

Vooruitzichten beleggingsjaar 2025: America First

Door Michiel Pekelharing Fotografie Cor Salverius Fotografie



Hoe werkt het Trump-effect straks door in de wereld-economie? Liggen de kansen vooral op de beurs, of juist op private markten? Op het seminar 'How to position your portfolio for 2025 in an era of geopolitical uncertainty' van Financial Investigator blikten vijf experts vooruit op het nieuwe beleggingsjaar.

Schakelt de economie een tandje terug in 2025? Als dagvoorzitter Bob Homan de zaal consulteert, is er van recessievrees bepaald geen sprake. Daar sluit Han Dieperink zich bij aan: 'Er zou een recessie kunnen komen als de Republikeinse Partij naar een evenwichtige begroting streeft, zoals de partij in het verleden deed. Een snel oplopend begrotingstekort heeft aan de andere kant mogelijk ook grote gevolgen. In dat geval krijg je misschien een schokmoment op de financiële markten, die zich zorgen maken over een stijging van de Amerikaanse rente. Maar voorlopig denk ik niet dat er in 2025 een recessie komt.' Salman Ahmed waarschuwt dat beleggers niet alleen moeten kijken naar de kracht van de Amerikaanse economie bij het in kaart brengen van recessierisico's. In zijn ogen draait het straks steeds meer om de dynamiek tussen verschillende regio's. Ahmed: 'Als de Verenigde Staten straks handeltarieven gaan invoeren, kan het land in zekere zin een beetje economische groei overnemen van Europa. Het recessiegevaar zit dus dicht bij huis. Europa loopt een groot neerwaarts groeirisico door het beleid dat de Republikeinse Partij mogelijk gaat voeren.'

Vooruitzichten rentemarkt

Homan verschuift de focus naar de rentemarkten. Daar is de verwachting dat de rente op Duitse 10-jaars staatsobligaties eind 2025 rond een niveau van 2% zal bewegen. Olaf van den Heuvel: 'Maar je moet niet vergeten dat centrale banken van het QE-medicijn hebben geproefd. Ze hebben ervaren hoe makkelijk QE ingezet kan worden en hoe weinig direct

inflatie-effecten er zijn. Als er wat gebeurt in Europa of de VS, is het heel makkelijk voor centrale bankiers om de rente veel verder omlaag te duwen dan iedereen nu denkt. Ze hebben de smaak te pakken en in een negatief economisch scenario is dit de weg van de minste weerstand.' De rentebewegingen zijn volgens Wouter Weijand niet los te zien van de ontwikkelingen op de valutamarkt: 'Als de dollar snel in waarde stijgt, importeert Europa inflatie. Dat kan leiden tot een steilere yieldcurve. Bij looptijden van 2 en 5 jaar zouden de rentetarieven nog wat verder kunnen zakken, mocht de ECB ondanks die sterke dollar haar beleid verder versoepelen onder druk van mogelijk tegenvallende economische groei. In de Verenigde Staten zie je dat de oplopende inflatieverwachtingen al aan het lange deel van de yield curve verwerkt zijn. In september werden er nog iets van tien renteverlagingen door de Federal Reserve verwacht. Daar zijn er nu nog maar twee of drie van over.' Volkert de Klerk waarschuwt dat het inflatierisico een stuk groter is in de VS dan in Europa. De Amerikaanse inflatieverwachting ligt ongeveer tussen 2,5% en 3%. De Klerk: 'Maar als ik moest kiezen, zou ik zeggen dat de inflatie eerder iets daarboven dan daaronder zal uitkomen.'

Geopolitieke verhoudingen

Op 20 januari betreft Donald Trump voor de tweede keer het Witte Huis. Homan snijdt de vraag aan hoe de veranderende geopolitieke verhoudingen in 2025 doorwerken in de economie. Ahmed: 'Trump heeft voorgesteld om importheffingen van 60% in te voeren op goederen en diensten uit China. Voor Europa is dat 20%. We weten nu nog niet of en wanneer dit gebeurt. De kabinetsbenoemingen vormen een goede indicator van hoe zijn beleid er straks uitziet. Afgaande op de benoemingen van de afgelopen tijd, lijkt het erop dat de Verenigde Staten een agressief handelsbeleid gaan voeren. China kan daar relatief hard door worden geraakt. Maar dat land heeft al veel ervaring om proactief met hoge importheffingen om te gaan. China zou het effect daarvan kunnen tegengaan met een pakket maatregelen om de eigen economie te stimuleren. Ondertussen lijkt Europa niet te beseffen >



