

Visie 2025

Auréus Group B.V.



Inhoudsopgave

Samenvatting	3
De economie van het aanbod	4
Uitdagingen voor Europa.....	7
Het belang van de Verenigde Staten	9
China als Exportweltmeister	12
De volgende Nobelprijs voor de vrede	14
De veilige haven van private markten	16
Het belang van productiviteitsgroei	19
Nogmaals de Magnificent Seven	21
Goud of cryptovaluta	23
De stijgende ster in de rente.....	24
De scenario's voor 2025.....	25

**“Vertrouwd, verantwoord en
vooruitstrevend. Dat is hoe wij ons
onderscheiden in vermogen.”**

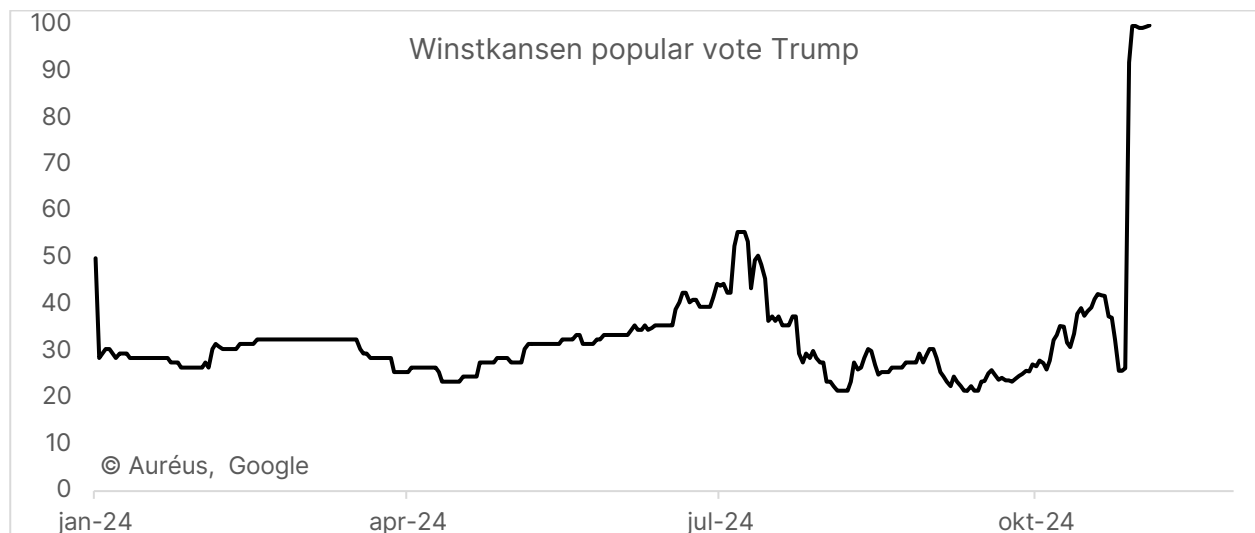
Samenvatting

- De komst van Trump heeft een positief effect op met name de Amerikaanse economie: Lagere belastingen, deregulering, maar mogelijk ook een beheerste overheidsbegroting en een solide monetair beleid. In combinatie met meer vrijhandel betekent dat de **aanbodeconomie**, bekend van Reagan en Thatcher, weer helemaal terug is van weggeweest.
- Er zijn te veel argumenten voor een stevige **Europese discount** ten opzichte van Amerikaanse aandelen. Om als belegger toch een bovengemiddeld rendement te maken op Europese aandelen, is men afhankelijk van de prestaties van Amerikaanse aandelenmarkt. Alleen in de minder waarschijnlijke scenario's kan Europa in 2025 beter presteren dan Amerikaanse aandelen.
- **Amerikaanse aandelen** omvatten een steeds groter deel van de wereldindex. Daarvoor zijn verschillende oorzaken, waaronder uiteraard het Amerikaanse vestigingsklimaat en de diepe Amerikaanse kapitaalmarkten. Verder profiteert de VS van de aanwezigheid van een grote hoeveelheid Megacaps.
- In korte tijd is China er in geslaagd dat zo'n beetje elk Chinees bedrijf kan concurreren met Amerikaanse en Europese bedrijven. China neemt zo het stokje van Duitsland over als **ExportWeltmeister**.
- **Geopolitieke** risico's zijn de laatste jaren fors toegenomen en beginnen steeds meer met elkaar samen te hangen. Ook wat dat betreft zijn we weer terug in de jaren tachtig. Toen was de harde lijn van Reagan vereist om de as van het kwaad op de knieën te dwingen, nu kan Trump met die eer strijken.
- **Private markten** nemen onder andere de rol over van obligaties in portefeuille over en vormen daardoor een nieuwe veilige haven in een soms volatiele wereld.
- Beleggers hebben geluk dat ze zich bevinden in de staart van de Vierde industriële revolutie. De tweede industriële revolutie heeft veel materiële welvaart gebracht door het automatiseren van menselijke arbeid. Dat zal worden overtroffen doordat nu de menselijke denkkraft wordt geautomatiseerd. In essentie draait het alleen om **productiviteitsgroei**.
- Die productiviteitsgroei wordt voor een belangrijk deel mogelijk gemaakt door de ontwikkelingen op het gebied van kunstmatige intelligentie. De **Magnificent Seven** aandelen hebben daarvan geprofiteerd en zullen daar ook in 2025 van profiteren. Tegelijkertijd is het gat met de achterblijvers zo groot geworden dat ook een gelijk gewogen marktbenadering steeds interessanter aan het worden is.
- Goud en **Bitcoin** hebben opvallend veel met elkaar gemeen, het zijn in ieder geval alle twee activa die waard zijn wat 'een gek er voor geeft'. Door de steun van de gevestigde orde zit er meer potentie in bitcoin, maar de ongezonde taferelen nemen toe.
- Wij gaan er van uit dat de **rente** verder kan stijgen, enerzijds door een hogere neutrale of natuurlijke reële rente en anderzijds doordat 2 procent voor inflatieverwachtingen waarschijnlijk een vloer is en niet langer een plafond. Boven de 4,5 procent rente in de VS begint de correlatie tussen obligaties en aandelen te schuiven, bij 5 procent zal de markt opnieuw onrustig worden.
- Er zijn vier scenarios voor 2025. Het basisscenario is nog altijd **Uber-Goldilocks**, met daarnaast een **Reflatie**-scenario, een **Bust**-scenario of een **Mar-a-lago** scenario

De economie van het aanbod

Sinds de coronapandemie hebben overheden een grotere rol genomen in de economie en dat raakt in toenemende mate de dynamiek van de economie. Als er ergens een probleem is in de samenleving, wordt er al snel geroepen dat de overheid moet ingrijpen. Dat terwijl nog niet zo lang daarvoor marktwerking, decentralisatie en het verzelfstandigen van overheidstaken wezenlijke onderdelen waren van het beleid. Maar post-Corona mochten zowel als burgers als bedrijven rekenen op de bijna onvoorwaardelijke steun van de overheid. Dat komt onder andere tot uitdrukking in een extreem laag aantal faillissementen. Maar de overheid neemt een te grote rol bij het stabiliseren van de economie. Compensatie voor de één is immers een belasting voor de ander. Gratis geld bestaat niet. Die te grote rol van de overheid zorgt ook voor lagere productiviteit of overmatig risicovol gedrag. We zijn te veel een compensatiemaatschappij geworden. De overheid is bezig om de activiteiten van de burgers te micromanagen. Transfers zijn niet langer beperkt tot de kansarmen, maar klimmen steeds verder omhoog op de inkomensladder.

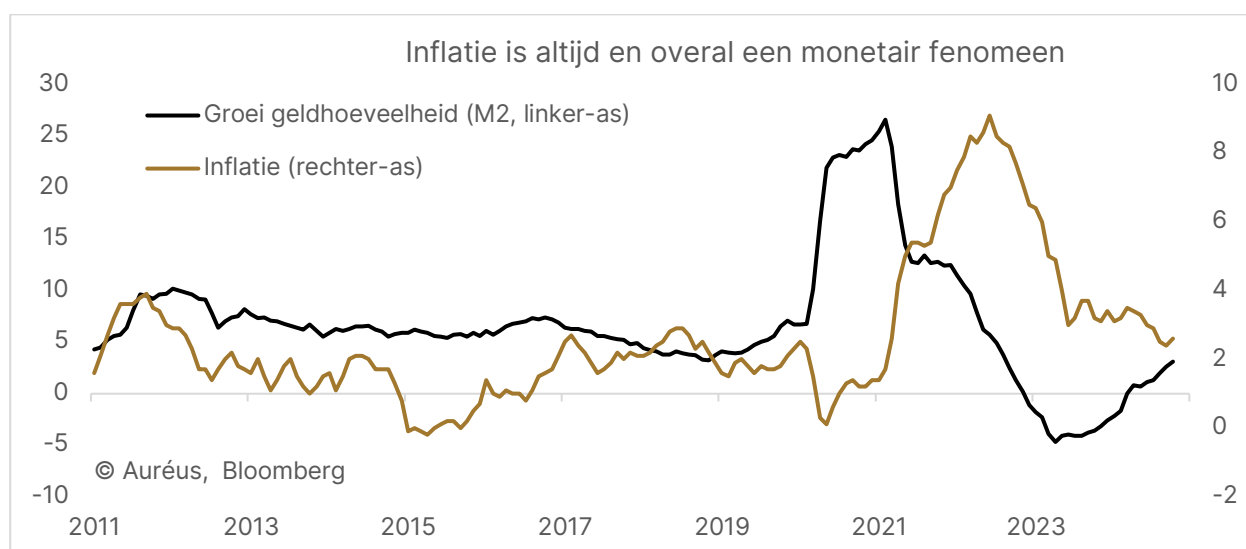
Door alle regeldruk is de vrije markt in het gedrang gekomen. Vreemd genoeg krijgt juist de niet meer bestaande vrije markt steeds vaker de schuld. De situatie lijkt op die in de jaren zeventig en tachtig met dalende productiviteit, stijgende inflatie, steeds hogere belastingen en een groeiend aantal burgers die ook toen afhankelijk werden van de overheid. Toen kwam de oplossing van de 'economie van het aanbod', wellicht beter bekend als 'supply-side-economics' of Reaganomics. De aandacht voor de aanbodzijde van de economie zorgde toen voor herstel van de economische dynamiek. Met het aantreden van Trump is er opnieuw aandacht voor de aanbodzijde. Steeds duidelijker wordt dat het economische platform onder Trump leunt op pijlers die sterk gericht zijn op economische groei, zoals een vennootschapsbelastingtarief van maximaal 15 procent en de opnieuw vergaande deregulering.



Veel centrale banken in ontwikkelde landen hebben zich sinds de Grote Financiële Crisis laten verleiden tot de monetaire gekte van negatieve rentes en het massaal opkopen van staatsobligaties. Centrale banken zijn hierdoor veel minder onafhankelijk geworden, ze laten zich te veel leiden door politieke motieven. Verder heeft deze monetaire gekte er voor gezorgd dat een

deel van onze kapitaalvoorraad is vernietigd. Denk naast negatieve rentes en eindeloze rondes kwantitatieve verruiming ook aan de verschillende operaties met als doelstelling om de lange kant van de rentecurve te beïnvloeden. Centrale banken hebben de mensen in de echte wereld veel schade berokkend door de rente – de prijs van geld – wereldwijd zo te drukken.

Deze vorm van financiële repressie is een beproefd middel om een schuldenprobleem aan te pakken. Zo lang de centrale bank er in slaagt om zowel de korte als de lange rente structureel beneden de nominale groeivoet van de economie te houden, neemt de schuld als percentage van het BBP af. Gebruikmakend van het rente-op-rente effect kan hiermee elk schuldenprobleem worden aangepakt. Het kost de kredietverstrekker wel veel rendement. Na de Tweede Wereldoorlog tot aan begin jaren tachtig ging door dit fenomeen twee derde van de koopkracht van de belegger in obligaties verloren. Dat terwijl de schulden zich tegenwoordig opnieuw op een vergelijkbaar hoog niveau bevinden.

