

Perspectives

Analyse van de financiële markten

Inleiding

In 2024 blies Perspectives 35 kaarsjes uit. We zijn geëvolueerd van een (bijna) maandelijkse publicatie naar een driemaandelijkse, maar het doel bleef hetzelfde: het economische en financiële kader analyseren en daar beleggingsbeslissingen uit destilleren.

De wereld is sterk veranderd, en de analyse van een klassieke economische cyclus is minder belangrijk geworden in een kader dat wordt gedomineerd door de vergrijzing, enorme overheidsschulden en een nieuwe geopolitieke stand van zaken.

Op de financiële markten is de obsessie met relatief rendement aangezwollen tot zorgwekkende proporties. Hoewel beleggingsbeslissingen in theorie rationeel moeten zijn, worden ze in de praktijk aangestuurd door de angst minder goed te presteren dan de indexen, die haast alwetendheid krijgen toegedicht.

Tegenwoordig worden de grote beursindexen vaak aangejaagd door een beperkt aantal waarden. Hun stijging is dan ook niet noodzakelijk representatief voor de prestaties van het volledige aandelenlandschap. Talloze indexen noteren nabij hun hoogste peil ooit, maar tal van individuele waarden zijn er ver van verwijderd. De meerwaarde van actief beheer is dan ook overduidelijk.

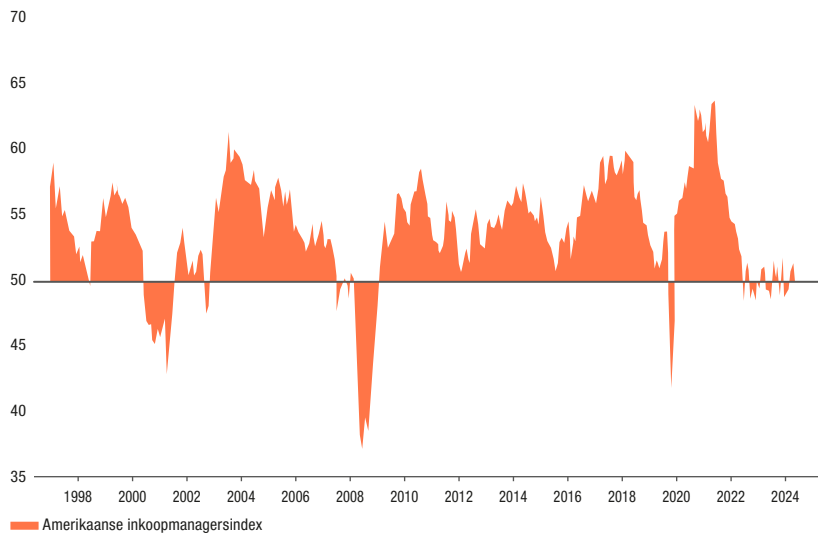
BLI - Banque de Luxembourg Investments zal Perspectives in zijn rol van actieve beheerder voortaan nog meer aanwenden als hulpmiddel om zijn beheerkeuzes te verklaren. Het achterliggende idee is dat de kwaliteit van onze beleggingsbeslissingen kan worden afgemeten tegenover de argumenten die ons hebben gemotiveerd om ze te nemen. Tegelijkertijd zal Perspectives vanaf nu halfjaarlijks verschijnen.

In deze editie trachten we terug te keren naar de structurele elementen die de nieuwe situatie vorm geven en de gevolgen ervan voor de financiële markten.

Bezoek ook onze website
www.bli.lu

Een publicatie van
BLI - Banque de Luxembourg Investments

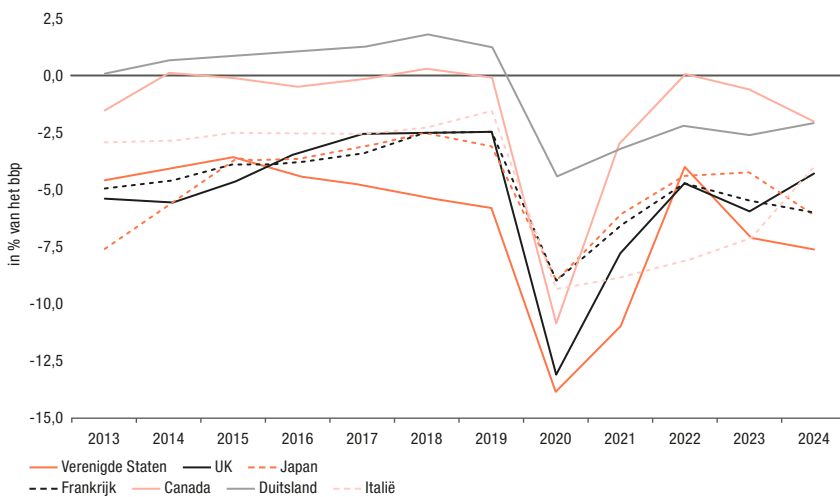
VEEL MINDER VOLATIELE ECONOMISCHE INDICATOREN



Bron: Piper Sandler

Door de voortdurende ingrepen van de monetaire en fiscale overheden sinds de financiële crisis is de klassieke economische cyclus nagenoeg verdwenen. Dat geldt des te meer omdat de moderne economieën sterk gestoeld zijn op de dienstensector, die een stuk minder cyclisch is dan de industrie. Daar komt nog bij dat de economie onder de nieuwe regering-Trump het risico loopt te worden ingezet als geopolitiek wapen, en niet langer beschouwd zal worden als doel op zich. De aanhoudende stabiele groei van de wereldeconomie zal zijn intrinsieke broosheid en fikse onevenwichten niet kunnen versluieren.

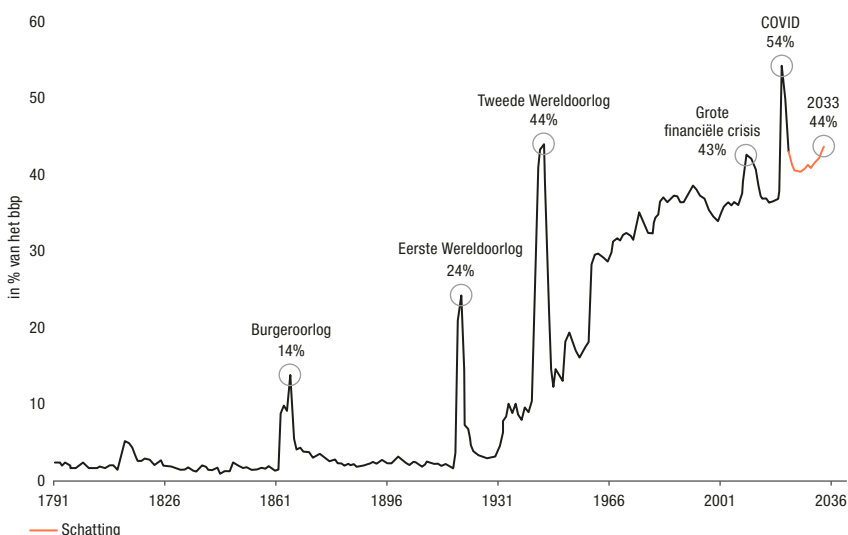
BEGROTINGSTEKORTEN VAN DE G7-LANDEN



Bron: Gavekal Research/Macrobond

Het lijkt thans onmogelijk de ontwikkeling naar steeds hogere overheidsuitgaven en grotere begrotingstekorten een halt toe te roepen. Het wordt geen eenvoudige klus om de doos van Pandora, die werd geopend door de sociale transfers tijdens de pandemie, opnieuw te sluiten. Ondanks zo'n vier jaar economisch herstel kampen vijf van de zeven G7-landen momenteel met begrotingstekorten van ruim 4% van hun bruto binnenlands product (bbp).

AMERIKAANSE OVERHEIDSUITGAVEN SINDS 1791



Bron: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

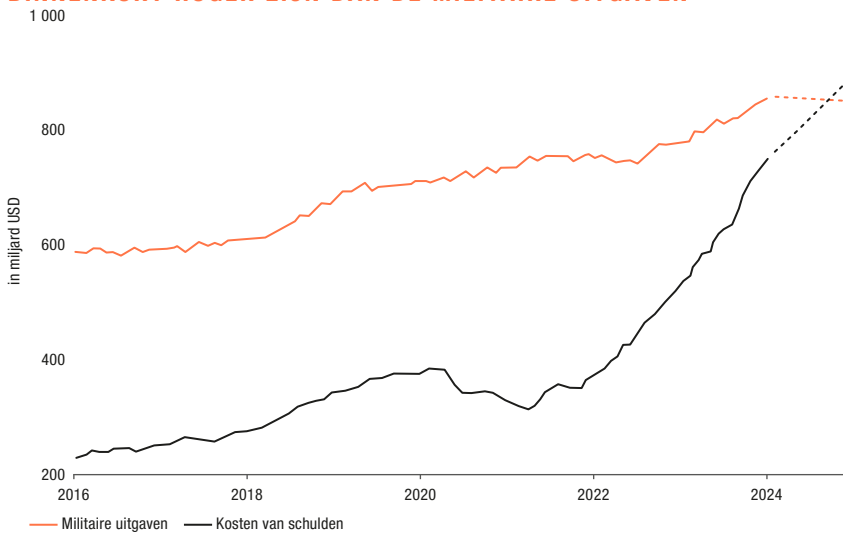
De onzekere situatie van de overheidsfinanciën in het leeuwendeel van de industrielanden zal nog worden versterkt door de demografische trends. Tenzij de pensioenleeftijd wordt opgetrokken, zal de actieve bevolking blijven slinken. Tenzij de productiviteit sterk stijgt, werkt dat een daling van de fiscale inkomsten in de hand, alsook een toename van de overheidsuitgaven voor de financiering van de pensioenen.

EEN MEER INFLATOIRE OMGEVING

Lage inflatie (2001-2020)	Structureel hogere inflatie (2021-...)
<ul style="list-style-type: none"> • Globalisering • Restrictief belastingbeleid • Overschot aan hulpbronnen (arbeid en grondstoffen) 	<ul style="list-style-type: none"> • Geopolitieke spanningen • Expansief fiscaal beleid • Grondstoffentekorten (zowel wat betreft arbeid als grondstoffen)

Tal van factoren die de inflatie de voorbije decennia mee onder controle hielden, zijn stapsgewijs aan het verdwijnen. De wereld lijkt te zijn geëvolueerd van een overmatig aanbod naar een nijpend tekort aan arbeidskrachten en grondstoffen, net op een moment dat heel wat overheidsprogramma's (herbewapening, relokalisatie, energietransitie) die broodnodig hebben. Het verlangen de productieketens te repatriëren en de westerse economieën opnieuw te industrialiseren leidt, toch zeker op korte termijn, ook tot meer inflatiedruk.

