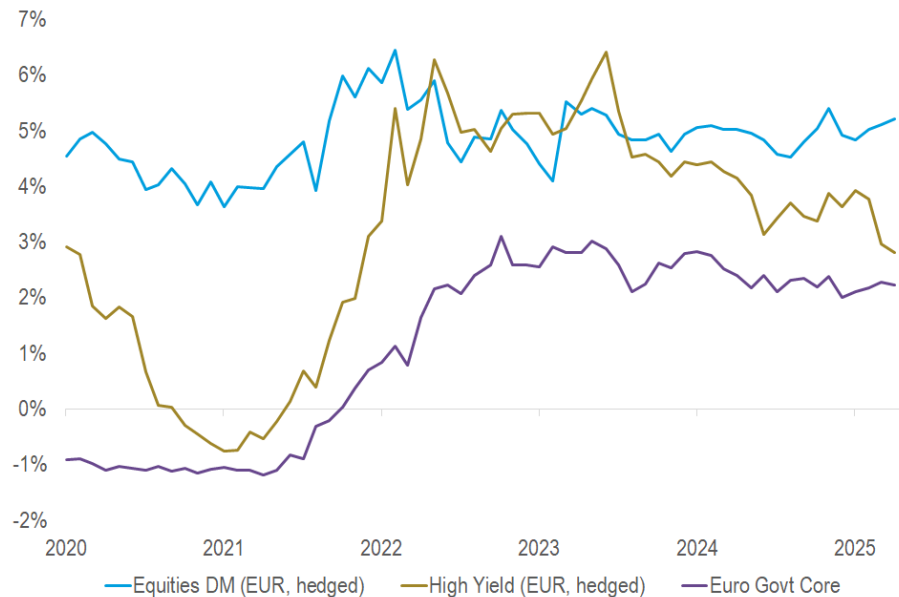
Capital Markets Assumptions



“Capital Market Assumptions”

High Yield minder aantrekkelijk

Historisch verloop 5-jaars verwachte rendementen: enkele categorieën



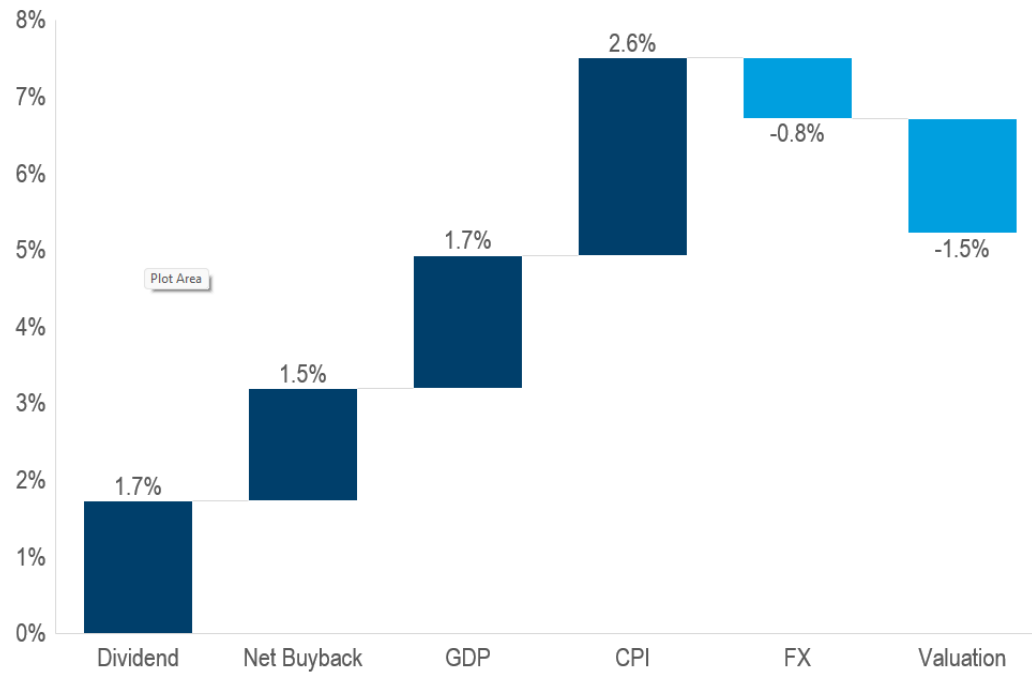
- De verwachte rendementen in ons CMA-model zijn beperkt gewijzigd afgelopen maand.
- De voornaamste observatie is dat afgelopen twee maanden –als gevolg van lagere spreads- het verwacht rendement op High Yield is gedaald, zowel absoluut als in verhouding tot andere categorieën.
- Nog steeds geeft het CMA-model aan dat Alternatives aantrekkelijk zijn alsook EM-gerelateerde categorieën (zowel binnen aandelen als binnen vastrentend).