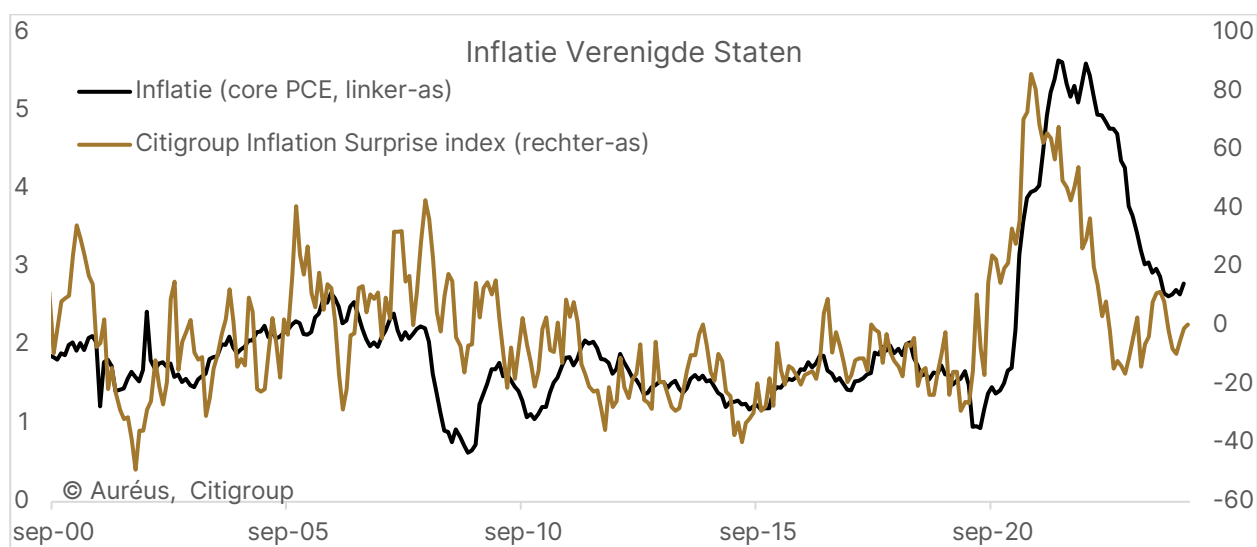


Het rentebeleid van centrale banken heeft veel onbedoelde consequenties. Een te lage rente leidt tot zeepbellen, omdat het nu eenmaal veiliger is om dan bestaande activa met geleend geld te kopen dan te investeren in onzekere nieuwe activiteiten. Spaarders gaan ook niet meer consumeren als de spaarrente te laag is, ze moeten juist meer sparen. Een te hoge rente zorgt onvermijdelijk voor een recessie en de daarbij behorende kapitaalvernietiging. Veel beter is het om de centrale bank ook te automatiseren en permanent te kiezen voor een de neutrale rente met een opslag van bijvoorbeeld 0,25 procent. Het is voor financiers niet interessant om te investeren in activa die in lijn groeien (lees: renderen) met de economie, maar wel in innovatieve activiteiten die sneller groeien. Zo'n rentebeleid zorgt dus automatisch voor innovatie. Alleen bedrijven die harder groeien dan de economie komen in aanmerking voor financiering. De enige uitdaging is bepalen waar de neutrale rente ligt, maar daarover later meer.

Centrale bankiers zijn vaak niet gekozen academici, ambtenaren of tegenwoordig zelfs oud-politici. Het beleid van centrale bankiers heeft een grote invloed, feitelijk zonder dat er veel toezicht op is. Wat dat betreft is het vreemd dat ze niet democratisch worden gekozen. Dan heeft de kiezer in ieder geval de mogelijkheid om een einde te maken aan de schade die centrale

bankiers aanrichten. Wellicht is het beter om de centrale bank zelfs in zijn geheel te vervangen door een kunstmatig intelligent algoritme.

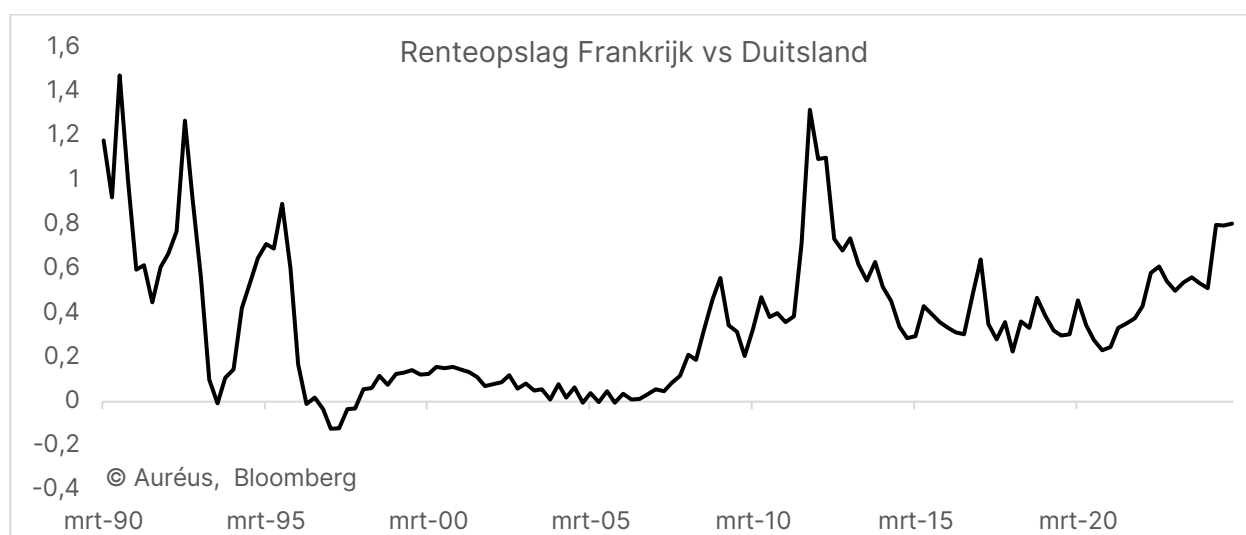
De economie van het aanbod bestaat idealiter uit een laag uniform belastingtarief, de beheersing van overheidsuitgaven, een solide monetair beleid, vrijhandel en minimale regulering. Als een economie groeit, stijgen de opbrengsten van het kapitaal, wat meteen terug is te zien in een hogere waardering. Sinds de overwinning van Trump, gebaseerd op de vele nominaties voor mensen in zijn regering, lijkt hij aan te sturen op de supply-side-economics van de jaren tachtig. Lagere belastingen en deregulering waren al bestaande onderdelen van zijn beleid. Door de nominatie van Scott Bessent (maximaal 3 procent tekort op de begroting), het laten zitten van Jerome Powell en het inzicht bij Trump dat een te hoge inflatie vrijwel altijd zorgt voor zetelverlies voor de zittende partij, krijgen we onder Trump (toegegeven nogal onverwacht) mogelijk ook een solide monetair beleid.



Verder is Trumps handelsbeleid vanaf de start 8 jaar geleden bedoeld als het creëren van een level playing field. China heeft sinds de toetreding tot de WTO in 2001 een begunstigde positie die wellicht past bij de status van opkomende markt toen, maar nu het land de grootste economie ter wereld is (op basis van koopkrachtpariteit) moet China meer ruimte bieden aan concurrentie. Dat geldt ook voor Europa dat met de Europese Unie feitelijk een groot handelsbolwerk is geworden, anders was er niet zo'n gedoe over de Brexit. De manier waarop Trump landen bilateraal probeert te dwingen tot onderhandelen kan in de tussentijd wel voor volatiliteit zorgen. Weliswaar is de relatie tussen China en de Verenigde Staten onder neoconservatieven als Antony Blinken (minister van buitenlandse zaken) en Jake Sullivan (National Security Advisor) verslechterd, maar de machtspoliticus Trump heeft een zwak voor sterke tegenstanders. De gevolgen van de nieuwe aanbodeconomie in combinatie met de productiviteitsgolf als gevolg van kunstmatige intelligentie zal er voor zorgen dat er sprake is van gezonde economische groei en verder stijgende winsten. Tegelijkertijd drukken de productiviteitswinsten de inflatie, waardoor de rente relatief laag kan blijven. Een ideale omgeving voor aandelen en tal van investeringen in private markten.

Uitdagingen voor Europa

De Europese discount is niet nieuw. In de zomer van 2024 was er al sprake van een korting van 35 procent op Europese aandelen ten opzichte van Amerikaanse aandelen. Sindsdien is de korting door Trump alleen maar verder opgelopen. De argumenten voor de Europese discount hangen samen met de veel grotere financiële sector in Europa, die ook nog eens veel harder werd geraakt door nota bene de Amerikaanse financiële crisis van 2008. Probleem voor Europa is ook dat de euro, nog altijd een divergerend systeem. Het grootste probleem voor Europa zit nu in de kernlanden Frankrijk en Duitsland. De Club Med doet het relatief goed, al lijkt ook dit een tijdelijk toeristisch fenomeen. Voor Frankrijk is de enige denkbare echte oplossing het inruilen van de euro voor een nieuwe Franse franc, maar waarschijnlijk kiest met toch voor de 'extend-and-pretend'-oplossing die geen oplossing is. We moeten nog even wachten op de zesde republiek.



Wat ook niet bepaald waardeverhogend werkt, is de grootschalige oorlog op het Europese continent. Eerder leek die nog wel voor meer eenheid te zorgen, maar onderschat niet de bilaterale manier van zakendoen van Trump, Poeten en Xi die Europa vrij eenvoudig uit elkaar kan spelen. Wel zal in 2025 waarschijnlijk de oorlog in Oekraïne eindigen. Dat betekent echter wel dat de uitgaven voor nog meer (Europese) wapens omhoog zal gaan, hoewel de beste oplossing voor de Amerikaanse economie zal zijn het doorvechten met Amerikaanse wapens, gefinancierd door Europa. Het resultaat van de oorlog in Oekraïne voor de Amerikanen overtreft hun stoutste dromen. Zonder dat er een Amerikaans mensenleven in gevaar is geweest, is het Russische leger gedecimeerd en minimaal 20 jaar teruggeworpen in de tijd.

Een dure Europese hobby is de energietransitie. Aan de ene kant is die noodzakelijk want de energie in Europa is nu al snel drie keer duurder dan in de rest van de wereld, met Nederlandse elektriciteit helaas als uniek hoogtepunt in Europa. Veel energieverslindende bedrijven zijn in de afgelopen jaren vertrokken en komen ook niet meer terug. Als de oorlog stopt, zullen de Amerikanen ongetwijfeld weer snel zaken doen met de Russen. Voor Europa is dat een veel grotere stap. Ondertussen lijkt de Europese energietransitie van in totaal 5 biljoen euro door de politieke verschuivingen afgelopen jaar, verder weg dan ooit. Bovendien zal in Europa de

energietransitie niet slagen zonder hulp van China. Probleem van de Europese Unie is nog altijd dat de Unie zelf geen eenheid is en dat de Unie slechts de helft van het Europese BBP omvat. Belangrijke landen als het Verenigde Koninkrijk, Zwitserland en ook Noorwegen doen niet mee. Het grote voordeel van een mogelijk einde van de euro is dat daarna deze landen wel weer volop mee kunnen doen. Dan ontstaat een veel groter economisch blok, eventueel inclusief Oekraïne.

Verskil tussen Europa en de VS zijn ook de financiële markten. In de Verenigde Staten zijn die diep en groot. Veel Europese ondernemers kiezen liever voor financiering via de Amerikaanse kapitaalmarkten dan dat ze worden afgescheept met de Europese discount. `Europeanen kopen liever huizen dan aandelen, terwijl Amerikanen dankzij hun hoge investeringen in aandelen eigenlijk een beter pensioenstelsel hebben dan de Europeanen dat veel rendement verliest door de financiële repressie van de ECB en de door carrièrerisico's gedreven risicoaversie van de bestuurders in de pensioensector.

