

Onze blik op 2025

Luxemburg – 15 januari 2025. De markten begonnen enthousiast aan 2025, maar sterke economische data in de VS deden de zorgen rond een mogelijk strengere Fed toenemen. Hoe realistisch zijn Amerikaanse renteverhogingen in 2025? Wat met de bubbelgeluiden rond AI? Wat met de Europese marktcontext? En hoe positioneren we onze portefeuilles aan de start van een nieuw beursjaar? We beantwoorden al deze vragen in deze eerste nieuwsbrief van 2025.

Nu we 2024 volledig achter ons hebben gelaten, kunnen we er finaal op terugblikken. Dat kan eigenlijk vrij bondig: de aandelenmarkten presteerden uitstekend, met vooral – wederom – een exceptionele prestatie in de VS. De mega caps, en meer specifiek de “Magnificent 7”, profiteerden volop van de AI-trend. Het verschil tussen deze megacaps en de overige beursgenoteerde bedrijven is daardoor enorm toegenomen. Dit prestatieverschil is niet nieuw, maar eerder een voortzetting van de trend die we sinds 2023 al waarnemen. De kloof, waarbij large-cap aandelen aanzienlijk beter presteren dan small-cap aandelen, begint inmiddels toch wel opmerkelijk te worden.



Verder zagen we dat Europa en opkomende markten achterbleven, maar daarover later meer.

Bubbel?

Door de AI-hausse blijven ook de geluiden van een markt bubbels weerklinken. Laten we er even de kenmerken van zo'n zeepbel bijnemen, naar de definitie van de Amerikaan Howard Marks, medeoprichter van het internationale investeringsbedrijf Oaktree Capital Management. Ten eerste gaat een bubbel volgens hem gepaard met sterk stijgende prijzen. Ten tweede heerst er in zo'n marktsituatie een sterk optimisme dat het niet kan

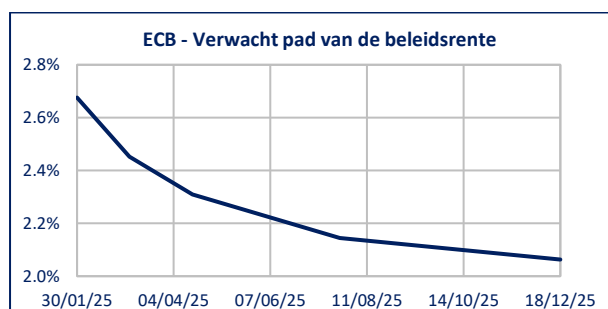
misgaan met de betrokken bedrijven. En ten derde zie je bij een bubbel kopers die uit een vorm van Fear Of Missing Out (“FOMO”) aan eender welke prijs aandelen kopen zonder naar waarderingen te kijken. De uitspraak ‘This time is different’ rechtvaardigt belachelijke waarderingen en irrationaliteit.

We kunnen concluderen dat de Amerikaanse markt momenteel duur gewaardeerd staat, vooral wanneer we de koers-winstverhoudingen van de mega cap-bedrijven bekijken. Echter, koers-winstverhoudingen zijn steeds relatief. Er zijn namelijk sterke onderliggende winsten en cashflows die deze waarderingen in sommige gevallen rechtvaardigen. De Magnificent Seven behoren tot de meest toonaangevende en winstgevende bedrijven ter wereld. Er is volgens ons dan ook geen sprake van een bubbel zoals de dotcom-zeepbel rond de eeuwwisseling of de financiële crisis van 2008-2009, waarbij van winstgevendheid bij de betrokken bedrijven veel minder sprake was. Bij de huidige dure en dus fragielere markt wordt de kans op een tussentijdse correctie wel hoger. Bij eventueel slecht nieuws, zoals bijvoorbeeld een belangrijke earningsmiss, kunnen de markten gevoelig zijn voor een tactische terugval. Maar dat betekent echter niet dat er de komende maanden met zekerheid een terugval zal plaatsvinden. Er moet nog steeds een specifieke trigger zijn die een dergelijke marktbeving kan initiëren. We verwachten niet direct tegenvallende kwartaalresultaten. Volgens ons is het momenteel nog niet de het moment is om te voortvarend te zijn, we bouwen wel wat defensiviteit in, maar we blijven volop belegd, ook in de sterke mega caps.

Wat met Europa?