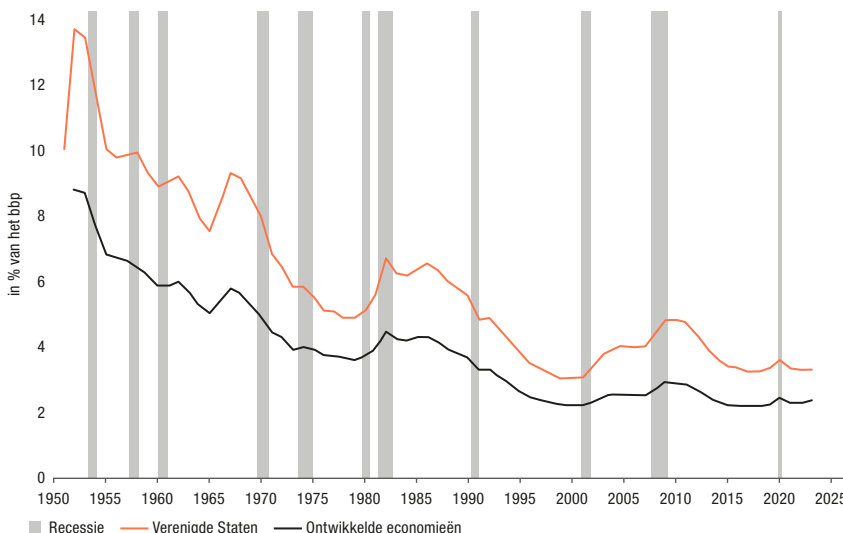
IN DE VERENIGDE STATEN ZULLEN OVERHEIDSUITGAVEN BINNENKORT HOGER ZIJN DAN DE MILITAIRE UITGAVEN



Bron: Evercore ISI

Aan de twee klassieke mandaten van de Federal Reserve, gecontroleerde inflatie en maximale tewerkstelling, werden twee nieuwe taken toegevoegd: de Amerikaanse regering in staat stellen haar schulden tegen een redelijke kostprijs te herfinancieren en de beurs schragen, het voornaamste vehikel voor de financiering van de pensioenen en een steeds belangrijker deel van de economie. In het verleden werkte een sterke economische achteruitgang vaak een fikse daling van de aandelenkoersen in de hand. Sinds het begin van deze eeuw is het oorzakelijke verband omgekeerd: het zijn de sterke dalingen op de beurs die de recessies in de hand hebben gewerkt.

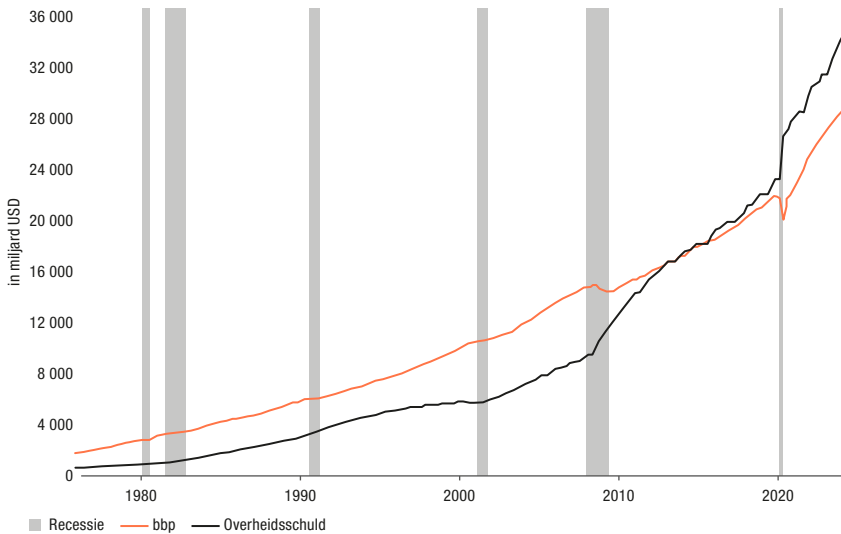
MILITAIRE UITGAVEN ALS % VAN HET BBP



Bron: Minack Advisors

Daaruit blijkt dat de inflatiedoelstelling van 2% geen hout meer snijdt, of eigenlijk dat die 2% het minimum is, en niet het maximum. Daarom bijvoorbeeld dat de Amerikaanse centrale bank haar beleidsrente in 2024 ondanks de stabiele 3% inflatie met 100 basispunten heeft verlaagd. De combinatie van de druk op de centrale banken om de rente laag te houden en de opwaartse inflatiedruk zal de reële rente opnieuw een knauw geven.

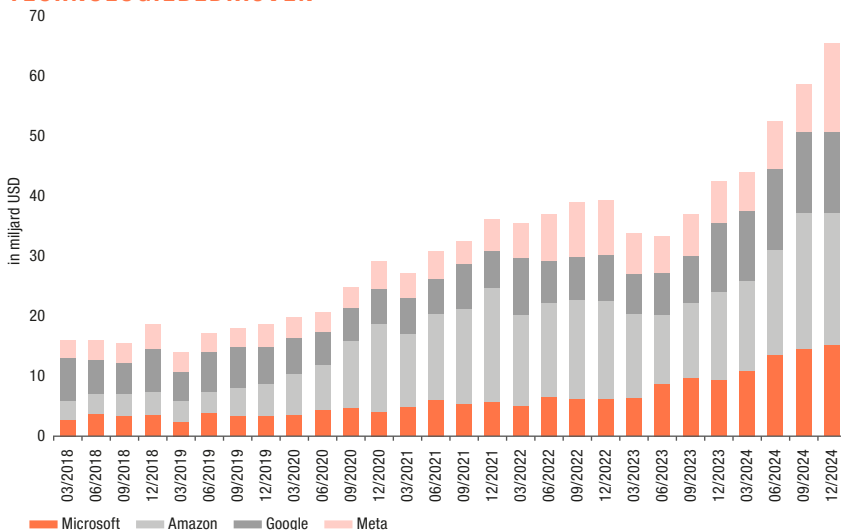
AMERIKAANSE OVERHEIDSSCHULD EN BBP



Bron: Treasury, Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of St. Louis

De overheidsschulden hebben zich opgestapeld tot bedragen die we tot dusver slechts in oorlogsperiodes zagen. In het verleden ging de ontmanteling van zulke schuldenlasten systematisch gepaard met een combinatie van langdurig hoge inflatie en kunstmatig lage rente, met langdurig negatieve reële rente tot gevolg. Met zulke hoge schulden zijn zuinig beleid en hogere belastingen geen praktische oplossing om de schuldenberg rechtstreeks te verkleinen, aangezien beide opties de economische groei verstikken.

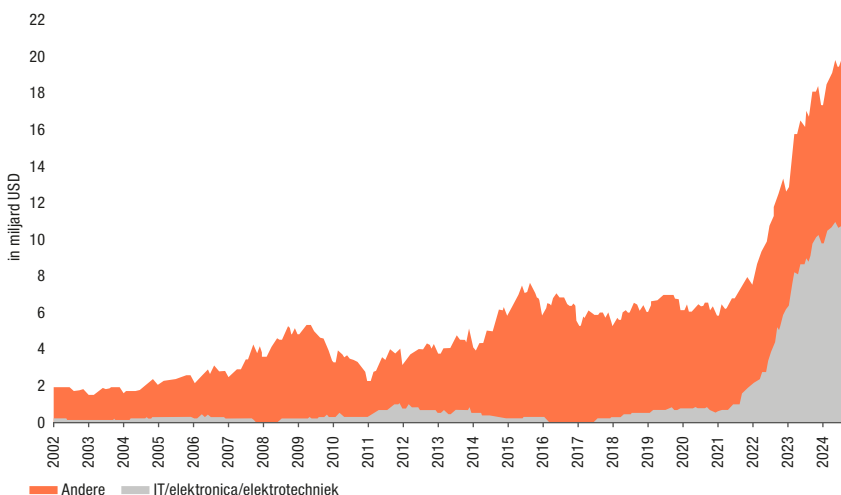
INVESTERINGSUITGAVEN VAN GROTE AMERIKAANSE TECHNOLOGIEBEDRIJVEN



Bron: Bloomberg

De technologische ontwikkeling zal een essentiële rol spelen in de toekomst van de wereldeconomie. Als de actieve bevolking krimpt, is een toename van de productiviteit de enige manier om duurzaam reële groei te bewerkstelligen. Bovendien zullen de automatisering en de digitalisering de inflatiedruk afremmen. Het is dan ook belangrijk dat de theoretische mogelijkheden van artificiële intelligentie snel concreet worden.

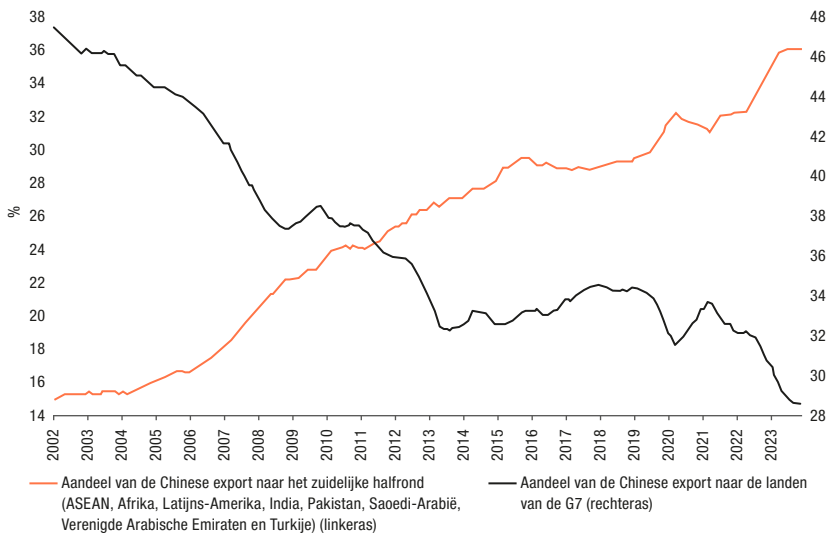
UITGAVEN VAN DE PARTICULIERE SECTOR VOOR DE BOUW VAN PRODUCTIELOCATIES IN DE VS



Bron: US Census Bureau, Bloomberg

In de westerse wereld werd de periode tussen de grote financiële crisis van 2008 en de pandemie van 2020 gekenmerkt door historisch weinig particuliere investeringen. Ondanks de hoge winstmarges en de erg gunstige financieringsvoorwaarden aarzelden de bedrijven om hun productiecapaciteit op te trekken en keerden ze liever dividenden uit aan hun aandeelhouders. Die tendens zou de komende jaren kunnen veranderen, nu het nodig wordt de toeleveringsketens te beveiligen en de verouderende infrastructuur te moderniseren. Een duurzame herleving van de investeringen lijkt cruciaal om de bestaande economische onevenwichten recht te trekken.