Amerikaanse bedrijven betalen substantieel minder belasting dan Europese bedrijven. Dat zorgt voor hogere winsten en een hogere waardering. Afgezien daarvan is Europa veel minder ondernemersvriendelijk dan de VS. Als een bedrijf een keer de wind mee heeft, dan wordt er in Europa al snel gesproken over een extra belasting om de overwinsten te belasten. Daardoor zijn bijvoorbeeld energiebedrijven in Europa lager gewaardeerd dan in de VS. Ridicuul is het natuurlijk ook als Europeanen in het kader van duurzaamheid niet meer in bepaalde bedrijven willen investeren, maar nog wel hun producten kopen. Denk aan de demonstranten die protesteren tegen fossiele brandstoffen met in hun hand twee plastic tases.

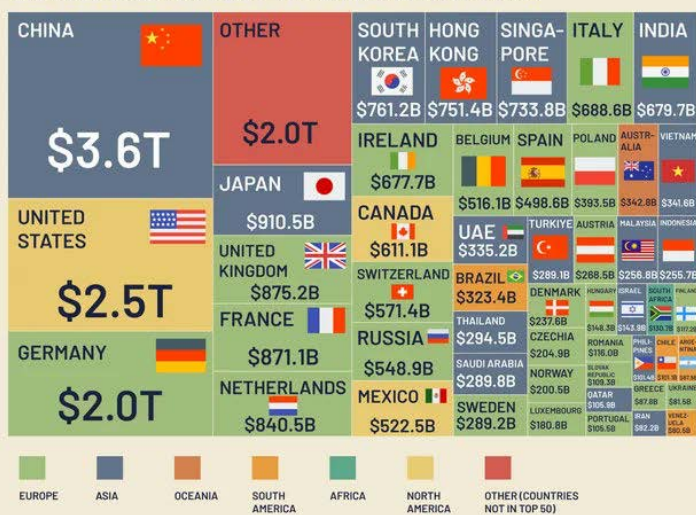
Vergeleken met de Amerikaanse economie is de Europese economie van nature veel meer een open economie en daardoor ook veel afhankelijker van China en in het verleden Rusland. Voor wat betreft de export leggen we het af tegen China. De gok op Rusland met de Ostpolitik is in het gezicht van de Duitsers opgeblazen. Er zit wel degelijk potentie in de Europese diversiteit, maar het is maar de vraag of die er in 2025 uit zal komen. Dat is ook afhankelijk van de Amerikaanse beurs.

COUNTRIES WITH LARGEST EXPORTS 1990 VS 2021

1990 GLOBAL TOTAL EXPORTS VALUE: \$4,312.1B



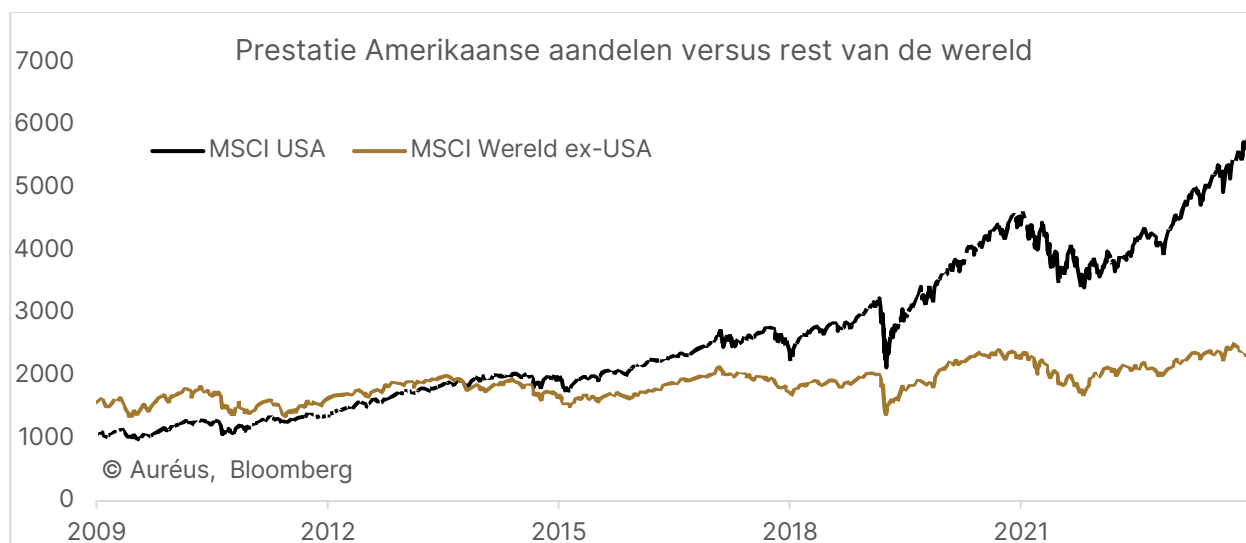
2021 GLOBAL TOTAL EXPORTS VALUE: \$27,878.6B



Source: The Atlas of Economic Complexity, World Bank. Current US\$.

Het belang van de Verenigde Staten

Afgezien van de dotcomzeepbel zijn Amerikaanse aandelen voor zover bekend niet eerder zo duur geweest als nu. Het laatste stuk is mogelijk gemaakt door de outperformance van de Magnificent Seven, in totaal zeven aandelen die samen een derde van de S&P 500 omvatten en die vooral profiteren van het narratief van generatieve kunstmatige intelligentie. Het gevolg is ook dat het lang geleden is dat het gewicht van Amerikaanse aandelen in de wereldindex zo hoog is geweest. Ter vergelijking, in de MSCI World woog de VS eind november 74 procent, in de jaren tachtig was dit slechts 30 procent. Overigens is het nog maar de vraag of deze piekwaardering een vloek of een zegen is. Begin jaren negentig bestond bijna de helft van de wereldindex uit Japanse aandelen. Daarmee is het niet goed afgelopen.



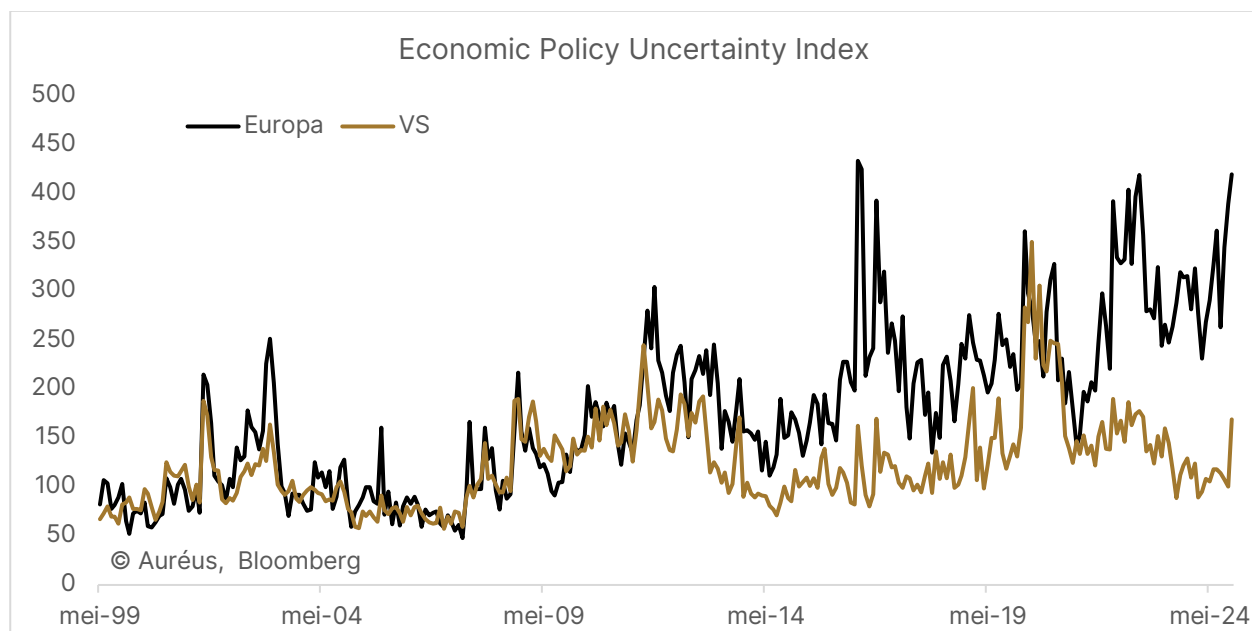
Amerikaanse bedrijven profiteren bovengemiddeld van het megacap-effect. Megacaps zijn bedrijven met een grote marktkapitalisatie. De meest aansprekende grens in de afgelopen jaren was het doorbreken van de 1 biljoen dollar (1000 miljard) aan marktkapitalisatie. Inmiddels zijn er meerdere bedrijven met meerdere biljoenen aan marktkapitalisatie. Bedrijven die veel groter zijn dan de economie van landen. Toch is dit niet voor het eerst in de geschiedenis. Gecorrigeerd voor de inflatie overstijgt de waarde van de VOC nog altijd die van de grootste megacaps van dit moment. Dat kwam omdat de VOC een monopolie had op de handel met Aziatische landen. Door haar omvang kon de VOC net als een land handelsverdragen sluiten, oorlog voeren en overzeese gebieden besturen. Veel megacaps van tegenwoordig zijn (impliciete) monopolies. Dat is vaak een gevolg van disruptieve innovaties. Het geeft ze vaak veel macht, waardoor het lastig is om dergelijke bedrijven op te breken.

Megacaps profiteren optimaal van netwerkeffecten die door de komst van het internet steeds groter zijn geworden. Daarbij helpt het als er ook veel handelsverdragen zijn, inclusief de steun van de politiek. Waar het vroeger vele jaren duurde voordat een product wereldwijd kon worden uitgerold, kan dat het dankzij deze verdragen en de technologie tegenwoordig in maximaal twee jaar. Verder zijn megacaps veel beter op de hoogte van wet- en regelgeving in de verschillende

landen, waardoor ze een voorsprong hebben op minder groot gekapitaliseerde bedrijven. Regulering zorgt dus voor een grotere concentratie.

Dankzij de komst van het internet zijn er eigenlijk geen 'barriers to entry' meer, maar is schaal de nieuwe 'barrier to entry'. Dat komt door het fenomeen dat op het internet de winnaar nu eenmaal alles krijgt. Geholpen door netwerkeffecten en schaalvoordelen kiezen consumenten uiteindelijk altijd voor deze winnaar. De huidige 200 grootste bedrijven in de Verenigde Staten waren in 2015 goed voor alle bedrijfswinsten. Dat betekent dus dat de overige 3.281 beursgenoteerde bedrijven per saldo verlieslatend waren. In plaats van een aanpak door antitrust-autoriteiten worden deze grote bedrijven juist geholpen door complexe wetgeving als Sarbanes-Oxley en Dodd-Frank. Regulering is in het voordeel van de megacaps. Deze megacaps kunnen overal ter wereld produceren (vaak op de goedkoopste locatie) en hebben ook overal ter wereld klanten. Daarmee zijn ze feitelijk ongrijpbaar geworden voor de overheid.

Megacaps zitten in elke index. Dat komt omdat bouwers van indices bedrijven selecteren op marktkapitalisatie en ze hebben daarbij een duidelijke voorkeur voor liquiditeit. Bovendien zijn er tal van indices met een meer thematische invulling en vreemd genoeg komen daar alle megacaps weer in terug. Ook op het gebied van duurzaamheid scoren ze hoog omdat ze de middelen hebben om daarover goed te rapporteren en omdat ze zichzelf een Chief Sustainability Officer kunnen veroorloven. Niet elke belegger hanteert dezelfde index als benchmark, maar uiteindelijk kan met een index van megacaps wel de index worden verslagen.