Zoals beloofd, een kort woordje over Europa, dat in 2024 op de markten nauwelijks kon bijbenen met de VS. Het oude continent kampt met een overmatige regeldruk en staat voor grote demografische en productiviteitsuitdagingen op de lange termijn. Zoveel is al enige tijd duidelijk. De neerwaartse risico's voor de economische groei in Europa liggen dan ook voor de hand. Als de centrale bank een echt stimulerend beleid wil voeren dat de groei een impuls geeft, zal de beleidsrente in Europa, die momenteel rond de 3% ligt, verder omlaag moeten, en misschien wel structureel laag moeten blijven. In Europa zien we bovendien dat na een lange periode van Quantitative Easing (QE), waarbij de ECB meer obligaties kocht dan de jaarlijkse uitgifte door eurozonelanden, het huidige beleid van renteverstrakking en bijhorend

programma van Quantitative Tightening (QT) ertoe leidt dat een groot deel van de overheidsschuld nu door de privésector moet worden gefinancierd. Deze sector zal recordbedragen van obligaties op haar balans moeten opnemen, wat mogelijk kan leiden tot hogere financieringskosten in de eurozone. Dit zou op zijn beurt weer een nieuwe QE-impuls van de ECB kunnen uitlokken. Ons basisscenario gaat er dan ook van uit dat de monetaire beleidsrente en de langetermijnrentes in de eurozone zullen dalen. We geven ook nog mee dat hoewel een lage rente de economie meer ruimte kan geven om te groeien, het geen blijvende oplossing biedt voor het structurele probleem rond demografie, productiviteit en excessieve regelgeving. We zien verder ook dat binnen de eurozone, de inflatie wel weer is aangewakkerd, gedreven door de prijzen van voedsel en energie, en de inflatie van diensten die nu al een tijd stabiel op 4 procent blijft. Maar wij denken dat de ECB zich meer zorgen moet maken over de vooruitzichten qua economische groei dan over die recente inflatieverrassing.

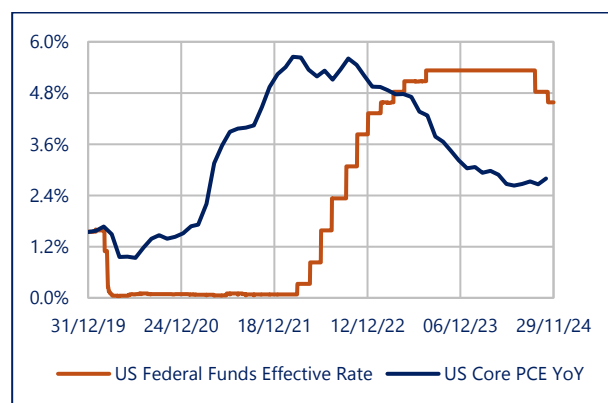


Euro vs. dollar

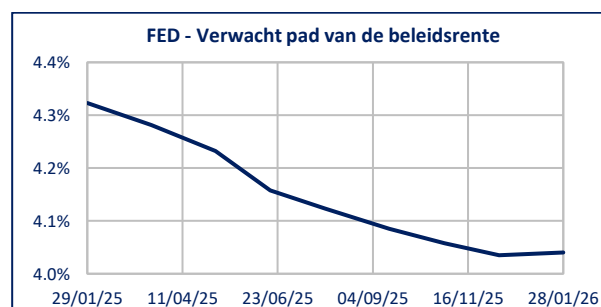
De verwachte lage rente in Europa is uiteraard ook negatief voor de euro ten opzichte van andere munten, zoals de dollar. De VS staan er veel beter voor, aan de vooravond van een Trump 2.0 administratie en haar pro-business en America First-beleid. Trumps plannen lijken op het eerste gezicht inflationair – lokaal produceren en importtarieven zijn duurder dan goedkoop en efficiënt importeren – maar vaak is dat niet zo omdat de andere landen hun munt – bewust of onbewust – devalueren ten opzichte van de dollar. Dat is exact wat er ook in 2016 en 2017 gebeurde. Een sterke Amerikaanse dollar verlicht de impact van tarieven op de consument en zo kunnen tarieven net minder inflatoir worden. Op de lange termijn zijn we dus zeer positief op de dollar ten opzichte van de euro.

Hawkish Fed

Fed-voorzitter Powell sprak in december met strenge taal en gaf aan dat de beleidsrente niet snel verder zal worden verlaagd, gezien de sterke arbeidsmarkt (het laatste banenrapport was een stuk sterker dan verwacht) en de inflatierisico's. Zo verwees Powell indirect naar het Trump-beleid dat mogelijk inflatoir zal zijn. Momenteel prijst de markt zelfs een kans van 40 procent in dat de Fed de rente dit jaar zal moeten verhogen. Volgens ons is dit echter overdreven. De Amerikaanse kerninflatie staat op 2,5% en de beleidsrente op 4,25%, wat betekent dat er net ruimte is om de rente te verlagen.