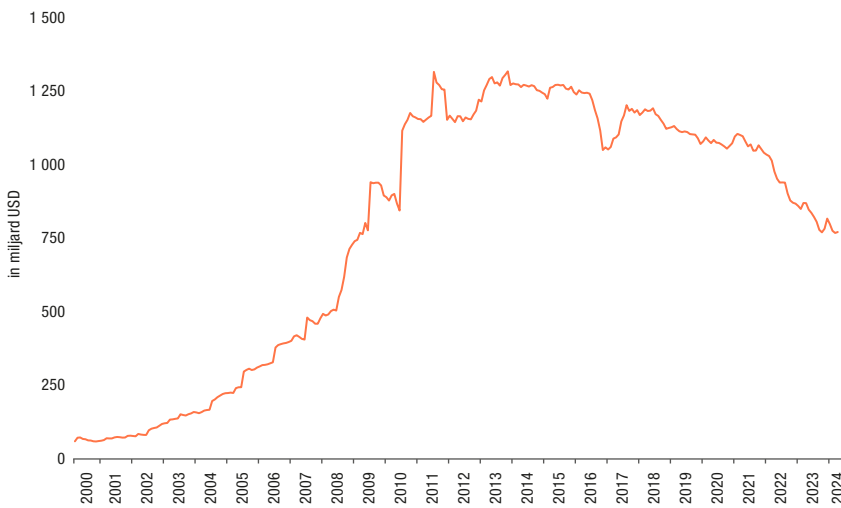
CHINESE EXPORT



Bron: CEIC, General Administration of Customs, Jefferies

De unipolaire wereld die ontstond aan het einde van de Koude Oorlog en die de globalisering in de hand werkte, ontwikkelt steeds meer tot een multipolaire wereld van landengroepen die worden geordend op basis van economische modellen en/of politieke ideologie. China wil graag een alternatief implementeren voor het financiële systeem van Bretton Woods, dat is gebaseerd op de Amerikaanse dollar en staatsobligaties. Het land heeft daartoe niet alleen met verscheidene partners handelsakkoorden ondertekend die transacties in yuan mogelijk maken, maar ook ingrijpende initiatieven genomen als de oprichting van de Aziatische Infrastructuurinvesteringsbank in 2014 en de lancering van de Nieuwe Zijderoute, waarmee het minder afhankelijk wil worden van de internationale financiële instellingen waarin de Verenigde Staten de scepter zwaaien.

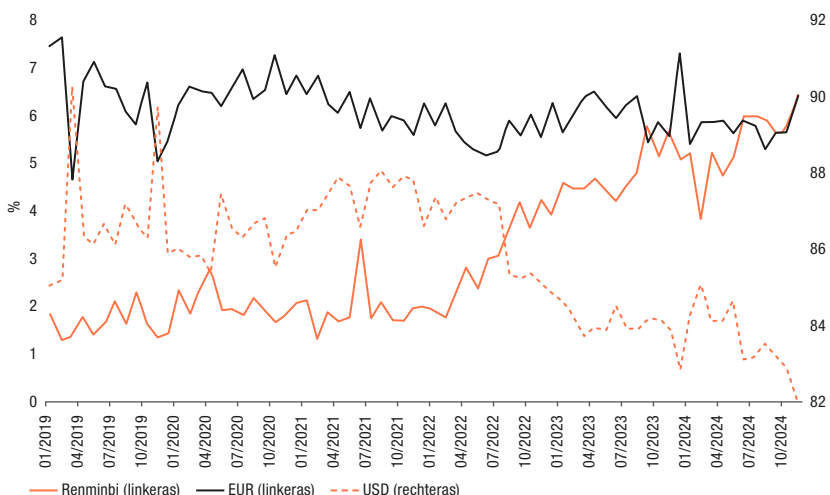
AMERIKAANSE STAATSOBLIGATIES IN CHINESE HANDEN



Bron: Macrobond/Bloomberg

De osmose tussen de Verenigde Staten en China is duidelijk geknakt. Vroeger had China een wezenlijk handelsoverschot tegenover de Verenigde Staten en werden de resulterende dollars herbelegd in Amerikaanse staatsobligaties. Dat was voor beide partijen voordelig: China kon zijn industriële ontwikkeling schragen, terwijl de Verenigde Staten konden profiteren van lage rentevoeten en productiekosten dankzij de delocalisatie naar Azië. Dat stilzwijgende evenwicht begon te wankelen zodra de Verenigde Staten de opkomst van China begonnen te percipiëren als een bedreiging voor hun alleenheerschappij.

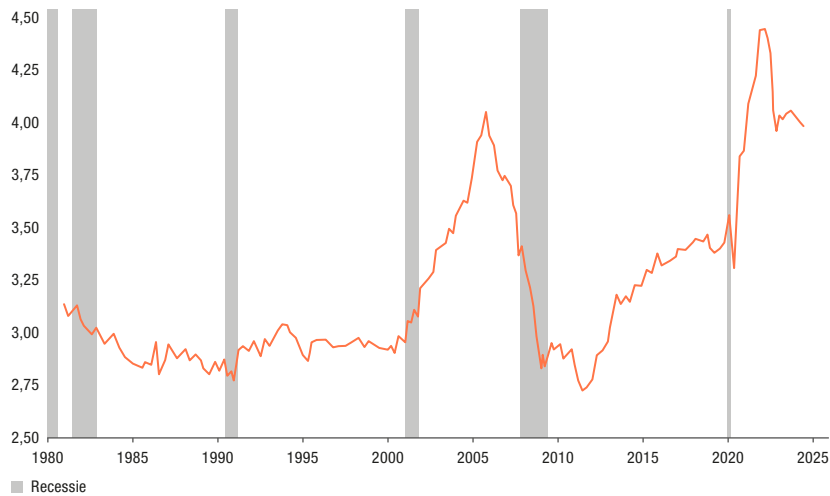
AANDEEL VREEMDE VALUTA IN SWIFT-FINANCIERING



Bron: SWIFT

Een ontmanteling van de huidige stand van zaken zal enorme repercussies hebben voor de wereldwijde kapitaalstromen en investeringen. Zo'n ontmanteling blijft evenwel complex voor beide partijen. Het Westen is sterk afhankelijk van China voor de productie van talloze levensnoodzakelijke goederen en zal enorm moeten investeren om die productieketens te repatriëren. China is afhankelijk van de westerse markten om zijn producten te slijten. Hoe de ontbinding van het huidige systeem concreet in zijn werk zou gaan, is dan ook moeilijk voor te stellen.

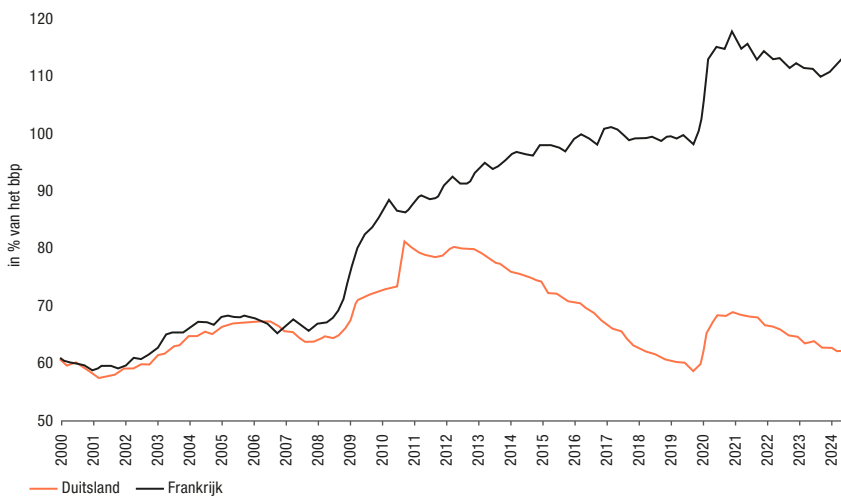
KOSTEN VAN EEN HUIS GEDEELD DOOR HET MEDIAAN LOON IN DE VS



Bron: Piper Sandler

In de meeste landen blijft de sociale ongelijkheid toenemen, wat verklaart waarom het populisme in opmars is. Na de pandemie profiteerde een kleine groep van de herleving, maar bleef de meerderheid in de kou staan. Het derde van de Amerikaanse gezinnen met de hoogste inkomens vertegenwoordigt nu bijna 60% van de consumptenuitgaven, waarbij de 10% rijksten slechts goed zijn voor een kwart. Ook in de bedrijfsweld zijn de verschillen groot. De recordwinsten van de reuzen in de S&P 500 steken schril af tegen de krimpende resultaten van de kleine en middelgrote ondernemingen.

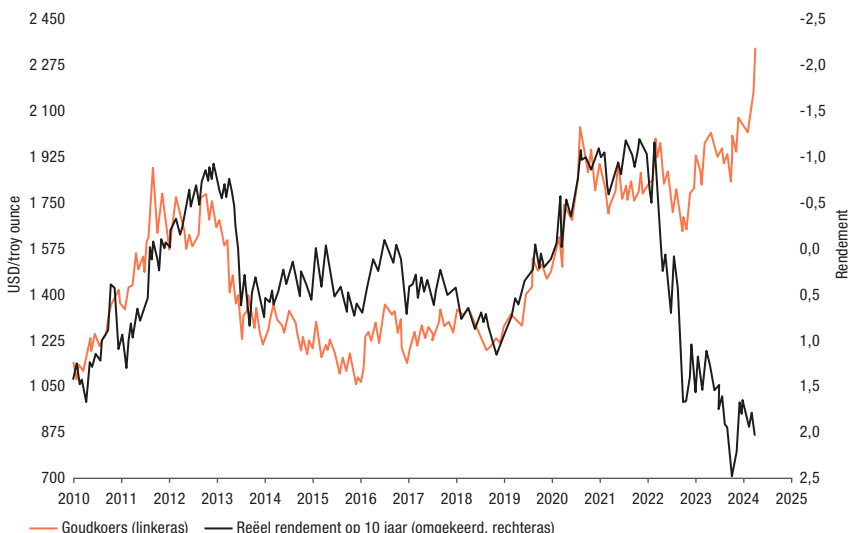
OVERHEIDSSCHULD IN DUITSLAND EN FRANKRIJK



Bron: Deutsche Bundesbank, French National Institute of Statistics and Economic Studies (INSEE)

Bijna 26 jaar na de creatie blijft de euro kwetsbaar en steunt hij nog steeds op een onvolledige institutionele basis. Bij de crisis van 2012 kon de eenheidsmunt slechts overleven door een gewaagde tussenkomst van de Europese Centrale Bank, die flirtte met de grens van haar wettelijke mandaat, of het zelfs overschreed. Begin 2025 bevindt de euro zich opnieuw in een kritieke situatie. Duitsland kent stevige economische problemen en Frankrijk kampt met een bijzonder zorgwekkende fiscale situatie. Daar komt nog bij dat de politieke situatie in beide landen momenteel allesbehalve stabiel is.