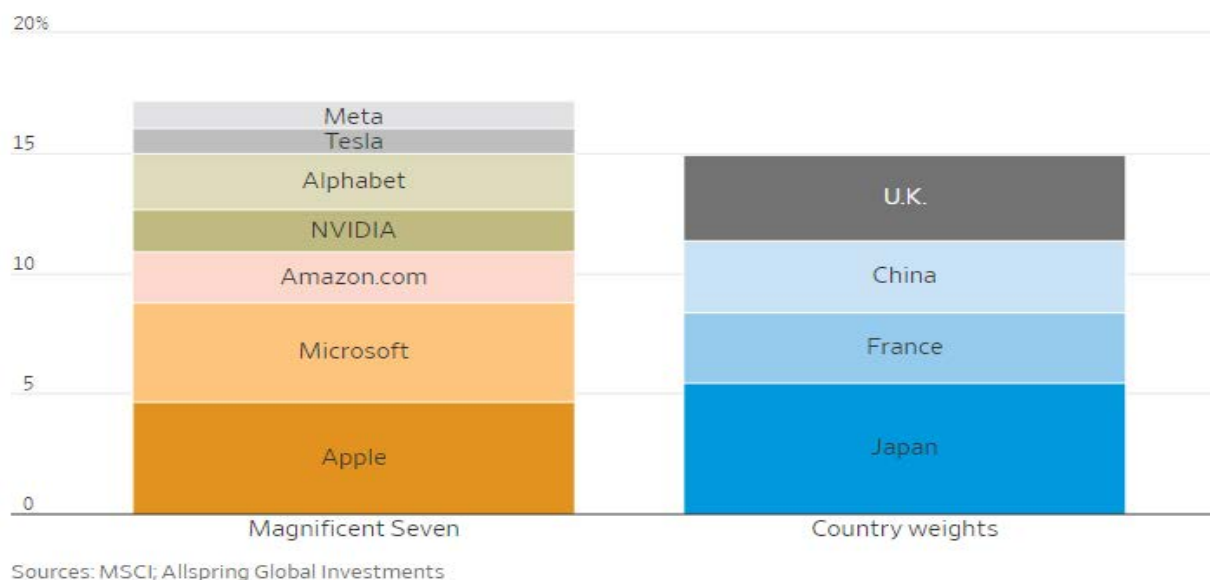


Megacaps zijn ook een alternatief voor obligaties. Vroeger waren langlopende Amerikaanse Treasuries de belangrijkste veilige haven, maar tijden veranderen. In de afgelopen jaren hebben Amerikaanse Treasuries door de rentestijging meer dan 50 procent van hun waarde verloren en dat verlies is slechts voor een klein deel goedgehaakt. Dergelijke verliezen zijn groter dan de tussentijdse verliezen deze eeuw op de aandelenmarkt. Moeilijk om obligaties dan te bestempelen als veilige haven. Bovendien leverde die andere veilige haven (cash) lange tijd een nul-rendement

en tot op heden blijft de vergoeding op een spaarrekening vaak achter bij een marktconforme rente. Die beleggers kopen dan liever Apple, Microsoft of Nvidia, want daarmee komt het op lange termijn wel goed, althans dat is steeds vaker het uitgangspunt bij grote institutionele beleggers zoals de sovereign wealth funds.

Eén voor één zullen de megacaps andere bedrijven die voorheen op de een of andere manier de markt wisten te verslaan van hun voetstuk stoten. Zo mag er terecht worden getwijfeld aan de small cap premie, al komt dat ook door de groei van private equity. Maar hoe zullen andere factoren zoals value of low-vol het op lange termijn uithouden ten opzichte van de megacaps? Gelukkig voor de factorbelegger zijn er altijd nog momentum en quality, iets waar megacaps goed op scoren. Let alleen op dat factorbeleggers vaak beleggen in gelijk gewogen portefeuilles en daarin zijn megacaps per definitie ondervertegenwoordigd. En wat te denken van familiebedrijven. Daar gaat het duurzame bedrijfsmodel nu opeens de performance achterblijft. Er waren altijd al veel familiebedrijven die roemloos ten onder zijn gegaan, maar averechtse selectie is nu eenmaal moeilijk statistisch te onderbouwen. Nog even en de eerste wetenschappelijke studie zal verschijnen over de megacap-factorpremie.

Weighting in the MSCI All Country World index



Dat de Amerikaanse aandelenmarkt duur is, is niet nieuw. Het betekent niet dat de outperformace voor Amerikaanse aandelen voorbij is. Zelfs als die aandelen achteraf gezien te duur zouden zijn dan geldt: *"Markets can remain irrational for longer than you can remain solvent"*. Bovendien ligt de groei van de productiviteit in de VS hoger, staat het land er demografisch gunstiger voor, heeft het een gunstiger economisch momentum, zijn Amerikaanse bedrijven meer winstgevend en groeien ze ook sneller. Tot slot kopen Amerikaanse bedrijven ook veel van hun eigen aandelen in. Ook is de fundamentele informatie over Amerikaanse bedrijven uitgebreider en rechtvaardigt de wereldwijde macht van de Verenigde Staten een lagere risicopremie.

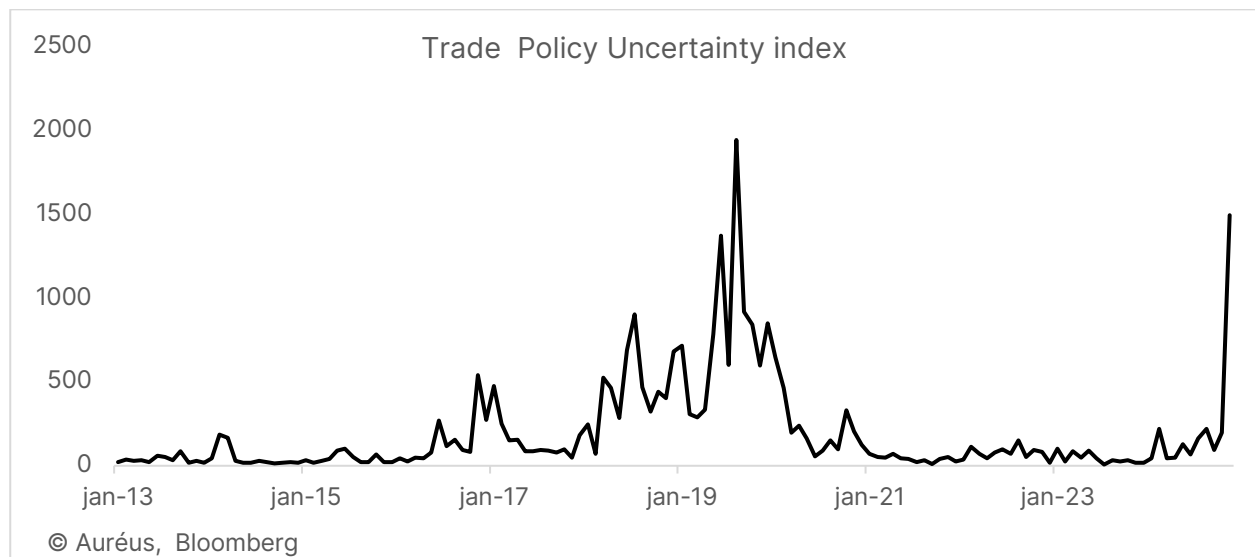
China als Exportweltmeister

Sinds de Grote Financiële Crisis probeert China minder afhankelijk te worden van de Verenigde Staten. Eerst waren de pijlen vooral gericht op de afhankelijkheid van de dollar en de financiering door de grote Amerikaanse banken. Sinds de Verenigde Staten de dollar ook hebben ingezet als wapen, eerst tegen landen als Iran, Soedan en Venezuela, maar meer recent ook tegen Rusland, probeert China de rol van de renminbi in het internationale betalingsverkeer te vergroten. Tegenwoordig wordt een deel van de olie verhandeld in renminbi, kan China andere Aziatische landen in een liquiditeitscrisis te hulp schieten met diepe zakken vol renminbi en is er in 2024 voor het eerst in de geschiedenis op Amerikaanse televisie uitgebreid gesproken over de dedollarisering van het internationale handelsverkeer. Nu zal de dollar nog jarenlang de status van reservemunt van de wereld behouden, maar de richting waarin China denkt wordt steeds duidelijker.

Sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog voeren de Amerikanen een containmentpolitiek waarmee het communisme in de wereld moest worden ingedamd. Isolatie zou uiteindelijk leiden tot stagnatie, zie het als een passieve belegering van een middeleeuws fort. De Chinezen vreesden altijd dat de Amerikanen energie zouden gebruiken als middel om het land te isoleren. China moest immers veel fossiele brandstoffen importeren. Daarom zijn er in China veel waterkrachtcentrales, kerncentrales en gaan er steeds grotere pijpleidingen naar zo'n beetje elk buurland. Verder loopt China voorop voor wat betreft zonnecellen en windmolens. Waar China niet op rekende was op een boycot op het gebied van computerchips. Juist op het moment dat de waarde van de import aan computerchips veel hoger was dan de waarde van de geïmporteerde olie, werd China daardoor verrast.

Eén van de reacties is dat tien jaar geleden China startte met het programma Made in China 2025. China streeft naar autonomie op zo'n beetje elk gebied. Dit programma was een strategisch plan waarin de industriepolitiek en met name de productie van Chinese semiconductors centraal staat. Bovendien bereikte China daarmee dat ze goederen met een hogere toegevoegde waarde kon produceren, ook omdat in China de loonkosten stegen. Dergelijke programma's hebben een totaal ander karakter dan in het kapitalistische westen. Neem bijvoorbeeld de Grote Sprong Voorwaarts eind jaren vijftig. Ineens moet dan de hele maatschappij om. Bovendien ontstaat er een situatie waarin partijleden kansen zien voor hun carrière door de beste prestaties te rapporteren. Op een gegeven moment produceerde China toen op papier veel meer voedsel dan theoretisch mogelijk was, waardoor Peking een groot deel dacht te exporteren met een binnenlandse hongersnood tot gevolg. Dit keer is een van de opdrachten aan lokale bestuurders om marktleider te worden op het gebied van elektrische auto's. Elke lokale bestuurder zorgt er daarom voor dat dergelijke bedrijven worden opgezet en gefinancierd. Opeens zijn er dan 130 Chinese automerken die elektrische auto's produceren, waarmee ze bovendien in snel tempo marktaandeel winnen op de wereldmarkt. China is tegenwoordig de belangrijkste exporteur van elektrische auto's. Nu dreigen er wel importheffingen, een soort blokkade in de ontwikkelde landen, maar de groei van de automarkt zit met name in de opkomende landen. Bovendien zijn die markten sterk prijsgevoelig. Dit zorgt voor grote problemen met de traditionele autoproducenten. Het zorgt er zelfs voor dat Duitsland niet langer ExportWeltmeister is, maar dat China die rol eenvoudig kan overnemen.

De Chinese export beperkt zich niet tot elektrische auto's. De Amerikanen hebben nog onder Biden een importheffing gezet van 100 procent op Chinese elektrische auto's, maar dat is grotendeels voor de Bühne. In de Verenigde Staten rijden nauwelijks Chinese elektrische auto's. Nu produceert Tesla een groot deel van haar auto's wel in China, maar die worden niet geëxporteerd naar de VS. Wel naar Europa, waar ze een relatief laag importtarief van 9 procent betalen. Naast auto's heeft China ook een groot deel van de batterijenmarkt in handen. Bovendien loopt China hier ook technologisch voorop, getuige ook de recente problemen bij Northvolt. Verder komen negen van de tien zonnecellen in de wereld uit China, evenals het overgrote deel van de windmolens. Zelfs op het gebied van kerncentrales concurreert China met de Verenigde Staten en Europa. Technisch vergelijkbaar, maar wel voor een derde van de prijs.



China is daarmee de grote exporteur van deflatie geworden in de wereld. Die rol had China al sinds de toetreding tot de Wereldhandelsorganisatie in 2001. Daarvoor had Japan lange tijd dezelfde rol. Vrijwel alles uit China kan tegen een fractie van de prijs worden gekocht en het tempo van kwaliteitsverbetering is opvallend. Natuurlijk kan China via bedrijven als Alipay en Temu ook in prijs (en kwaliteit) omlaag. Opeens zitten we hier met een overschot aan tweedehands kleding, omdat de landen die dit voorheen opkochten nu liever nieuw kopen bij Temu.