“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)	5.2%	5.6%	5.7%		14.5%	14.2%	13.0%	
Listed Equity	Equities emerging markets (EUR, unhedged)	6.3%	7.1%	7.5%		12.4%	13.9%	13.8%	
Listed Equity	Equities small caps (EUR, hedged)	5.5%	5.8%	6.0%		18.4%	18.1%	16.9%	
Listed Alternatives	Listed real estate (EUR, hedged)	5.1%	5.5%	5.7%		18.0%	16.9%	16.2%	
Listed Alternatives	Commodities (EUR, hedged)	8.9%	8.4%	8.6%		14.0%	13.3%	14.2%	
Listed Alternatives	Convertible bonds (EUR, hedged)	3.8%	4.4%	4.8%		11.2%	10.7%	9.9%	
Listed Alternatives	Catastrophe bonds (EUR, hedged)	7.1%	7.4%	7.7%		5.2%	4.7%	4.2%	
Non-listed Alternatives	Private Equity (EUR, hedged)	5.7%	6.1%	6.2%		16.6%	14.6%	13.5%	
Non-listed Alternatives	Non-listed real estate (EUR)	4.1%	4.5%	4.7%		9.8%	8.3%	8.0%	
Non-listed Alternatives	Infrastructure (EUR, hedged)	4.6%	4.9%	5.1%		12.5%	11.7%	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%		4.1%	4.7%	4.5%	
Fixed Income	Emerging Markets Debt - HC (EUR, hedged)	5.0%	5.5%	5.8%		9.1%	9.0%	8.4%	
Fixed Income	Emerging Markets Debt - LC (EUR, unhedged)	4.6%	5.6%	6.2%		5.6%	8.2%	8.4%	
Fixed Income	High Yield (EUR, hedged)	3.5%	4.5%	5.1%		7.2%	7.9%	7.4%	
Fixed Income	Investment grade Euro Corporates (EUR)	2.9%	3.3%	3.5%		5.2%	4.8%	4.5%	
Fixed Income	Euro government bonds (EUR)	2.2%	3.1%	3.4%		6.5%	5.4%	5.2%	
Fixed Income	Euro government bonds core (EUR)	2.2%	3.0%	3.3%		6.8%	5.7%	5.4%	
Fixed Income	Euro government bonds core 10+ (EUR)	2.5%	3.1%	3.4%		13.5%	11.6%	11.4%	
Fixed Income	Euro government bonds non-core (EUR)	2.5%	3.5%	3.7%		6.2%	5.7%	6.4%	
Fixed Income	Inflation-linked Euro government bonds EUR)	2.1%	2.9%	3.2%		6.8%	6.0%	5.9%	
Fixed Income	Deposit's (EUR)	2.3%	2.7%	2.9%		0.5%	0.5%	0.4%	

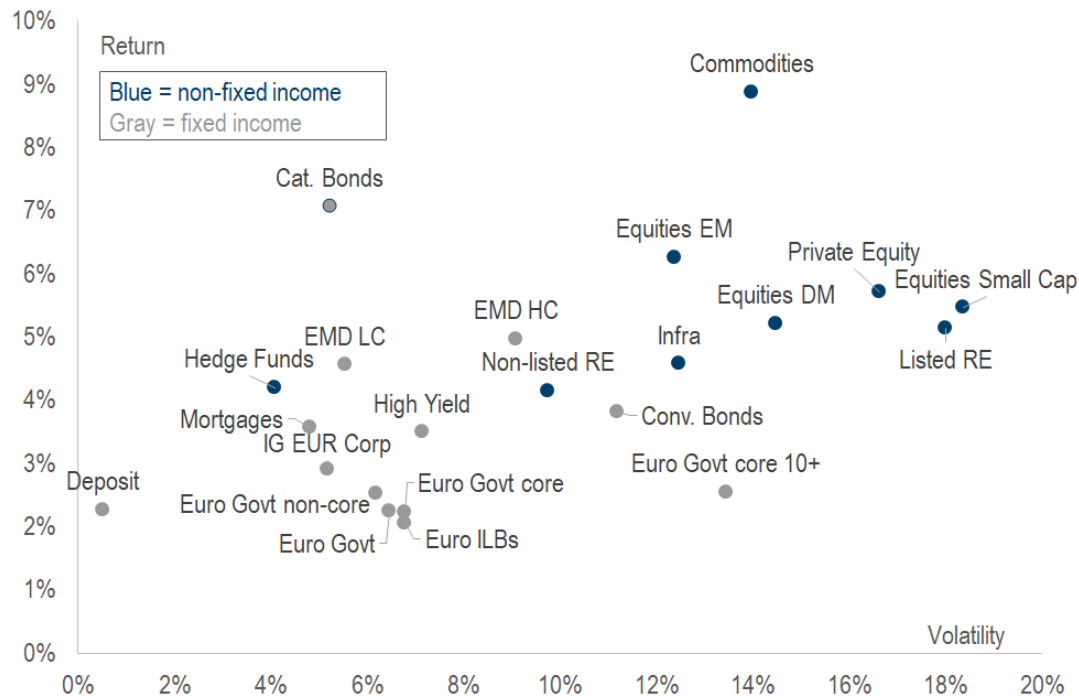
5-jaars verwacht rendement DM aandelen

De componenten



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.