GOUDKOERSEN EN REËLE RENTE



Bron: Bloomberg, NBER, Minack Advisors

De grote seculaire tendensen hebben steeds meer invloed op de ontwikkeling van de financiële markten en zaaien twijfel over de manier waarop de beleggers de voornaamste beleggingscategorieën en de correlatie ertussen gewoonlijk analyseren. Zo is de goudprijs gestegen ondanks de kracht van de dollar en de toename van de reële rente en boekten de beurzen winst in weerwil van de verkrapping van het monetaire beleid en de klim van de langetermijnrente.

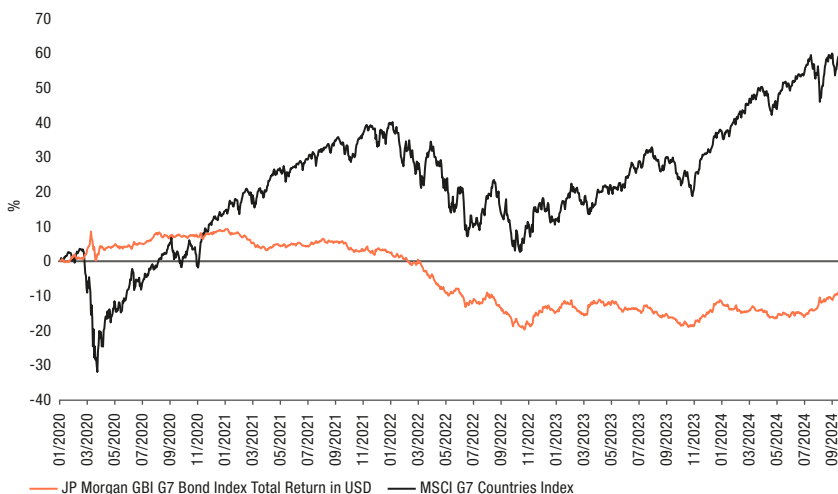
WAARDEVERMINDERING VAN DE EURO TEN OPZICHTE VAN GOUD SINDS HET BEGIN VAN DEZE EEUW



Bron: Macrobond/Bloomberg

In de stijging van de beurzen over de voorbije jaren valt af te lezen hoe de waarde van papiergeld de voorbije jaren geslonken is. Sinds het begin van deze eeuw zijn de euro en de dollar elk zo'n 50% van hun koopkracht verloren. Een koffie bij Starbucks is in de Verenigde Staten gestegen van \$ 2,5 naar \$ 5,25 en in de eurozone van € 2,2 naar € 4,5 à € 5, afhankelijk van het land. De koopkrachtdaling van die munten is nog veel sterker voelbaar in de vastgoedprijzen. Aandelen, reële activa van aard, hebben de beleggers in staat gesteld weerstand te bieden aan die koopkrachtdaling.

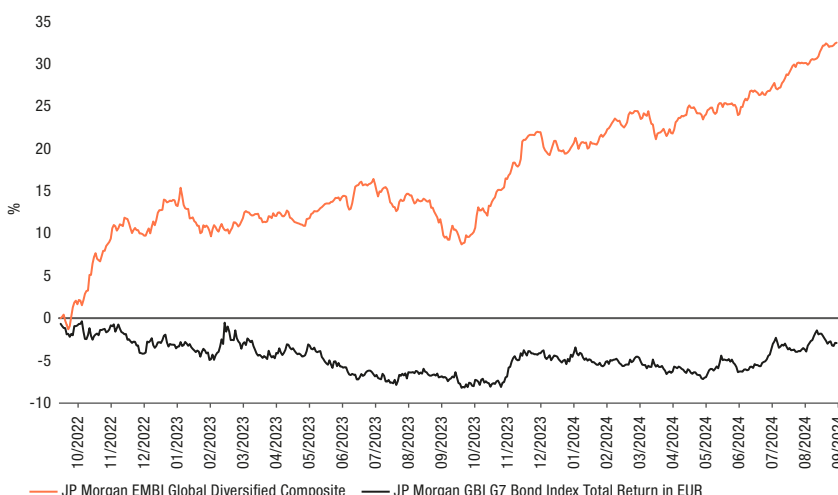
ONTWIKKELING VAN DE AANDELEN- EN OBLIGATIEMARKTEN VAN DE G7-LANDEN SINDS DE PANDEMIE



Bron: Macrobond/Bloomberg

In het licht van de verslechterende overheidsfinanciën wordt duidelijk in vraag gesteld of de staatsobligaties van de industrielanden nog wel beschouwd dienen te worden als risicovrije activa. In die vermogenscategorie zien we steeds vaker een almaar toenemend aanbod en een sterk krimpende vraag. Bovendien is het rendement vaak niet erg aantrekkelijk, en zou een stijging van dat rendement de kostprijs van de schulden sterk doen oplopen. Voor de centrale banken zou de logische gevolgtrekking zijn om opnieuw te kiezen voor kwantitatieve versoepeling. Bij gebrek aan natuurlijke kopers zullen ze die rol zelf moeten opnemen.

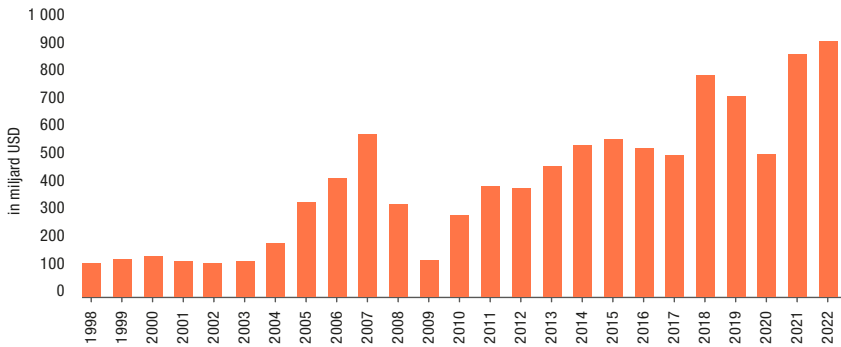
ONTWIKKELING VAN DE MARKTEN VOOR STAATSOBLIGATIES TUSSEN 2022 EN 2024: G7-LANDEN VERSUS GROEILANDEN



Bron: Macrobond/Bloomberg

Nu en dan kunnen staatsobligaties van industrielanden nog een tactische rol spelen in een beleggersportefeuille, bijvoorbeeld bij een stevige economische vertraging, maar op de obligatiemarkten wordt het de komende jaren zaak om de gebaande paden te verlaten. De staatsobligaties van bepaalde groeilanden, waarvan de geloofwaardigheid werd gesterkt door hun vermogen het hoofd te bieden aan de verschillende crisissen in de voorbije jaren en door hun verlangen om verantwoord monetair en budgettair beleid te blijven voeren, blijven het overwegen waard. Voor de beleggers die niet happig zijn op de volatiliteit waarmee die schulden gepaard gaan, kunnen op de inflatie geïndexeerde obligaties van de industrielanden een interessant alternatief vormen.

TERUGKOOP VAN EIGEN AANDELEN DOOR S&P 500 BEDRIJVEN



Bron: S&P Dow Jones Indices

Een eenvoudige analyse van de vraag en het aanbod leert ons dat de belegger aandelen zou moeten blijven verkiezen boven obligaties, en schulden van kwaliteitsbedrijven boven overheidspapier. In het licht van de oplopende begrotingstekorten blijft het aanbod van dat laatste voortdurend groeien, terwijl het gamma kwaliteitsaandelen almaar krimpt door fusies, overnames en terugkopen. Beleggers verkiezen zeldzaamheid beter boven overvloed.

WELKE AANDELEN KOPEN?

INVESTERING

versus

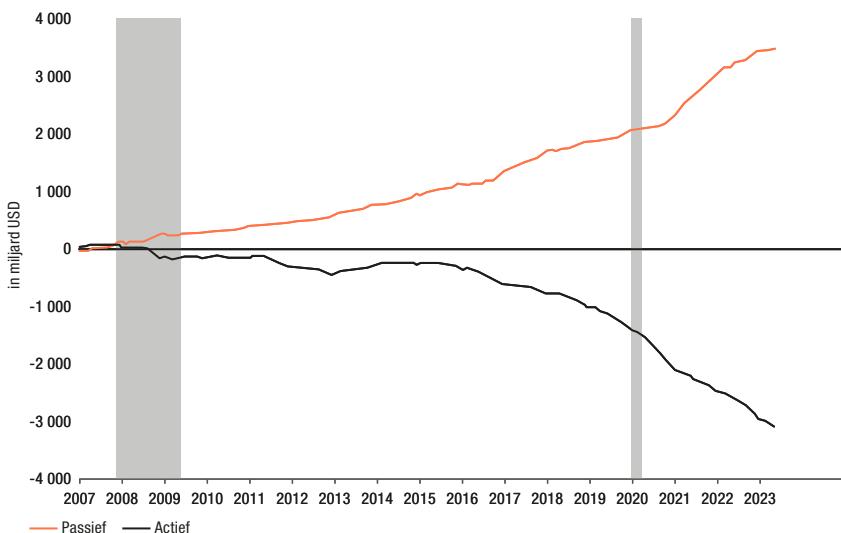
SPECULATIE

Een participatie op lange termijn nemen in een bedrijf op basis van de basisgegevens en de te betalen prijs

Een aandeel kopen met de bedoeling het tegen een hogere prijs te verkopen

Maar welke aandelen moet je dan precies in portefeuille nemen? Om die vraag te beantwoorden, is het belangrijk een onderscheid te maken tussen beleggingen en speculatie. Bij beleggingen analyseer je eerst de kerncijfers van de ondernemingen en speelt ook de waardering een grote rol. Bij speculatie zijn die elementen van ondergeschikt belang en primeert het momentum, dus de aankoop van activa met de insteek die relatief snel met winst opnieuw te verkopen. Op dit moment viert speculatie hoogtij op de beurs,