Nu kunnen landen zich ruwweg op twee manieren opstellen tegenover vloedgolf aan goedkope spullen uit China. Landen die zich openstellen, zullen profiteren van een sterk stijgende welvaart waarvan de consument profiteert. Landen die de grens juist sluiten voor producten uit China, leggen daarmee feitelijk een extra belasting op de binnenlandse consumptie en zijn daardoor uiteindelijk slechter af. Het is in de geschiedenis al zo vaak voorgekomen dat bedrijven in een land werden weggeconcentreerd door bedrijven uit de lage lonenlanden, maar importheffingen hebben dit tij nooit kunnen keren. Wat vroeger gold voor de textielindustrie of de schoenenindustrie, geldt in Duitsland nu voor de auto-industrie. Duitsland kan proberen die koste wat kost te redden, maar waarschijnlijk is het beter om producten te maken met een hogere toegevoegde waarde. Dat is niet eenvoudig gegeven de snelheid van de Chinezen, maar wel de enige oplossing.

De volgende Nobelprijs voor de vrede

De Amerikaanse president mag voor wat betreft het buitenlandbeleid redelijk autonoom opereren. Om een oorlog te beginnen heeft de president het Congres nodig, maar om een oorlog te beëindigen niet. Ook handelssancties kunnen door de president tamelijk eenzijdig worden ingeroepen. Het kan zorgen voor een aanmerkelijke verlaging van geopolitieke risico's in de tweede termijn van Trump.

Voorafgaand aan het eerste presidentschap van Trump was er geen handelsoorlog met China. Het is Trump die begon met de harde aanpak van China. Daarvoor zaten de Democraten nog op de lijn dat de Chinese toetreding tot de Wereldhandelsorganisatie in 2001 uiteindelijk ook de democratie in China zou bevorderen. Er was nog wel sprake van de traditionele politiek van containment ten aanzien van China, maar een harde confrontatie met het land bleef uit. Onder Trump werd China geconfronteerd met hoge importtarieven, waarbij het Trump uiteindelijk te doen was om een aantrekkelijke 'deal' voor de VS in de wacht te slepen. America first.

Met het aantreden van Biden draaiden de Democraten de maatregelen van Trump niet terug. Integendeel, ze scherpten die juist aan. Toch doen Chinezen liever zaken met de Republikeinen dan met de Democraten. Democraten leggen meer de nadruk op ethische, voor China belangrijke zaken zoals Tibet, de Oeigoeren, Hongkong en Taiwan, terwijl Trump daar geen boodschap aan heeft. Zolang er maar sprake is van een goede deal voor de Verenigde Staten. Naast Trumps aankondiging van nieuwe importtarieven voor China van maar liefst 60 procent, heeft hij Chinese autoproducenten als BYD ook beloofd dat Chinese auto's in de VS mogen worden verkocht, zo lang ze ook in de VS zijn geproduceerd. Iets waardoor Amerikanen in het verleden ook minder moeite hadden met Japanse auto's, zo lang die ook in de VS werden geproduceerd.

Onder Trump zal de kans op een Amerikaanse interventie in het Midden-Oosten afnemen. Sinds de Amerikanen weer zelfvoorzienend zijn geworden op het gebied van energie, is het belang van het Midden-Oosten voor de Amerikanen afgenomen. Onder Trump hebben de Amerikanen zich grotendeels teruggetrokken uit militaire conflicten in het Midden-Oosten. Tegelijkertijd is Trump de ideale onderhandelaar, enerzijds een hardliner en daarnaast zeer onvoorspelbaar. Zo'n persoon kan voor chaos zorgen in de complexiteit van het Midden-Oosten, maar kan ook net als Reagan in de koude oorlog een doorbraak forceren.

Trump stond in zijn eerste termijn aan de wieg van de Abraham-akkoorden, wat onder andere neerkomt op een getekende vrede tussen Arabische landen waaronder Saoedi-Arabië en Israël. Door die vrede kwamen de sjiieten (Iran) steeds meer buitenspel te staan, uitmondend in de terroristische aanslagen van 7 oktober. Voor vrede in het Midden-Oosten is een nieuw regiem vereist in Iran, omdat die via de terroristen van Hezbollah, Hamas en de Houthis vooral belang hebben bij instabiliteit. Maar de positie van Iran is verzwakt, getuige ook de val van Assad in Syrië. Het Midden-Oosten verkeert al lange tijd, sinds de val van de Sjah in chaos. Daarvoor was deze regio veel progressiever, vrediger en beschaafder, zie achtereenvolgens de foto's van Beiroet, Teheran en Damascus in de jaren zestig en zeventig:



Trump stelt dat hij bij zijn aantreden de oorlog in Oekraïne binnen 24 uur zal beëindigen. De oorlog in Oekraïne wordt grotendeels gefinancierd door de Amerikanen en de VS kan daardoor Volodymyr Zelensky dwingen om te onderhandelen met de Russen over een wapenstilstand, wat automatisch een de-escalatie van de vijandelijkheden zou betekenen, mogelijk uitmondend in een blijvende vrede. Die vrede in Oekraïne zal ook uitstralen richting het Midden-Oosten en Azië, gezien de betrokkenheid van Iran, Noord-Korea en China. Het zal de kans op door Iran gesteunde terroristische aanslagen doen afnemen. Ook China zal voorzichtiger worden en meer nadruk leggen op onderhandelen dan op een confrontatie. Daarmee stabiliseert ook de relatie tussen de VS en China. Zowel China als de Amerikanen onder Trump zijn meer pragmatisch ingesteld.

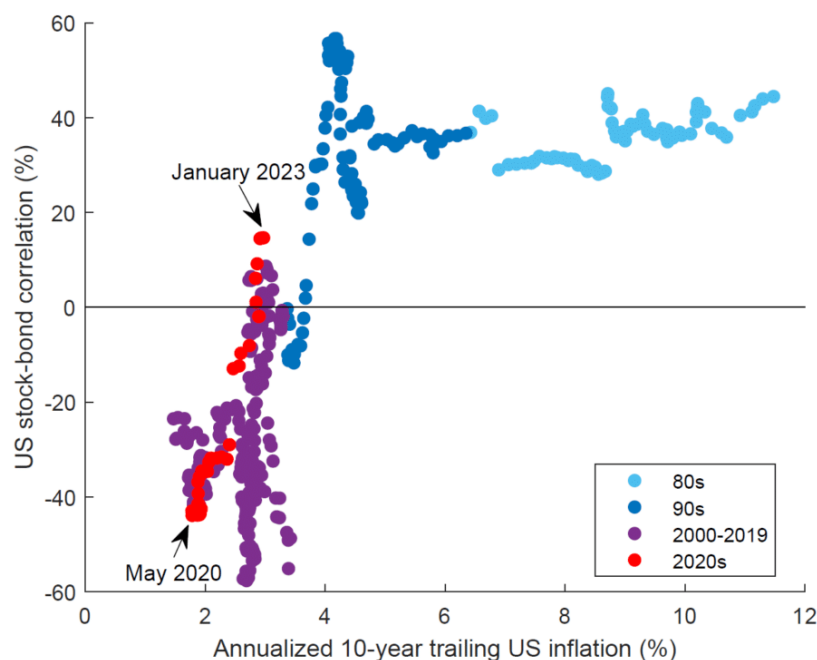
Het neutraliseren van de conflicten in Oekraïne en het Midden-Oosten in combinatie met een meer pragmatische aanpak van China zal zorgen voor een nieuwe detente na de recent gestegen geopolitieke spanningen. Daardoor kan op financiële markten een nieuw vredesdividend worden geïncasseerd, vergelijkbaar met zo'n dividend na de val van de muur. Zo'n vredesdividend komt tot uiting in de vorm van lagere risicopremies en hogere waarderingen. Het zal ook zorgen voor minder volatiliteit op de oliemarkt en meer stabiliteit. Trump wil een lagere olieprijs, omdat dat er voor zorgt dat de inflatie laag kan blijven. Voor veel Amerikanen is inflatie niet veel meer dan de prijs die zij ervoor betalen aan de pomp.

In 2009 ontving Obama de Nobelprijs voor de Vrede vanwege zijn uitzonderlijke inspanningen ter versterking van de internationale diplomatie en de samenwerking tussen de volkeren. Er was toen verbazing en veel kritiek op die keuze van het Nobelprijs-comité, omdat Obama als president nog weinig bereikt zou hebben. De oud-directeur van het Noorse Nobelinstituut verklaarde in 2015 dat het hem speet dat de Vredesprijs in 2009 naar Obama was gegaan. Als Trump erin slaagt om zowel in Oekraïne, het Midden-Oosten en Azië vrede te stichten, dan lijkt een Nobelprijs ook voor deze Amerikaanse president in het verschiet te liggen, al was het maar om te voorkomen dat de huidige directeur van het Nobelprijs-comité later ook het boetekleed zou moeten aantrekken.

Negen van de tien keer heeft geopolitieke onrust weinig invloed op financiële markten. Zelfs de meest gestoorde regeringsleider handelt onder grote druk opvallend rationeel. De koude oorlog is terug van weggeweest en de strijd tussen de verschillende machtsblokken is op zoek naar een nieuw evenwicht. Tijd voor geopolitieke risico's om een geopolitieke kans te vinden.

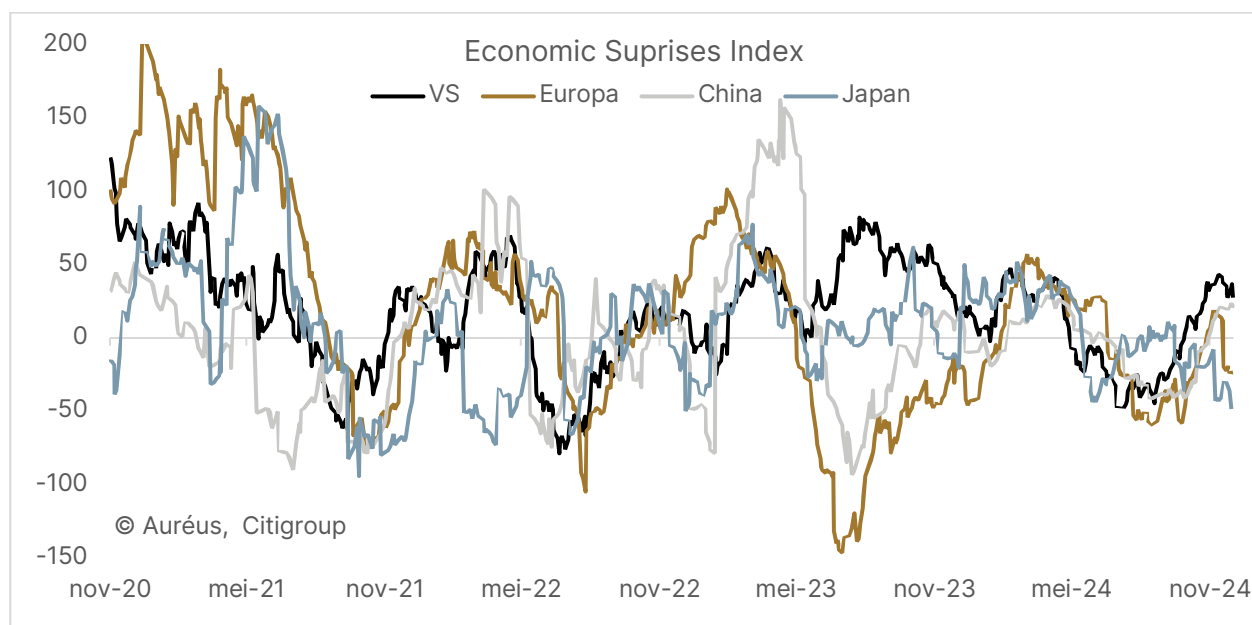
De veilige haven van private markten

De prijs die aandelenbeleggers moeten betalen voor het extra rendement heet risico. Het echte risico van beleggen is permanent verlies van vermogen. In de financiële wereld wordt vaak volatiliteit of bewegelijkheid gebruikt als maatstaf voor risico. Maar volatiliteit is pas risico als er daardoor sprake is van permanent verlies van vermogen. Dat kan als beleggers op volatiliteit reageren door posities te verkopen. Vaak is de volatiliteit op zo'n moment hoger dan vooraf was afgesproken. Bij elke risico-inventarisatie accepteert een belegger een bepaalde mate van volatiliteit. Dergelijk geaccepteerd risico is feitelijk geen risico meer. Pas als de volatiliteit hoger is dan vooraf is afgesproken, ontstaat er daardoor een impliciete noodzaak tot handelen. Volatiliteit kan ook een kans zijn, een mogelijkheid om extra rendement (alfa) te realiseren. Volatiliteit biedt immers de mogelijkheid om activa laag te kopen om ze daarna hoog te verkopen. In de praktijk blijkt echter dat in periodes van hoge volatiliteit veel beleggers het liefst willen verkopen. Beleggers hebben immers niets tegen risico, zo lang het maar geen geld kost.