VOORZITTER

Bob Homan

CIO ING Investment Office



Salman Ahmed

Global Head of Macro and Strategic Asset Allocation, Fidelity International



Han Dieperink

Chief Investment Officer, Auréus



Olaf van den Heuvel

Experienced Chief Investment Officer



Volkert de Klerk

Chief Investment Officer, Roots Investments



Wouter Weijand

Chief Investment Officer, Providence Capital

hoe belangrijk het is om de eigen economie te beschermen. Mogelijk gebeurt dat pas als er een recessie komt en de euro sterk daalt.' Dieperink benadrukt dat beleggers verder moeten kijken dan alleen de omslag in het Amerikaanse handelsbeleid: 'Trump heeft gezegd dat hij de oorlog in Oekraïne zal stoppen. Als dat gebeurt, is dat positief voor Europa. En als hij dan ook vrede brengt in het Midden-Oosten en een akkoord sluit met China, krijgt hij misschien zelfs de Nobelprijs voor de Vrede die hij zo graag wil hebben.' Weijand ziet eveneens wat lichtpuntjes van de Republikeinse zege: 'Europa geeft jaarlijks tientallen miljarden aan de oorlog in Oekraïne. Als de oorlog eindigt, kunnen we dat gebruiken voor onze eigen verdediging. Die moet ook worden versterkt. Trump zegt daarnaast 'drill baby, drill'. Op de oliemarkt heb je maar een klein beetje extra aanbod nodig om de prijs omlaag te krijgen. Als dat gebeurt, hoeven we weer wat minder bang te zijn voor een stijgende rente.'

Verenigde Staten versus China

Homan legt de zaal de vraag voor of Trump uiteindelijk een akkoord met China gaat sluiten. Het grootste deel van de aanwezigen heeft daar weinig hoop op. Dat geldt ook voor De Klerk: 'Als belegger kijk ik liever naar de ontwikkelde wereld dan naar China en andere opkomende markten. De economieën van opkomende landen groeien relatief snel en de waardeeringen zijn veel aantrekkelijker dan in de ontwikkelde wereld. Maar een sterke dollar is ongunstig voor opkomende markten. Bovendien is er geen directe relatie tussen een naar verhouding snelle economische groei en stijgende beurskoersen.' Ook Weijand heeft weinig hoop op betere politieke relaties tussen de VS en China. In zijn ogen wordt het heel lastig om het land te stoppen. Weijand: 'Het is heel lastig om met China te concurreren. Kleine elektrische auto's uit dat land zitten even goed in elkaar als die van Europese autobouwers, maar ze kosten slechts de helft. China verplaatst de productie onder meer naar Brazilië, omdat Latijns-Amerika steeds belangrijker wordt als afzetmarkt. Maar ook naar Spanje en Turkije. Zo ontloopt het land Europese importheffingen.' Toch komt China niet op elk gebied als winnaar uit de bus. Ahmed: 'Voor de dollar is op valuta-

markten geen alternatief. Een open kapitaalrekening is een belangrijke eigenschap van een reservevaluta en die heeft China niet. Bovendien is de hele handelsinfrastructuur ingericht op dollartransacties. Op de BRIC-bijeenkomst in Moskou waren de deelnemers het erover eens dat er een alternatief moet komen voor de dollar. Maar zelfs in het meest gunstige scenario gaat het nog tientallen jaren duren voordat een andere munt ook maar in de buurt komt van de dollar in de wereldwijde kapitaal- en handelsstromen.'

Private markten

Homan verschuift het gesprek richting private markten, die een steeds grotere plaats krijgen in institutionele portefeuilles. Van den Heuvel: 'Qua rendementverwachting hebben private markten nog altijd een streepje voor op publieke markten. De premie die je kunt verdienen, ligt momenteel waarschijnlijk iets hoger dan de illiquiditeitspremie die je zou mogen verwachten. Private markten worden steeds toegankelijker. Een bijkomend voordeel is dat beleggers met deze beleggingen goed hun impactdoelstellingen kunnen najagen. Als je kijkt naar de wegging in de portefeuille, zie je dat verzekeers ongeveer 40% van het belegd vermogen in private markten inclusief hypotheek hebben geïnvesteerd. Voor pensioenfondsen is dat nog wat minder.' Ook bij family offices is er vaak ruimte voor een grote positie in private markten. De Klerk: 'Bij Roots Investments is dat gewicht 50% à 60%. Daarbij moet ik wel opmerken dat onze aanpak sterk afwijkt van meer traditionele vermogensbeheerders. We geloven heel sterk in private equity en de kansen die er liggen voor actieve managers om waarde toe te voegen, bijvoorbeeld via het doen van add-on overnames. Daar kunnen steeds meer beleggers van profiteren. Je ziet dat vermogensbeheerders en private banks private marktoplossingen opnemen in het productaanbod voor meer vermogende beleggers met een wat hoger risicoprofiel. Deze markt maakt een flinke groei door.'