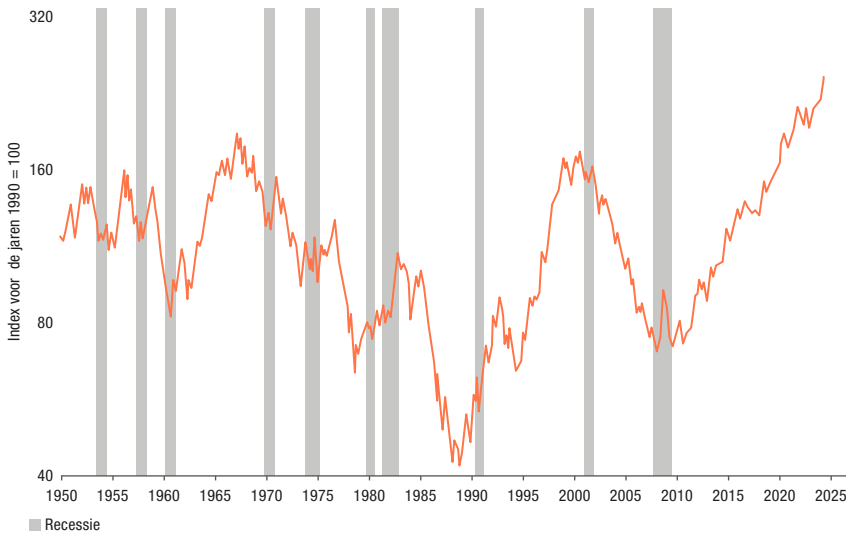
STROMEN NAAR AANDELFONDSEN



Bron: Minack Advisors

En de opkomst van passief beheer versterkt die trend alleen maar. Passief beheer staat veeleer agnostisch tegenover de waardering en beoogt vooral aandelen te kopen in verhouding tot hun gewicht in een index. En aangezien de weging van de waarden in heel wat indexen (met de S&P 500 op kop) wordt bepaald door hun beurskapitalisatie (het aantal delen maal de koers), werven de sterkste stijgers de meeste fondsen, met een risico op overwaardering tot gevolg, en geldt het omgekeerde voor de verwaarloosde effecten.

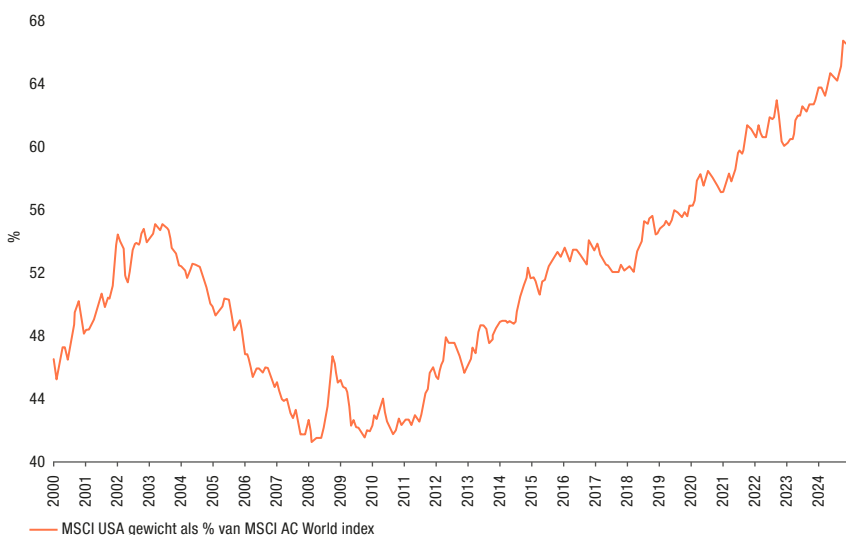
15 JAAR BOVENMAATSE PRESTATIES VAN DE AMERIKAANSE MARKT



Bron: Minack Advisors

Twee factoren hebben bijgedragen aan de groeiende populariteit van het indexbeleggen. Eerst en vooral hebben de zorgwekkende overheidsschuldenbergen tal van institutionele beleggers ertoe aangezet hun staatsobligaties te vervangen door aandelen. Tegelijkertijd stoppen talloze buitenlandse beleggers de dollars die voortvloeien uit hun Amerikaanse handelsoverschot liever in aandelen dan in obligaties. Aangezien die twee beleggerscategorieën geen kaas hebben gegeten van aandelen, is het niet ondenkbaar dat ze liever de index aankopen dan individuele aandelen.

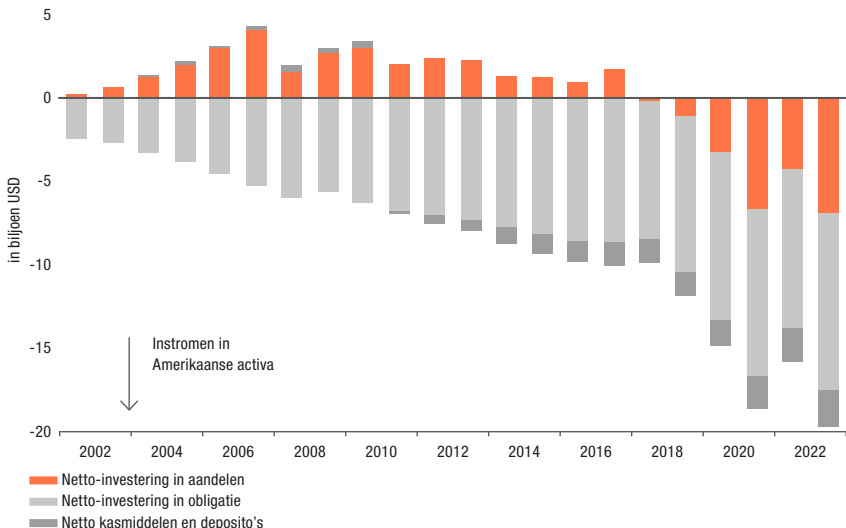
GEWICHT VAN DE AMERIKAANSE MARKT IN DE WERELDINDEX



Bron: Factset, MSCI, Jefferies

De Verenigde Staten zijn goed voor ongeveer 20% van het wereldwijde bruto binnenlands product, maar de Amerikaanse markt maakt bijna 70% van de wereldwijde index uit. De balans was niet meer zo verstoord sinds eind jaren 1980, toen Japan minder dan 10% van het bbp vertegenwoordigde, maar bijna 50% van de wereldwijde index uitmaakte. De Amerikaanse markt is zodanig belangrijk geworden in de wereldwijde index dat de keuze voor een over- of een onderwogen positie de belangrijkste is die een aandelenbelegger moet maken. Het gaat dan voornamelijk om een over- of onderweging in de grote technologiewaarden.

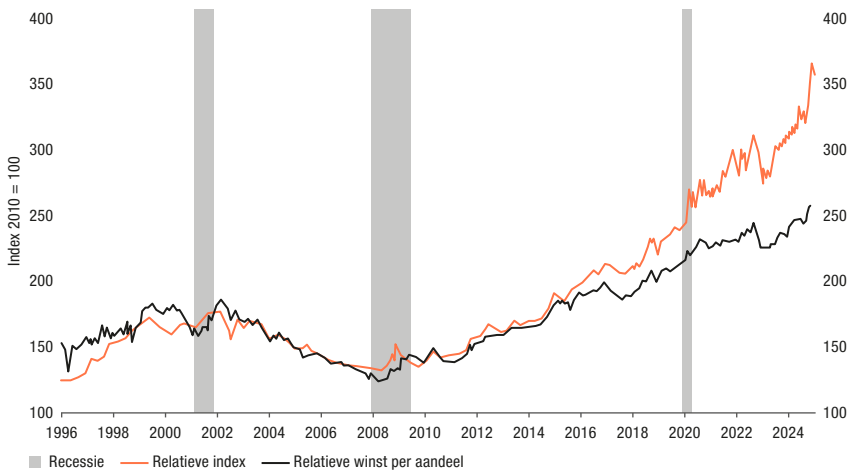
NETTO INTERNATIONALE INVESTERINGSPOSITIE VAN DE VERENIGDE STATEN



Bron: J.P. Morgan

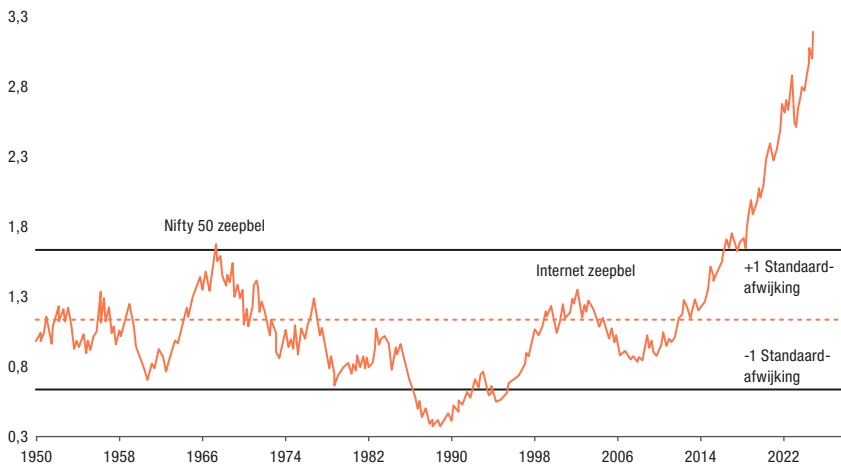
De argumenten in het voordeel van de Amerikaanse markt zijn vaak geënt op het 'Amerikaanse exceptionalisme'. Het idee is dat de Verenigde Staten over bepaalde belangrijke troeven beschikken, zoals lagere energieprijzen, een enorme binnenlandse markt en de controle over de reserve- en wereldwijde handelsmunt, wat het land in staat stelt zijn tekorten probleemloos te financieren. Daar komt nog bij dat de Amerikaanse bedrijven de digitale economie lijken te domineren. Na zijn recente verkiezing wordt verwacht dat Donald Trump de Amerikaanse markt nog meer zal dereguleren en de belastingen nog verder zal verlagen.