De traditionele manier om bescherming te bieden tegen het risico van aandelen is om een portefeuille deels te vullen met obligaties. Op het moment dat de aandelenmarkt zakt, zorgt de dalende rente voor stijgende obligatiekoersen en deze buffer kan in ieder geval deels de verliezen op aandelen opvangen. Dat gaat er wel van uit dat slecht nieuws voor de aandelenmarkt, goed nieuws is voor de obligatiemarkt is. Dat is bijvoorbeeld het geval als tegenvallend economisch nieuws er voor zorgt dat de inflatie wordt gedrukt. Nu is deze correlatie tussen aandelen en obligaties niet altijd gelijk. In tijden van een relatief lage rente (en inflatie) is de correlatie negatief, als aandelen dalen, stijgen obligaties in waarde. Hogere (reële) rentes en hogere inflatieniveaus gaan echter meestal samen met een positieve correlatie tussen aandelen en obligaties. Dat betekent dat de toegevoegde waarde van obligaties in een gemengde portefeuille snel terugloopt.

Een ander alternatief om het risico van aandelen te spreiden is door gebruik te maken van private markten. Allereerst geeft een belegger minder rendementspotentieel op. Zeker in de jaren waarin er sprake was van financiële repressie bleef er weinig rendement meer over voor de obligatiehouder. Een bijkomend aspect van financiële repressie is dat juist risicovolle activa in zo'n periode de neiging hebben om door te schieten naar boven. Niet zo vreemd, want geld is door middle van financiële repressie bewust te goedkoop gemaakt zodat kredietnemers niet de pijn hoeven te nemen. Daar profiteren aandelen van, maar ook beleggingen in private markten. Want ook daar speelt de rente een belangrijke rol. Bijkomend voordeel van private markten is dat er veel minder volatiliteit is. Dat betekent niet dat er geen sprake is van risico, maar wel dat beleggers veel minder de neiging hebben om op basis van volatiliteit de verkeerde beslissingen te nemen. Veel handelen op de beurs gaat vaak ook ten koste van het rendement.



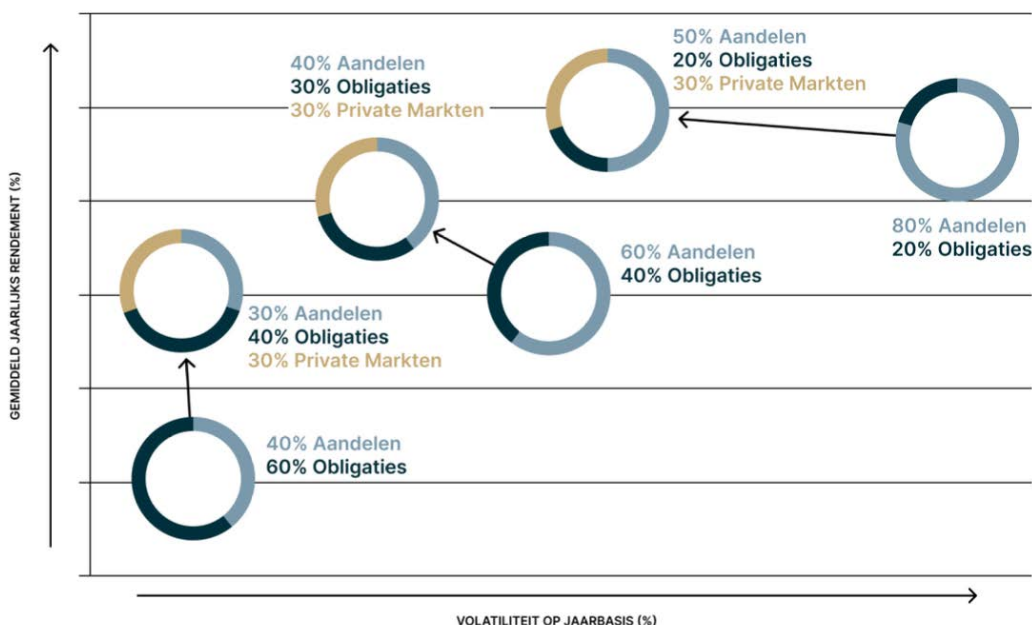
De opbouw van het rendement op private markten is ook anders dan op de aandelenmarkt. In aandelen bepaalt op lange termijn slechts een bijzonder kleine groep aandelen het totale rendement. Met het overgrote deel van de beursgenoteerde aandelen wordt per saldo geen rendement gemaakt. Tegenover de winnaars staan immers vele verliezers. Die selecte groep aandelen die zorgen voor het totale rendement dreigt eerder kleiner dan groter te worden. Het is dus niet zo eenvoudig om door selectie dit aandelenrendement te incasseren, maar wie de juiste aandelen selecteert, behaalt op lange termijn wel een veel hoger rendement. In private markten speelt risicomangement vooraf een veel grotere rol. Er wordt veel meer gewerkt met scenario's die kunnen spelen bij verkoop, terwijl een belegger in aandelen bij aankoop meestal niet nadenkt over de verkoop. In de praktijk blijkt ook de investeringen in private markten een veel minder geconcentreerde uitkomst hebben dan op de aandelenmarkt. Het belangrijkste verschil is dat de verliezen veel kleiner zijn en dat winsten breder zijn verdeeld. Wel zijn er grote verschillen tussen de specifieke fondsen in private markten, maar dat heeft meer te maken met de expertise van de manager dan met de markt. Dat betekent dat private markten veel meer gaat over het selecteren van de juiste manager dan over het selecteren van de juiste onderliggende investering.

Verder is het rendement op private markten meer afhankelijk van het moment van investeren en het moment van het realiseren van het rendement. Dit 'vintage year' effect is het gevolg van de marktsituatie op het moment van aankoop en op het moment van verkoop, simpel laag kopen en hoog verkopen. Bij aankoop helpt het als iedereen negatief is, liefst dat er sprake is van een recessie en dat daardoor prijzen relatief laag zijn. Het blijft dan altijd onmogelijk om te voorspellen hoe de situatie er is bij verkoop, maar dat is op zich niet zo'n probleem, omdat ook het exacte verkoopmoment niet van tevoren hoeft te worden bepaald. Als het even tegenzit, bijvoorbeeld na een snelle rentestijging of tijdens een recessie, kan het verkoopmoment vaak eenvoudig worden opgerekt. Dat is in de afgelopen jaren het geval geweest doordat verschillende investeerders als gevolg van de gestegen rente wachten op een beter moment om te verkopen.

In 2025 zullen private markten een impuls krijgen van de rente. Het belangrijkste is dat de lange periode van stijgende rentes voorbij is en dat dankzij de stabilisatie en daling van met name de korte rente er weer meer interesse is om risico te nemen. De prijs waarop de verkoper wil verkopen en de koper wil kopen, komen daardoor dichterbij elkaar. Daarbij helpt dat veel deals in de afgelopen jaren om uiteenlopende redenen zijn afgeketst, vooral door bezwaren van de toezichthouder. Dat zorgt er niet alleen voor dat een specifieke deal niet doorgaat, maar dat investeerders ook terughoudend zijn met nieuwe deals. Door de vergaande deregulering onder Trump (en als Draghi zijn zin krijgt ook de vergaande deregulering in Europa) zullen er minder bezwaren zijn op het gebied van fusies en overnames. Dat betekent niet alleen meer nieuwe deals, maar daarbovenop ook nog een vloedgolf aan deals die nu nog in de pijplijn zitten. Daarbij komt dat de ene deal vaak een andere deal uitlokt. Deze realisaties zijn vaak goed voor het totale rendement, omdat door het conservatief waarderen juist in de staart nog wat extra rendement zit. Bovendien is deze liquiditeit vaak een impuls voor nieuwe deals. Een uitstekend moment om private markten in te zetten om het risico/rendementsprofiel van een portefeuille te verbeteren

Waarom beleggen in Private Markten?

Risico - Rendement

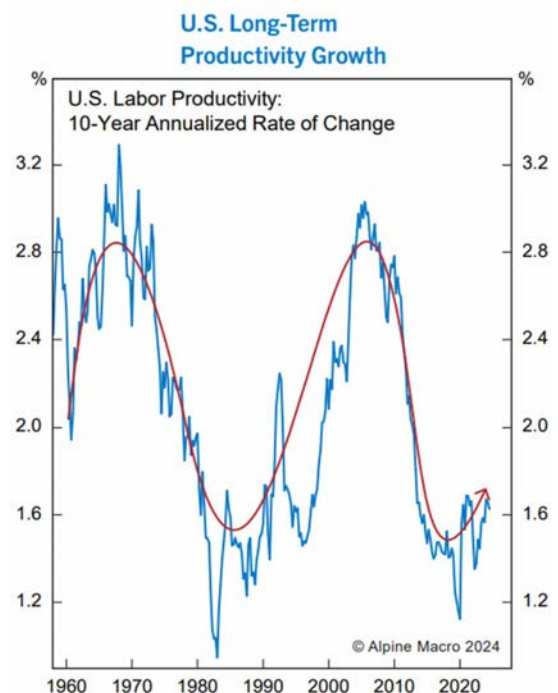


Het belang van productiviteitsgroei

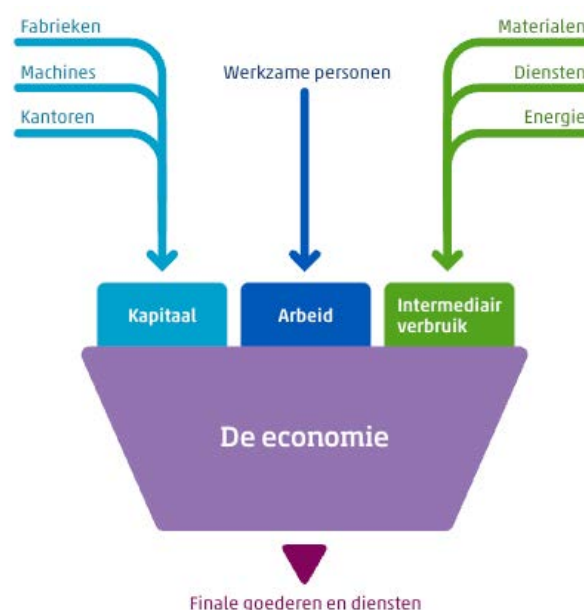
Productiviteit meet hoe efficiënt de verschillende inputfactoren in een economie worden gebruikt om een bepaalde output te produceren. Productiviteitsgroei is het verhogen van de output zonder de input te verhogen. Hoe efficiënter een economie, des te groter de materiële welvaart. Productiviteitsgroei is niet constant en afhankelijk van verschillende omgevingsfactoren zoals de aanwezigheid van kapitaal, opleiding, technologische verandering, management, gezondheid, motivatie, locatie, prikkels en het zetten van doelen. Het is dus geen fenomeen dat je eenvoudig kan verhogen. Dat vergt lange termijn investeringen en een duidelijke planning.

De groei van de productiviteit is niet altijd goed te meten. Neem bijvoorbeeld de digitalisering van het berichtenverkeer. Vroeger werd een brief bezorgd per post en dat kostte 1 postzegel. Maar tegenwoordig worden er veel minder brieven verzonden, omdat iedereen bijvoorbeeld e-mail gebruikt. E-mail als zodanig is gratis, onderdeel van een groter geheel. Doordat er echter minder post wordt verzonden, moet de prijs van een postzegel omhoog. Wie alleen naar de post zou kijken ziet een verslechtering in productiviteit. Wie alleen naar de e-mail zou kijken ziet alleen maar productiviteit. Zeker na de komst van de iPhone leek overal wel een app voor te zijn om de productiviteit te verbeteren, maar er zijn ook apps met Gangnamstyle filmpjes en Tiktok, die gaan voor een belangrijk deel ten koste van de productiviteit.