De politieke en economische onzekerheid roept bij Bob Homan de vraag op hoe ver de verschillende CIO's vooruitkijken bij het invullen van de assetmix. Weijand maakt in dit opzicht onderscheid tussen een tactische wegging met een horizon van

zes tot achttien maanden en een strategische allocatie waar met klanten minstens vijf jaar vooruit wordt gekeken. Ahmed maakt echter een kanttekening bij de horizon voor de tactische weging: 'In principe hanteren wij ook een periode van zes tot achttien maanden. Maar nu hebben we die behoorlijk ingekort. De volatiliteit kan dan wel laag zijn, maar de onzekerheid in de markt is juist heel groot. Hoe gaat bijvoorbeeld het buitenlandbeleid van de VS er in 2025 uitzien? En wat gaat de Federal Reserve volgend jaar doen? Op de financiële markten is het nu heel lastig voorspellen hoe de wereld er over drie maanden uitziet. Als team moet je nu heel wendbaar zijn.'

Magnificent Seven

Homan sluit het panel af met de vragen welke trends de CIO's voor de komende tijd zien en hoe lang de Magnificent Seven nog volop een plaats in de schijnwerpers opeisen. Volgens Weijand moeten beleggers zich niet te veel laten meeslepen door hun enthousiasme: 'Onlangs was ik op een event waar een spreker van een grote zakenbank zei dat het verwachte jaarendement op Amerikaanse aandelen tijdens het komende decennium op 3% uitkomt. Dat is misschien wel heel pessimistisch, maar de waarderingen lijken nu te ver door te schieten. De komende drie tot zes maanden kan de rally dankzij het positieve sentiment mogelijk doorzetten. Daarna breekt mogelijk een somberdere periode aan op de Amerikaanse aandelenmarkt. Voor wat betreft de Magnificent Seven is kunstmatige intelligentie als technologie geen hype. De voorspelde productiviteitsverbetering zal er wel komen. Het is de vraag of dat ook voor de extra winst geldt die Big Tech dankzij AI zou boeken. Die is nog nauwelijks zichtbaar, maar dat wordt gemaskeerd door hogere winsten bij andere activiteiten zoals advertentieverkopen. Je kunt je ook afvragen hoeveel groter technologiebedrijven kunnen worden als Nvidia al een beurswaarde heeft van \$ 3,5 biljoen. Ik geloof in een verbreding van de markt, waarbij small caps een inhaalslag kunnen maken.' Die beweging ziet De Klerk ook: 'We hadden eerder dit jaar een discussie binnen ons team of we moesten omschakelen van een market cap weight naar een equal weight belegging in de S&P 500. Uiteindelijk hebben we die stap niet gezet.

Wie een of twee jaar geleden was overgestapt naar een equal weighted index, had flink wat rendement misgelopen. Ook speelt mee dat grote technologie- en AI-bedrijven sterke marktposities en echt pricing power hebben. De belangrijkste trend voor de komende jaren is de opkomst van private markten. Met name in het particuliere/HNW-segment liggen nog flinke groeikansen voor aanbieders, dankzij de 'retailization' van private markten. Ik denk dat daar de komende jaren veel interessante nieuwe strategieën bij gaan komen.' Van den Heuvel benadrukt dat beleggers vooral ook naar de geldstromen moeten kijken: 'De afgelopen jaren heb ik me er regelmatig over verbaasd hoeveel geld er naar allerlei risicovolle assets stroomt. Die enorme instroom verklaart waarom waarderingen op veel markten nu hoog liggen. Zolang de geldstromen op peil blijven, kunnen de koersen verder oplopen. En omdat er steeds meer via ETFs belegd wordt, komt een groot deel van de instroom bij de Magnificent Seven terecht.' Bij Dieperink roepen de Magnificent Seven de herinnering op dat hij twee jaar geleden nog aan een klant moest uitleggen waarom Nvidia een gewicht van 6% had in zijn portefeuille. Dieperink: 'Tegenwoordig is Nvidia het bedrijf met de hoogste beurswaarde ter wereld. In veel portefeuilles heeft het aandeel de zwaarste weging. De huidige situatie lijkt wel wat op die van de roaring twenties in de vorige eeuw. Die periode kenmerkte zich door de introductie van allerlei nieuwe, productiviteitsverhogende technieken. Als dat straks doorwerkt in de economische dynamiek, gaan we op de aandelenmarkt een plezierige periode tegemoet.' De discussie wordt afgesloten met een kleine kanttekening bij het positieve plaatje dat Dieperink schetst. Ahmed: 'Ik maak me wel een beetje zorgen over small cap-aandelen. Heel veel kleinere bedrijven komen in handen van private equity-beleggers, in plaats van dat ze naar de beurs gaan. Tegenwoordig bestaat een bedrijf gemiddeld 12 jaar als het een notering krijgt aan een Amerikaanse aandelenmarkt. In 1999 was dat slechts 4 jaar. Het zijn dus vooral private equity- in plaats van aandelenbeleggers die profiteren van de periode waarin kleine bedrijven sterk groeien. In Europa is dit overigens een minder groot probleem.' ■

IN HET KORT

De groeivoorzichten voor de Amerikaanse economie zijn in 2025 beter dan voor de Europese.

Centrale bankiers kunnen de rente ver omlaag duwen als zich toch een economische vertraging aftekent.

De vooruitzichten voor private markten zijn minstens even goed als voor aandelenmarkten.