DE OUTPERFORMANCE VAN DE AMERIKAANSE MARKT WORDT VERKLAARD DOOR EEN STIJGING VAN DE WAARDERING



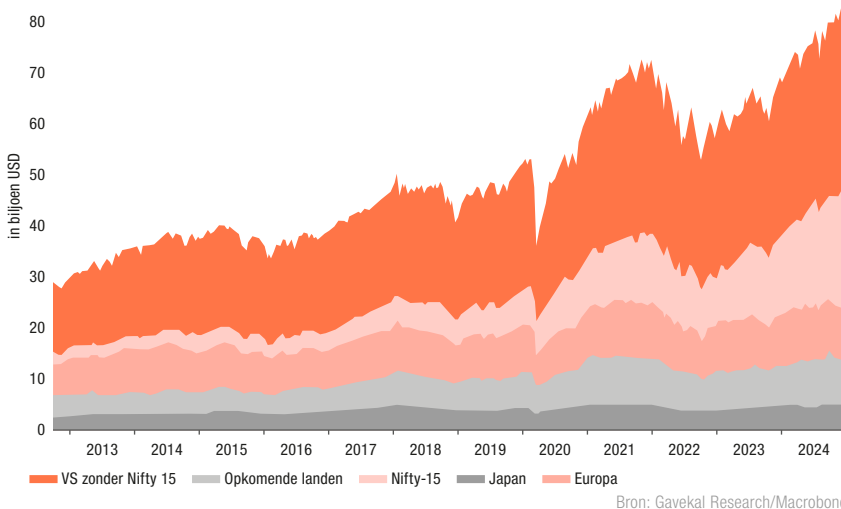
We mogen evenwel niet vergeten dat de uitstekende prestaties van de Amerikaanse markt sinds 2017 te danken zijn aan de stijging van de waarderingsratio, en niet aan een hoger winstgroei-potentieel, net zoals de uitzonderlijke economische groei in de Verenigde Staten vooral te danken is aan een groter begrotingstekort. Wat de overgrote meerderheid van de waarderingsratio's betreft, ligt de premie van de Amerikaanse markt op dit moment dan ook historisch hoog. Een ander vermeldenswaardig element is dat de prestaties van de Amerikaanse markt te danken zijn aan een heel beperkt aantal waarden. Zelfs in de sectoren zien we die engeheid. De uitzonderlijke prestaties van het voorbije jaar zitten eigenlijk geconcentreerd in één enkel aandeel: Nvidia.

HISTORISCHE OUTPERFORMANCE VAN DE AMERIKAANSE MARKT TEN OPZICHTE VAN DE REST VAN DE WERELD



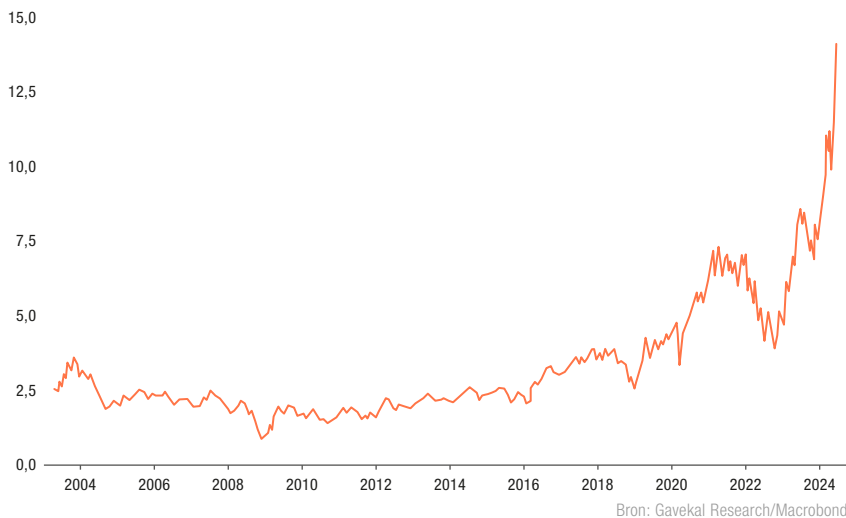
De bovenmaatse resultaten van de Amerikaanse markt illustreren het fenomeen dat bekendstaat als 'de markten maken het nieuws'. Vervolgens worden de elementen die aan de basis van de stijging lagen, aangehaald om een voortzetting van de groei te rechtvaardigen. De technologie-waarden zijn daar een goed voorbeeld van. Tot het thema artificiële intelligentie hen nieuw leven inblies, waren ze tegen 2022 heel wat van hun luister verloren. Het staat buiten kijf dat de grote Amerikaanse technologie-waarden over het algemeen erg sterke ondernemingen zijn. Ze kunnen bogen op concurrentievoordelen en genereren fikse recurrente inkomsten en een hoog rendement op geïnvesteerd kapitaal. Anderzijds zijn ze thans erg duur en begint hun winstgroei-potentieel te krimpen. Vergeet ook niet dat die ondernemingen elkaar zijn beginnen te beconcurreren met de komst van de cloud en artificiële intelligentie, terwijl ze tot dan elk bijna een monopolie hadden op hun kernactiviteit.

DE 15 GROOTSTE BEDRIJVEN IN DE VS ZIJN GOED VOOR BIJNA EVENVEEL ALS DE EUROPESE, JAPANSE EN OPKOMENDE MARKTEN SAMEN



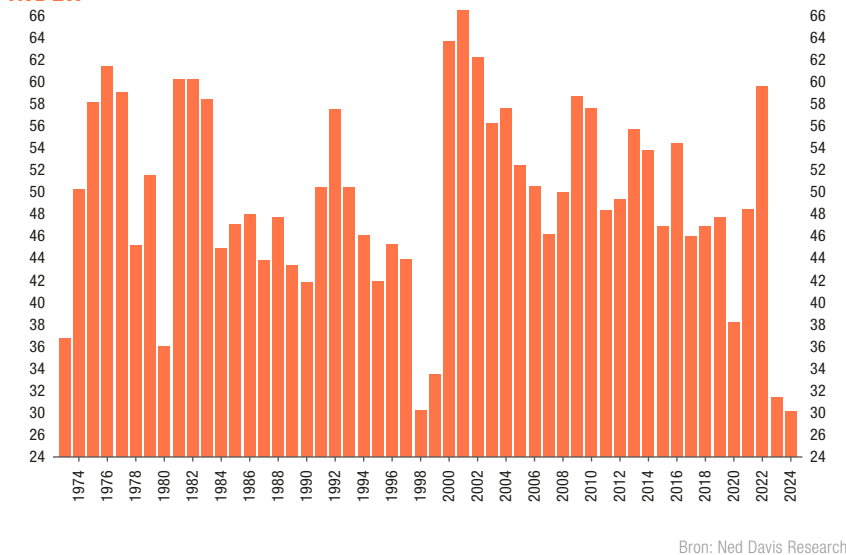
Tallose voorbeelden illustreren de absurditeit van de huidige situatie: de beurskapitalisatie van de 15 grootste Amerikaanse ondernemingen is gelijk aan die van de Europese, Japanse en opkomende markten samen; die van de 27 grootste halfgeleiderbedrijven is thans hoger dan die van energie en materialen samen; en de beurskapitalisatie van Tesla steeg op twee maanden tijd met 850 miljard USD, evenveel als de totale beurskapitalisatie van de 10 andere grootste autofabrikanten.

PRIJS/VERKOOPVERHOUDING VAN HALFGELEIDERBEDRIJVEN



In 2000 werden ondernemingen als Cisco Systems en Sun Microsystems verhandeld tegen tien of zelfs twintig keer hun omzet. In de drie jaar erna daalde de koers met 75% à 90% en de baas van Sun liet het volgende optekenen: *“At 10 times revenues, to give you a 10-year payback, I have to pay you 100% of revenues for 10 straight years in dividends. That assumes I have zero cost of goods sold, which is very hard for a computer company. That assumes zero expenses, which is really hard with 39,000 employees. That assumes I pay no taxes, which is very hard. And that assumes you pay no taxes on your dividends, which is kind of illegal. And that assumes with zero R&D for the next 10 years, I can maintain the current revenue run rate. Do you realize how ridiculous those basic assumptions are?”* Vandaag zijn er opnieuw heel wat effecten in de technologiesector die worden verhandeld tegen tien keer hun omzet.

PERCENTAGE S&P 500-BEDRIJVEN DIE HET BETER DEDEN DAN DE INDEX



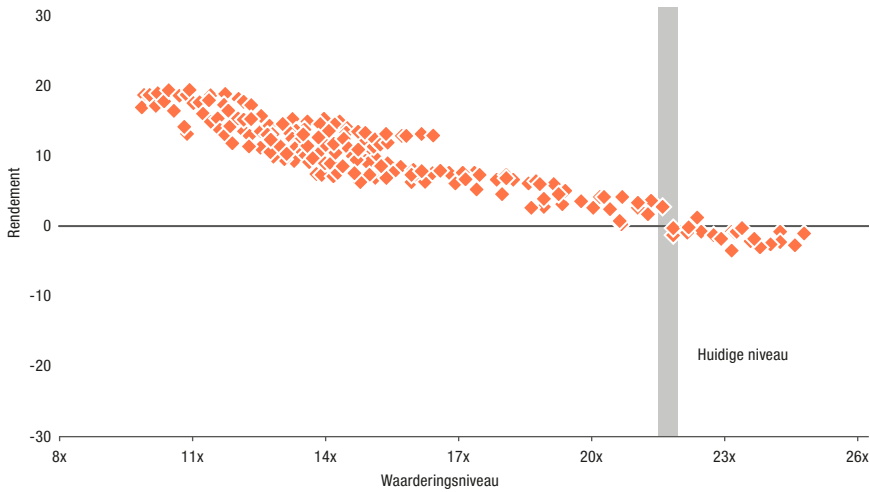
De huidige situatie doet op sommige vlakken denken aan het begin van de eeuw. Talloze professionele beheerders nemen geen beslissingen op basis van hun overtuigingen, maar uit angst om achter te blijven op een index en hun cliënten of job te verliezen. Er is in de beleggingswereld dan ook een nieuwe situatie ontstaan, die veeleer wordt gekenmerkt door de angst een stijging te missen dan door de analyse van de kerncijfers. Hoewel beleggingsbeslissingen in theorie rationeel moeten zijn, spelen emoties door de democratisering van de financiële dienstverlening een steeds grotere rol. Dat geeft aanleiding tot bezorgdheid over de stabiliteit van de financiële markten, die steeds meer op casino's lijken, en bijgevolg over de stabiliteit van het financiële systeem als geheel.