Er zijn verschillende periodes in de geschiedenis waarin de productiviteit een extra impuls kreeg als gevolg van bepaalde sleuteltechnologieën. Zo zorgde de Tweede industriële revolutie voor de telefoon, de gloeilamp, de elektrische motor, vliegtuigen, auto's, de radio, massaproductie, de typemachine, de tractor, de eerste wolkenkrabber etc. Pas tegen het einde van deze revolutie hadden veel van deze producten voldoende kritische massa dat de productiviteitswinsten konden worden geïncasseerd. Ze gingen ook elkaar beïnvloeden. Opeens was een radio niet meer weg te denken uit een auto. Wie er van bovenaf naar kijkt, ziet dat de grote productiviteitsdoorbraak kwam van het automatiseren van menselijke en dierlijke arbeid. In bijvoorbeeld de agrarische sector waren de productiviteitswinsten enorm. Zelfs in de ontwikkelde landen was voor de Tweede industriële revolutie 30 procent van de beroepsbevolking actief in agrarische sector. Tractoren zorgden er voor dat dit opeens met veel minder mensen toe kon en onder andere treinen zorgden er voor dat agrarische producten veel sneller van a naar b konden worden vervoerd, terwijl de massaproductie zorgde voor verbetering in houdbaarheid. In plaats van 30 procent werkten honderd jaar later nog geen 2 procent in de agrarische industrie en verveelvoudigde desondanks de output.



Op dit moment bevinden we ons aan het eind van de vierde industriële revolutie. In plaats van het automatiseren van menselijke spierkracht, gaat het nu om het automatiseren van menselijke denkkraft. Zo gedefinieerd is meteen duidelijk dat het productiviteitspotentieel enorm. Niet alleen omdat tractoren en treinen straks zelf kunnen rijden, niet omdat die 30 procent van de wereldbevolking die nu in fabrieken werkt straks grotendeels vervangen kunnen worden door robots, ook niet omdat het meest populaire beroep ter wereld (chauffeur) straks niet meer bestaat omdat alle voertuigen zelf kunnen rijden, maar vooral omdat alle menselijke arbeid in theorie vervangen kan worden door kunstmatig intelligente toepassingen. In eerste instantie gaat het vooral om saai en geestdodend werk, vooral op gebieden waar nu moeilijk mensen te vinden zijn en die relatief eenvoudig zijn te automatiseren. Maar generatieve kunstmatige intelligentie heeft laten zien dat ook in de dienstensector veel saai en geestdodend werk kan worden vervangen. En dat zijn niet alleen laagbetaalde banen, kunstmatige intelligentie presteert vooral goed als er een overdaad aan data is. Hoe complexer, des te beter. Opeens lopen ook functies van accountant, programmeur, rechter, advocaat etc het risico grotendeels overgenomen te worden door een kunstmatig intelligent algoritme. De eigenschap dat een advocaat iets snel kan opzoeken in de bibliotheek is meteen waardeloos. De advocaat van de toekomst weet hoe die de juiste instructies moet geven om de kunstmatig intelligente medewerker aan het werk te zetten en alleen zijn superieure taalgevoel kan hem of haar nog onderscheiden van de machine. Bovendien ligt de samenwerking tussen mens en machine voor de hand in functies waar er ook nog enige empathie is vereis. Gelukkig hebben veel consumenten voortdurend behoefte aan menselijke bevestiging.



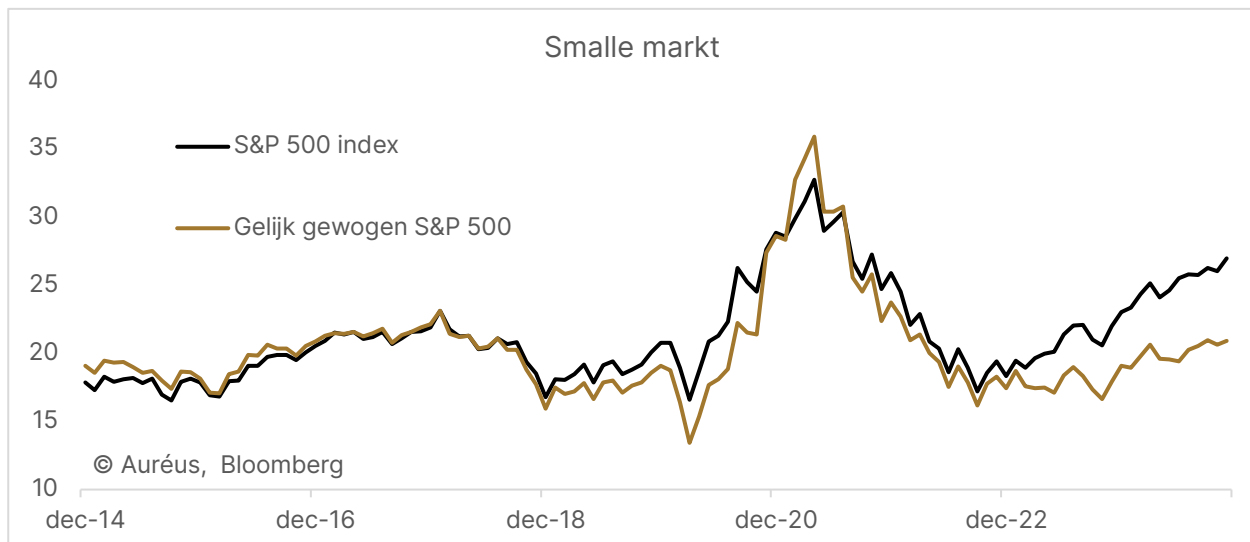
Scott Bessent, de toekomstige minister van financiën in de Verenigde Staten, maakt ook handig van de versnelling in toekomstige productiviteitsgroei gebruik door zijn 3-3-3 beleid te introduceren. Dit beleid (vooralsnog niet meer dan een voornemen) bestaat uit een begrotingstekort van maximaal 3 procent, een economische groei van 3 procent en de productie van 3 miljoen vaten olie (of equivalent) per dag. Het huidige begrotingstekort is het dubbele, maar reken dat bij een rente van 3 procent nu al de volledige economische groei van 3 procent nodig is om de schuld alleen maar stabiel te houden. En 3 procent economische groei voor de VS is al veel. Dat betekent dat er bovenop de 0,6 procent demografische groei circa 2,5 procent productiviteitsgroei is vereist. Gelet op de historie is dat niet eenvoudig, maar in de opgaande fase van de vierde industriële revolutie is dat eenvoudig. Indien het tekort daadwerkelijk beperkt blijft tot 3 procent, kan de lange rente omlaag en dat betekent dat er zelfs schuldreductie mogelijk is. Een belangrijke bijkomstigheid is dat productiviteitsgroei een stevige rem kan zetten op inflatie. De huidige periode is wat dat betreft vergelijkbaar met de sterke productiviteitsgroei in de roaring twenties of de productiviteitshausse in de tweede helft van de jaren negentig. In combinatie met de aanbodeconomie betekent dit ook een forse impuls voor winsten en winstmarges. Dat zorgt er voor dat de komende jaren de winstgroei boven de 10 procent zal uitkomen en zo bekeken ogen veel markten eerder nog als te laag dan als te hoog gewaardeerd.

Nogmaals de Magnificent Seven

De aandelenmarkt wordt nu al twee jaar op rij gedomineerd door de Magnificent Seven (Mag 7). In de jaarvisie van vorig jaar voorspelden we zelfs een zeepbel in de Mag 7 en met een stijging van 75 procent tot op heden mag er best van een hype worden gesproken. Neem anders de 1.000 procent stijging van het aandeel Nvidia in twee jaar tijd. Hoewel de verbreding van het onderliggende kunstmatige intelligentie-thema volop aan de gang is, is er zowel waarderingstechnisch als qua sentiment nog voldoende potentieel voor nog zo'n jaar. Na de meer dan 70 procent in 2023 en de 75 procent in 2024 is voor wat betreft waardering nog wel een stijging van meer dan 70 procent mogelijk. Dat brengt de waardering van deze aandelen in de buurt bij de waardering van de tech-aandelen op het top van de dotcomzeepbel of het hoogtepunt in waardering van de Nifty Fifty. Nog even de vier voorwaarden waaraan voldaan moet zijn om volgens Kindleberger van een hype te spreken:

1. Allereerst moet er sprake zijn van een *verschuiving in de economische realiteit*. Die verschuiving is er in de vorm van kunstmatige intelligentie. Waar de industriële revolutie ging over de automatisering van de menselijke spierkracht gaat deze IT-revolutie over de automatisering van de menselijke denkkraft. De economische gevolgen zijn groter dan de komst van het internet of de komst van de iPhone. Daarmee is de impact op productiviteit en de economische groei ook groter.
2. Er moet wel sprake zijn van een *belofte in de verre toekomst* die op dit moment niet eenvoudig is te kwalificeren. Bij de dotcombubbel was dat de komst van het mobiele internet, iets wat eindelijk pas duidelijk werd met de komst van de iPhone in 2007. Ook bij kunstmatige intelligentie hebben we nog wel enige tijd nodig om te overzien wat de mogelijkheden allemaal zijn.
3. Het derde vereiste is de verbreding is van de beleggersdoelgroep. Nog niet zo lang geleden was een investering in bijvoorbeeld Nvidia voorbehouden aan techbeleggers. Uiteraard zijn er tegenwoordig ook grote groepen indexbeleggers die in elke bedrijf beleggen. Technologie zit nu feitelijk in alle sectoren, software is eating the world. Daarnaast zijn er ook beleggers die instappen in de Mag 7 als alternatief voor defensieve bedrijven, onder het motto dat het met zo'n marktpositie de groei uiteindelijk wel goed komt. Het is zelfs een betere veilige haven om in te beleggen dan in langlopende Amerikaanse staatsobligaties die rondom 2022 zijn gehalveerd. Dan is er een groeiende groep 'tracking-error'-beleggers.
4. De laatste voorwaarde is liquiditeit, de brandstof voor de beurs. Die is afgelopen jaar duidelijk verbeterd. Centrale banken zijn begonnen met het verlagen van de rente en gaan daar mee door. De snelheid is in zo'n geval minder relevant dan de richting. Daarmee krijgt de vlucht naar de Mag 7 een zelfversterkend effect door de nog altijd grote dispersie tussen aandelen.

In een bull-markt is het niet normaal dat tussentijds het leiderschap wijzigt. Nu is een kenmerk aan deze markt dat die vrij smal is begonnen en nog altijd relatief smal is. Normaal gesproken begint een bull-markt breed (veel aandelen) en wordt die met de leeftijd steeds smaller. Een smalle markt is dan meestal ook geen positief teken, het is een signaal dat de markt op zijn laatste benen loopt. Het is een gevaarlijke uitspraak, maar dit keer is het anders. Geleidelijk wordt er wel gekeken naar andere bedrijven dan alleen de Mag 7. Het meest voor de hand zijn bedrijven die op de een of andere manier iets te maken hebben met kunstmatige intelligentie.