Bovendien zal Trump waarschijnlijk alle druk uitoefenen die hij kan om dat te realiseren. Op de kortere termijn zijn we dan ook van mening dat ook dat de strenge renteverwachtingen gaan temperen en dat de langetermijnrente in de VS zal dalen en normaliseren: als er al inflatie-effecten zijn, dan zijn die nog ver weg. En er komt ook wel eens een vertraging in de arbeidsmarkt of andere zwakkere economische parameters die iedereen wakker schudden. Op het moment dat de strenge renteverwachtingen normaliseren richting een realistisch scenario kan dat wel tijdelijk negatief zijn voor de dollar.



Onze portefeuilles

Over naar de positionering waarmee we onze portefeuilles in 2025 aanvatten. Qua aandelen blijven we vooral focussen op de VS: we combineren ons luik mega caps met een iets groter accent in small caps, gelet op hun aantrekkelijkere – maar ook niet goedkope – waarderingen enerzijds en het Trump 2.0-beleid die waarschijnlijk kleine bedrijven zal begunstigen. Naast de VS kijken we ook naar India. Op de lange termijn is dat de interessantste opkomende markt. Andere opkomende markten zoals China zitten dan weer met structurele en demografische problemen. India stond lange tijd duur geprijsd, maar heeft recent een terugval gekend. Dat vonden wij een mooi instapmoment vanuit een diversificatieperspectief.

Wat betreft sectoren blijven we geloven in een ommekeer voor vastgoed, vooral gezien het scenario van dalende langetermijnrentes in de eurozone en de herfinancieringsrondes binnen de sector. We houden onze posities in vastgoed dan ook aan. Voor het overige blijven we inzetten op de sterke mega cap-groeiers uit de technologiesector in de VS en op financials. Met Trump zijn er de vooruitzichten op een mogelijke deregulering van de financiële sector in de VS.

In ons obligatieluw zijn we op de lange termijn positief op de Amerikaanse dollar, maar zoals gezegd denken we dat de komende maanden uitdagender kunnen worden als de momenteel strenge renteverwachtingen worden bijgesteld. Daarom nemen we tactisch wat gas terug wat betreft de USD. Wat betreft onze positionering in euro, bevinden de kredietspreads zich momenteel op een erg laag niveau, wat betekent dat je weinig vergoeding krijgt voor extra (krediet)risico. Om deze reden hebben we relatief weinig high yield in de portefeuille, maar wel investment grade, die momenteel ongeveer 3,3 procent oplevert zonder significant kredietrisico. Tot slot zetten we in op dalende rentes in de eurozone via langlopende staatsobligaties.

Aandelen VS	Dec '24						
	Jan '25						
Aandelen Europa	Dec '24						
	Jan '25						
Aandelen Ontwikkeld Azië	Dec '24						
	Jan '25						
Aandelen Opkomende Markten	Dec '24						
	Jan '25						

Europese Overheidsobligaties	Dec '24						
	Jan '25						
Europees krediet IG	Dec '24						
	Jan '25						
Europees krediet HY	Dec '24						
	Jan '25						
VS Overheidsobligaties	Dec '24						
	Jan '25						
VS krediet IG	Dec '24						
	Jan '25						
VS krediet HY	Dec '24						
	Jan '25						
Overheid Opkomende Markten	Dec '24						
	Jan '25						

Deze nieuwsbrief is een uitgave van Shelter Investment Management met als verantwoordelijke uitgever Benedict Peeters, Rue de l'Industrie 22, Windhof, Luxemburg. Behoudens de uitdrukkelijke bij wet bepaalde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave veeleenvoudig opge slagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt worden, op welke wijze ook, zonder de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de uitgever. Dit document verstrekt commerciële informatie en mag in geen geval gelijkgesteld worden met beleggingsadvies. De verstrekte informatie vormt geen aanbod betreffende financiële, bank-, verzekerings- of andere producten of diensten. De informatie in dit document is afkomstig van zorgvuldig gekozen bronnen. Shelter Investment Management geeft echter geen enkele garantie over de actualiteit, de nauwkeurigheid, de juistheid, de volledigheid of de opportuniteit van de informatie, gegevens of publicaties. De uitgever kan niet aansprakelijk worden gesteld voor het niet-verwezenlijken van de verwachtingen.