VERGELIJKING VAN DE EVOLUTIE VAN DE DOLLAR IN 2024-2025 MET DE PERIODE 2016-2017



Om een zeepbel in stand te houden, is er steeds meer vers kapitaal nodig. Hoewel er verschillende risico's wegen op de Amerikaanse markt in het algemeen en de technologiesector in het bijzonder (stijging van de rente, hoge verwachtingen, potentiële teleurstellingen op het vlak van artificiële intelligentie), lijkt een daling van de dollar het voornaamste. Er heerst momenteel een sterke correlatie tussen de stijging van de dollar en de goede prestaties van de Amerikaanse groeiwaarden. Een sterke dollar valt evenwel niet te rijmen met de doelstelling van de regering-Trump om de Verenigde Staten opnieuw te industrialiseren. Donald Trump heeft herhaaldelijk aangegeven dat de Amerikaanse munt overgewaardeerd is. De huidige situatie heeft veel weg van die aan het begin van zijn eerste ambtstermijn.

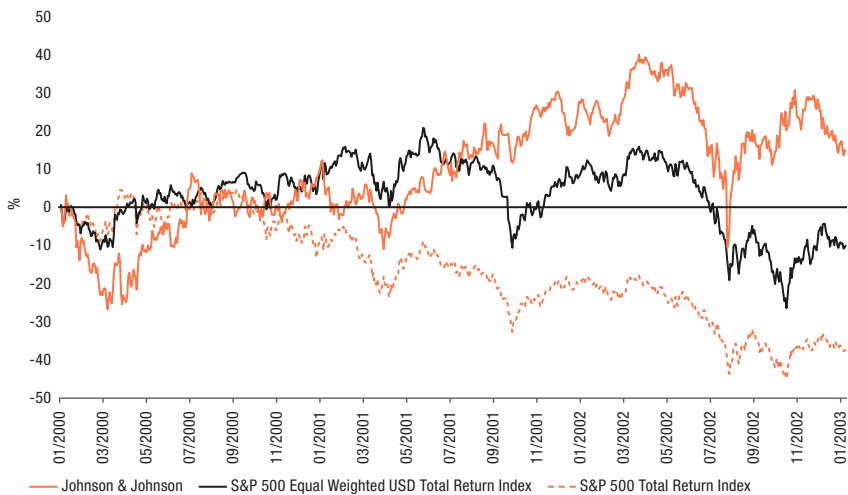
WAARDERINGSNIVEAUS EN LATERE GEANNUALISEERDE RENDEMENTEN OP 10 JAAR



Bron: J.P. Morgan

Er bestaat een correlatie tussen de waardering en het langetermijnrendement, maar niet tussen de waardering en het kortetermijnrendement. De Amerikaanse markt is zodanig hoog gewaardeerd dat beleggers zich slechts aan uitzonderlijk lage rendementen kunnen verwachten. Vergeet evenwel niet dat de hoge waardering van de Amerikaanse markt te wijten is aan het buitensporige gewicht van een beperkt aantal waarden. Met andere woorden: hoewel de index duur is, zijn heel wat Amerikaanse waarden dat niet. In dat opzicht mogen we niet vergeten dat er ook in een dalende markt stijgende effecten zijn.

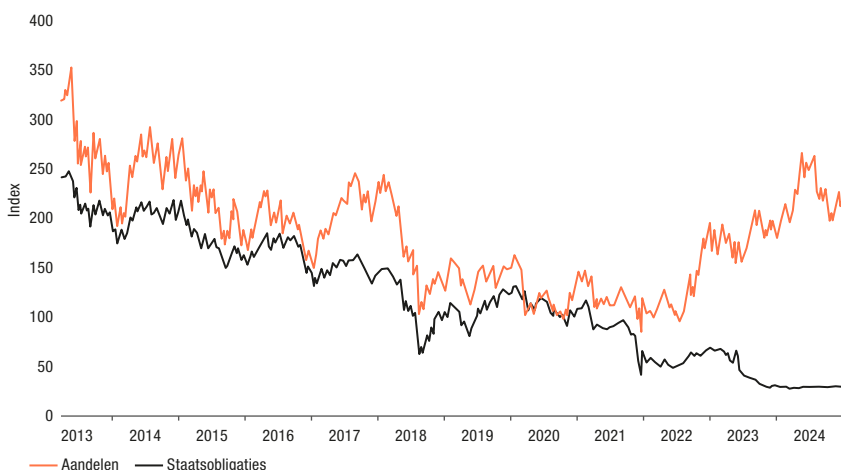
DE VOORDELEN VAN ACTIEF BEHEER: S&P 500, GELIJKGEWOGEN S&P 500 EN JOHNSON & JOHNSON TUSSEN 2000 EN 2002



Bron: Macrobond/Bloomberg

De combinatie van een gunstige situatie voor aandelen en dure beursindexen spreekt dan ook duidelijk voor actief beheer, hoewel het erg onwaarschijnlijk is dat zo'n beheer duurzaam beter kan presteren zolang het enthousiasme voor indexbeleggen aanhoudt. Beleggers hebben thans de keuze in te zetten op het momentum, met alle risico's van dien, of te opteren voor een strategie op basis van de kerncijfers, met het risico het minstens op korte termijn minder goed te doen dan de indexen.

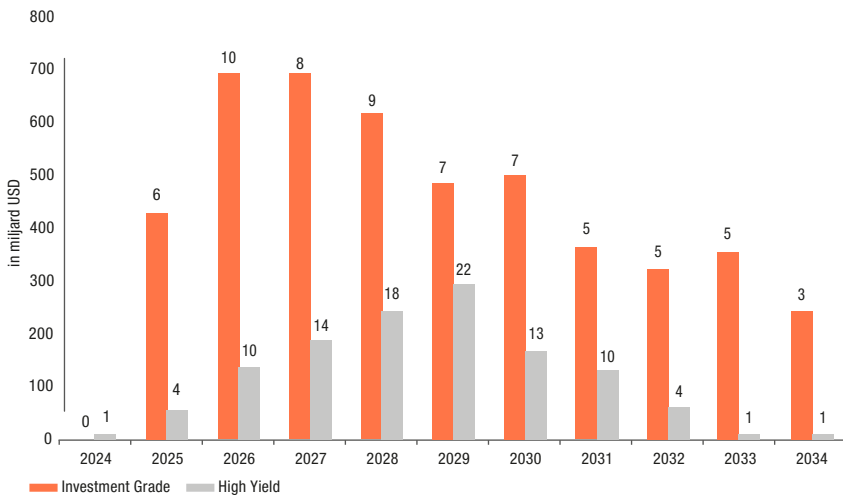
IN TURKIJE HEBBEN AANDELEN DE DEVALUATIE VAN DE MUNT DE AFGELOPEN 3 JAAR HELPEN COMPENSEREN



Bron: ICE BAML, Gavekal Research/Macrobond

De elementen die voor aandelen pleiten, worden gewoonlijk niet geassocieerd met een haussemarkt. De wereldeconomie is er niet goed aan toe, het financiële systeem is erg broos, de geopolitieke situatie is onzeker en tal van aandelen beschikken over stevige waarderingratio's. Vandaag kopen we aandelen om onze koopkracht te beschermen, nu chartaal geld continu waarde verliest.

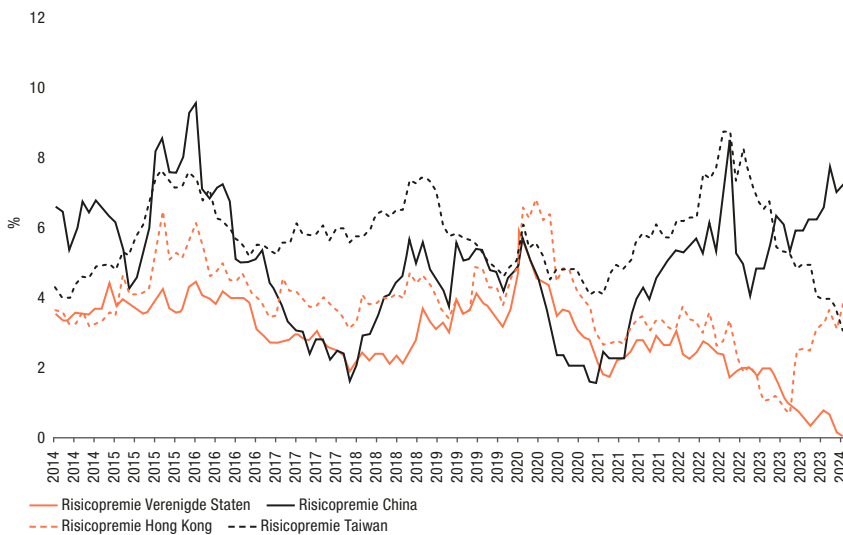
LOOPTIJDEN VAN DE AMERIKAANSE OBLIGATIES UIT DE PRIVÉSECTOR



Bron: Minack Advisors

Uit het voorgaande resulteert dat aandelen op lange termijn de voorkeur genieten boven obligaties. Dat betekent evenwel niet dat de beurzen voortdurend zullen stijgen. Op korte termijn kan het klimaat een stuk minder gunstig worden voor aandelen. Naast de onvoorspelbaarheid van de nieuwe Amerikaanse regering is het voornaamste gevaar voor de markten dat de liquiditeit zou opdrogen. Hoewel de markten sinds eind 2022 kunnen bogen op overvloedige liquiditeiten, gaat de situatie veranderen in 2025, wanneer een groot deel van de overheids- en particulieren schulden opnieuw moeten worden gefinancierd. Het grootste risico is wederom voor de Amerikaanse markt, die het meest profiteerde van de toegenomen liquiditeit.

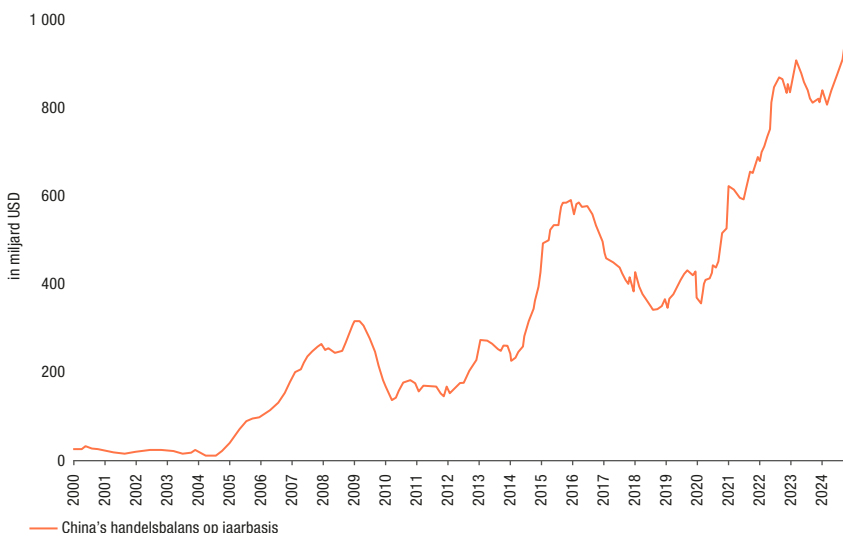
HOGЕ RISICOPREMIE OP DE CHINESE MARKT



Bron: Bloomberg, MSCI

De Amerikaanse markt is erg duur, maar dat geldt niet voor de Chinese. De Chinese aandelen bieden uitzonderlijk hoge risicopremies. In China is het duidelijk dat de belangen van de Partij zwaarder doorwegen dan die van de aandeelhouders. Dat betekent evenwel niet noodzakelijk dat de belangen van de beide zijden onverenigbaar zijn. Integendeel, de overheid heeft nood aan een dynamische privésector om haar groei-doelstellingen te behalen en aan goed presterende financiële markten om haar geloofwaardigheid op te schroeven en erkend te worden als kern van een financieel systeem dat kan wedijveren met dat van de dollar.

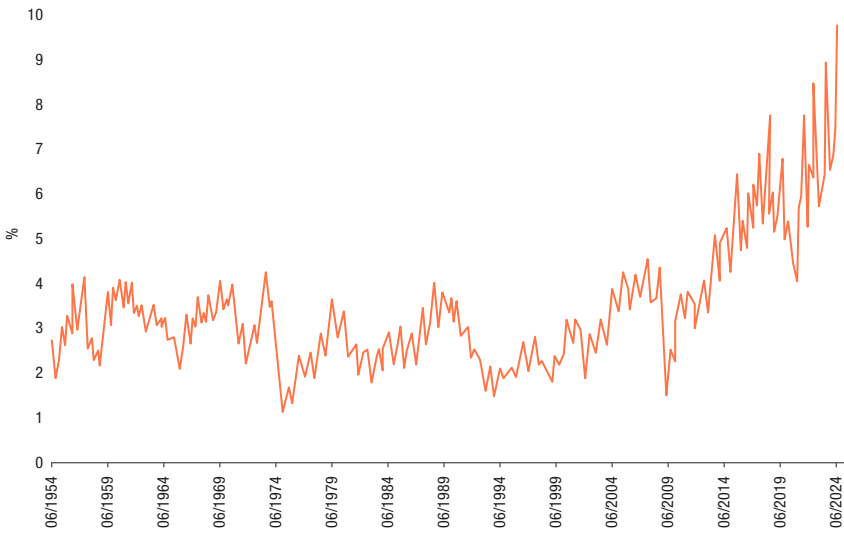
HANDELSOVERSCHOT VAN CHINA



Bron: CEIC Data, General Administration of Customs

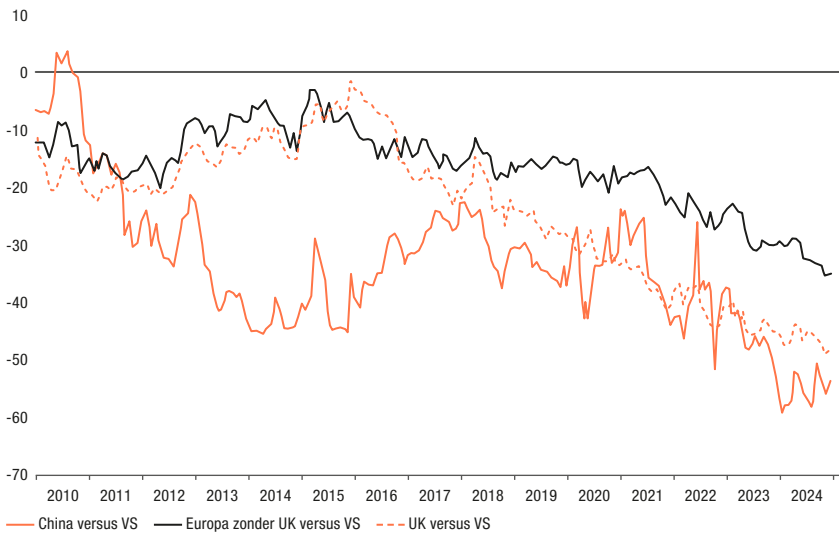
Het recordhandelsoverschot van China toont aan dat de Chinese ondernemingen niet te onderschatten zijn. De tijd dat China inferieure producten maakte tegen een lage prijs is duidelijk voorbij. De economische modellen van de grote spelers op het vlak van e-commerce, videospelletjes en sociale media lijken uitzonderlijk interessant voor beleggers, en zeker omdat die spelers gewoonlijk weinig afhankelijk zijn van de Amerikaanse markt.

WINSTMARGES VAN JAPANESE Ondernemingen



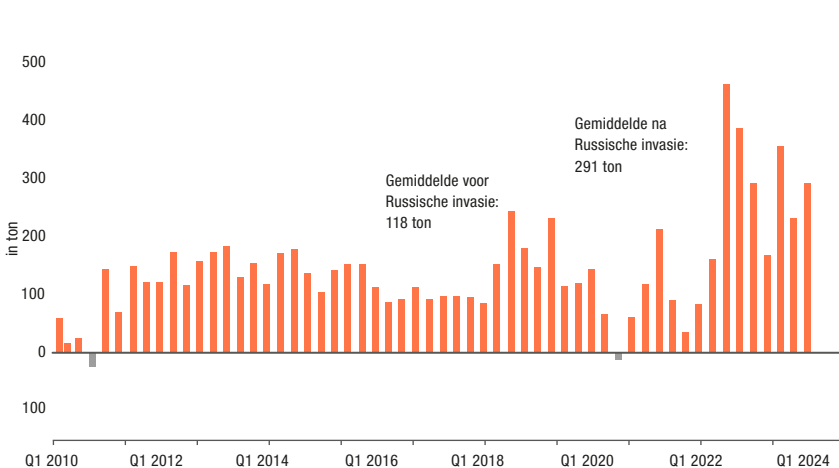
De Japanse markt zal de komende jaren worden geschraagd door het verbeterde bedrijfsbestuur. Die verbetering uit zich in een hoger rendement op geïnvesteerd kapitaal en een betere behandeling van de aandeelhouders. De buitenlandse beleggers genieten bovendien het voordeel dat de Japanse aandelen in een sterk ondergewaardeerde munt noteren. En de geschiedenis leert ons dat de Japanse markt het erg goed kan doen in tijden dat de yen stijgt in waarde, op voorwaarde dat die stijging niet te snel of te bruusk verloopt.

KORTINGEN TEN OPZICHTE VAN DE AMERIKAANSE MARKT



De Europese markt is een stuk goedkoper dan de Amerikaanse, waardoor steeds meer Europese ondernemingen informatie inwinnen over een Amerikaanse beursnotering. Die lagere prijzen zijn grotendeels te wijten aan de samenstelling van de indexen, die in de Verenigde Staten voornamelijk groeisectoren bevatten, maar in Europa voornamelijk waardesectoren, gezien het aanhoudende nijpende tekort aan groeiwaarden op het oude continent. Zelfs als we binnen dezelfde sectoren blijven, merken we evenwel grote rendementsverschillen in 2024, zoals de daling van Novo Nordisk met 11% tegenover de stijging van Eli Lilly met 33% en de daling van ASML met 2% tegenover de stijging van Nvidia met 177%. Globaal gezien, zijn de waarderingniveaus van de Europese kwaliteitsondernemingen thans aantrekkelijker dan een jaar geleden.

GOUDAANKOPEN DOOR DE CENTRALE BANKEN



De opkomende landen blijven investeren in goud. De aankopen door centrale banken zijn minder prijsgevoelig en maken deel uit van een recent ontwikkelde strategie van de BRIC-landen, die hun handelsoverschotten niet willen beleggen in Amerikaanse staatsobligaties, nu die hun reputatie als veilige en neutrale activa zijn kwijtgespeeld. De ingrepen om minder afhankelijk te worden van de dollar, zijn nog maar net begonnen. De financiële vraag zou kunnen terugkeren, zodra duidelijk wordt dat de centrale banken worden gedwongen de rente te verlagen en de staatsobligatie-inkoopprogramma's te hernemen. Niet alleen het gebrek aan een tegenpartijrisico, maar ook het beperkte aanbod spelen in het voordeel van het gele metaal als betaalmiddel.

Als u onze publicatie "Perspectives" niet meer wilt ontvangen,
kunt u zich uitschrijven via het onlineformulier

www.bdl.lu/noperspectives

Dit document werd met de grootst mogelijke aandacht en zorg opgesteld door BLI - Banque de Luxembourg Investments (BLI). De standpunten of meningen in deze publicatie zijn die van de auteurs en zijn in geen geval bindend voor BLI. De financiële en economische informatie in deze publicatie wordt louter ter informatie verstrekt op basis van de gegevens die bekend waren op de publicatiedatum. Deze informatie vormt geen beleggingsadvies, noch een verzoek of aanbeveling om te beleggen, en mag evenmin worden gezien als fiscaal of juridisch advies. Alle informatie moet met de grootste omzichtigheid worden gebruikt. BLI geeft geen enkele garantie met betrekking tot de juistheid, de betrouwbaarheid, de recentheid of de volledigheid van deze informatie. De aansprakelijkheid van BLI kan niet worden ingeroepen als gevolg van het verstrekken van deze informatie of van beslissingen die een persoon, al dan niet een cliënt van BLI, op basis daarvan neemt, aangezien deze persoon de volledige verantwoordelijkheid voor zijn beslissingen draagt. Potentiële beleggers moeten zich ervan vergewissen dat ze de inherente risico's van hun beleggingsbeslissingen begrijpen en mogen slechts beleggen na rijp beraad, in overleg met hun eigen professionele adviseurs, over de vraag of de voorgenomen beleggingen geschikt zijn in hun specifieke financiële situatie, in het bijzonder rekening houdend met alle boekhoudkundige, fiscale en juridische aspecten. Wij herinneren eraan dat in het verleden behaalde resultaten van financiële instrumenten geen garantie bieden voor de toekomst.

Nr. **182** – 1e halfjaar 2025

Perspectives

Redactie beëindigd op:
17/01/2025

Redactie en verantwoordelijke uitgever:
BLI - Banque de Luxembourg Investments
16, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Tel.: (+352) 26 26 99 33 18
info@bli.lu
www.bli.lu