Door de outperformance van de Magnificent Seven en megacaps in het algemeen, zijn veel bedrijven met een kleinere kapitalisatie achtergebleven. In het verleden waren het juist de bedrijven met een grote kapitalisatie die achterbleven bij de index. De index is immers per definitie een afspiegeling van het verleden, van bedrijven die het al goed hebben gedaan. Dit keer doen juiste de grootste bedrijven het veel beter dan index. Dat komt omdat ook omdat die grote bedrijven veel meer kunnen profiteren van de groei van kunstmatige intelligentie. Ze hebben diepe zakken om te investeren en zijn daarin nauwelijks afhankelijk van de rente. Bovendien is meer data bij kunstmatige intelligentie altijd beter. Hoe groter deze bedrijven worden, des te meer onderscheidend vermogen richting de concurrentie. Het grote verschil volgend jaar met de afgelopen jaren is dat de bedrijven buiten de Magnificent Seven in de afgelopen jaren nauwelijks winstgroei hebben laten zien, terwijl de Magnificent Seven elk kwartaal opnieuw met steeds sterkere cijfers kwamen. Dat gaat komend jaar veranderen. Weliswaar blijft de winstgroei van de Mag 7 boven die van de beurs liggen, maar daar is inmiddels de waardering ook wel naar. Op beurs zijn veel van de andere bedrijven gewaardeerd op recessieniveaus, maar laten ze nu voor het eerst in lange tijd toch een aardige winstgroei zien. Dat betekent dat deze bedrijven mogelijk een deel van het eerder verlies zullen goedmaken waardoor de gelijk gewogen index sterker presteert dan de index. Het grote verschil tussen de traditionele S&P 500 index en de gelijk gewogen index, is een veel lagere weging voor IT-aandelen. Daar staat dan wel een hogere weging voor bijvoorbeeld de sector Industrie tegenover.

As Mag 7 earnings growth decelerates in 2025, the rest of the market catches up

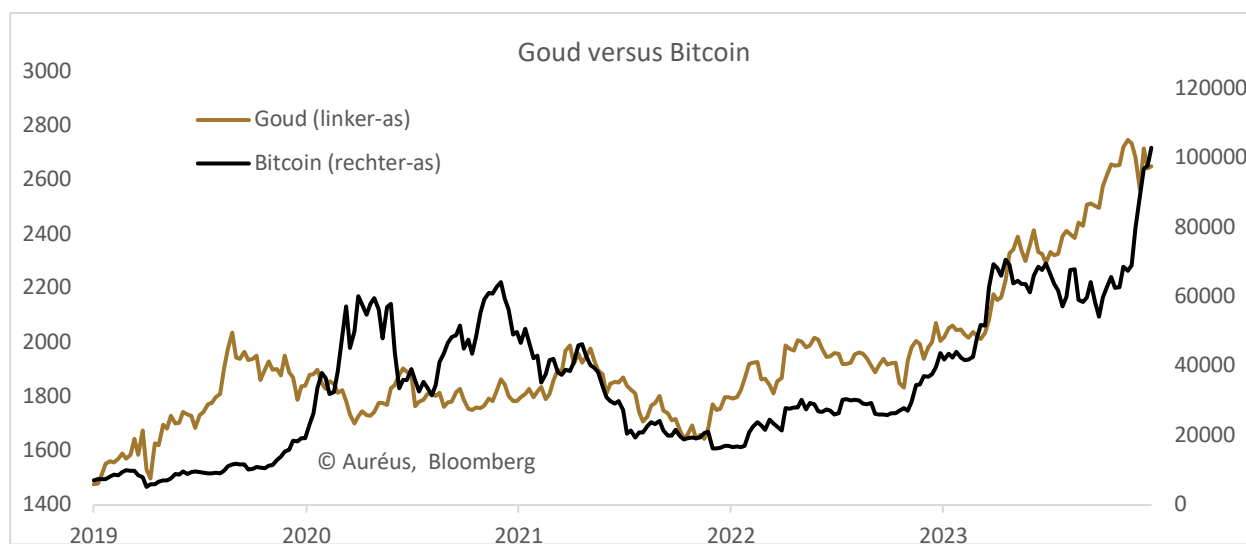
Exhibit 3: Pro-forma EPS, y/y



Source: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. *Numbers are forecasts based on consensus analyst expectations. Data are as of November 15, 2024. Magnificent 7 includes AAPL, AMZN, GOOG, GOOGL, META, MSFT, NVDA and TSLA. Earnings estimates for 2024 are forecasts based on consensus analyst expectations.

Goud of cryptovaluta

In principe bestaan er maar twee soorten activa. Allereerst zijn dat activa die een nuttige functie hebben en daaraan hun waarde ontleen. Met deze activa kunnen goederen en diensten worden geproduceerd, waardoor deze activa zijn te waarderen op basis van de kasstromen die ze genereren. Daarnaast zijn er activa die een waarde hebben, omdat ze schaars zijn. Uiteindelijk wordt de waarde van deze goederen bepaald door wat een gek er voor geeft, algemeen geaccepteerd als de 'Greater Fool'-theorie. Goud en bitcoin vallen onder deze laatste categorie. De wereld van de cryptovaluta was tot anderhalf jaar geleden strikt gescheiden van de financiële wereld. In de zomer van 2023 durfden Blackrock en Fidelity het aan om bij de SEC een vergunning voor ETFs op spot bitcoin aan te vragen. Dat de impact van zo'n goedkeuring groot is, komt ook door de omvang van de financiële markten. Daarmee vergeleken was bitcoin relatief klein. In het kader van de Greater Fool-theorie waren er opeens veel meer gekken dan bitcoin. Sindsdien is de bitcoin verder gestegen, ook doordat bitcoin onderdeel is geworden van de campagne van Trump. Ongeveer 46 miljoen Amerikanen bezitten bitcoin. Kiezers stemmen deels met hun portemonnee, of in dit geval hun wallet. Om die mensen over te halen, kwam Trump ook met enkele beloftes. Zo zou hij Gary Gensler bij de SEC vervangen door een meer crypto-vriendelijke kandidaat. Na de nominatie van Paul Atkins als opvolger van Gensler, steeg bitcoin voor het eerst door de 100.000 dollar.



Tech-bedrijven raken geïnteresseerd om hun reserves deels in bitcoin aan te houden, daarbij geholpen door de 500 procent koersstijging van het aandeel Microstrategy, dat feitelijk niet veel meer is dan een beursgenoteerd piramidespel in bitcoin. Ook de Amerikaanse overheid dreigt meer te gaan investeren in bitcoin via de Strategische Bitcoin Reserve. De kans dat Bitcoin verder stijgt is groot, want als een groot deel van de portefeuilles die onder toezicht van de SEC vallen daadwerkelijk 1 of 2 procent in bitcoin gaan beleggen, kan de koers voor bitcoin eenvoudig nogmaals verdubbelen. Bovendien heeft de SEC een voorbeeldfunctie voor veel toezichthouders buiten de Verenigde Staten. Desondanks blijft crypto en blockchain vijftien jaar na introductie nog altijd een oplossing op zoek naar een probleem. Voorlopig komt het niet veel verder dan digitaal goud en in tegenstelling tot goud is bitcoin wel makkelijker mee te nemen over de grens en te verbergen. In een polariserende wereld vol met geopolitieke conflicten is bitcoin tegenwoordig de ultieme manier geworden om vermogen te verbergen.

De stijgende ster in de rente

De lange rente is in historisch perspectief nog altijd laag en kan verder stijgen. Dit in contrast met de korte beleidsrente van de centrale banken. Vooral in Europa lijkt er meer ruimte om de rente te verlagen dankzij de moeizame ontwikkelingen in Frankrijk en Duitsland. In de Verenigde Staten worden verdere renteverlagingen geremd door de sterke economische groei van meer dan 3 procent. Alleen in Japan stijgt de beleidsrente in 2025. Nu is de rente in Europa en de VS in de afgelopen jaren sterk verhoogd, maar nog altijd wordt met name de Amerikaanse economie nauwelijks geremd door deze hogere rente. Kennelijk ligt de neutrale of natuurlijk rente hoger dan waar de Fed begon met het verlagen van de rente. Te veel mensen rekenen altijd nog met een neutrale rente onder de 1 procent. Dat was wellicht de norm na de Grote Financiële Crisis, de tijd van het nieuwe normaal en een periode waarin onze kinderen slechter af zouden zijn. Dankzij kunstmatige intelligentie schiet die neutrale rente echter omhoog en mede gezien de laatste uitspraken van het FOMC lijkt 3 procent beter dan de 0,6 procent die er stond.



De inflatieverwachtingen zijn weer genormaliseerd, maar toch zijn er inflatiecomponenten die blijven na-ijlen. De risico's op een sterk oplopen van de inflatie zijn niet zo groot omdat de hoge productiviteitsgroei een groot deel van de inflatie kan opvangen. Gelet op de uitdagingen op het gebied van vraag en aanbod is het van tijd tot tijd opleven van de inflatie niet uit te sluiten. De 2 procent inflatiedoelstelling lijkt eerder een bodem dan een vloer. Samengevoegd met een neutrale reële rente van 3 procent (toevallig ook de nieuwe groei doelstelling van de nieuwe minister van financiën in de VS) lijkt 5 procent de ondergrens voor een neutraal niveau voor de rente in de Verenigde Staten. Op lange termijn zou de centrale bank er goed aan doen om niet te veel af te wijken van dit neutrale niveau. Bij een veel hogere rente wordt de economie te hard geremd met een kans op een recessie. Bij een veel lagere rente ontstaan er al snel zeepbellen. Toch is het haast onvermijdelijk dat centrale banken in landen met veel schulden onder de neutrale rente blijven zitten. Dan is er namelijk sprake van deflatie of financiële repressie en dat is een beproefd middel om een schuldenprobleem aan te pakken.

De scenario's voor 2025

Uber-Goldilocks, Reflatie, Bust of een Mar-a-lago scenario

Wie de toekomst op de financiële markten wil voorspellen doet er verstandig aan om te denken in scenario's. Het basisscenario voor volgend jaar is nog altijd het Uber-Goldilocks scenario, voortgekomen uit de perfecte zachte landing van de Amerikaanse economie. Een recessie was in de afgelopen jaren al onwaarschijnlijk, maar door de groei-impulsen onder Trump en vergelijkbare impulsen uit China en waarschijnlijk ook in Europa blijft de kans op een recessie klein. De risico's lijken wat dat betreft veel eerder op een bust, na twee jaren van sterke stijging al moet voor een echte hype de markt nog veel verder stijgen. Een mogelijk scenario waar de centrale banken waarschijnlijk op aansturen is het reflatiescenario, in sommige gevallen wellicht beter bekend als het scenario van financiële repressie. Om dat te bereiken zal de korte en de lange rente structureel beneden de nominale groeivoet van de economie uitkomen. Daardoor blijven schulden als percentage van het BBP draaglijk. Er is nog één scenario waarop de kans niet zo groot is, maar wel één die een grote impact heeft als die wordt gerealiseerd en dat is het Mar-A-Lago scenario, een scenario waarin net als na de Plaza- en Louvre akkoorden de Amerikaanse dollar scherp onder druk komt.

Uber-Goldilocks-scenario

De naam van dit scenario is gebaseerd op het sprookje van Goudhaartje dat werd gebruikt in de hausse van de jaren negentig om aan te duiden hoe financiële markten er voor stonden. De economie was precies goed, niet te warm en niet te koud, wat zorgde voor nagenoeg permanent stijgende winsten zonder dat er een risico was dat de rente sterk zou stijgen. Door de veel grotere productiviteitsimpuls is het waarschijnlijk dat dit keer economische groei aan de bovenkant zal verrassen, terwijl de sterke productiviteitsgroei tegelijkertijd de inflatie laag zal houden. Een zo mogelijk nog beter scenario dan het Goudhaartje scenario, vandaar Uber-Goldilocks.

Reflatie-scenario

Er is nog altijd een schuldenprobleem in de wereld, die grotendeels veroorzaakt is door de monetaire gekte van de afgelopen jaren. Inmiddels begrijpen centrale banken ook wel dat als je dat schuldenprobleem wil oplossen er een beproefd middel is. Centrale banken kunnen, zonder dat daarvoor enige politieke goedkeuring is vereist, de beleidsrente lager houden dan de natuurlijke rente en er zijn ook voldoende instrumenten om de lange rente ook laag te houden. Het gevolg is dat de economie sneller zal groeien dan de schuld, dus wanneer die schuld wordt uitgedrukt als percentage van het BBP dat die dan daalt. Nu is dat voor één jaar een klein percentage, maar dankzij het rente-op-rente effect kan dit beleid zeer effectief zijn. In de periode van na de Tweede Wereldoorlog tot begin jaren tachtig verloren Nederlandse beleggers in obligaties zo ongeveer twee derde van hun koopkracht. Let op dat is inclusief coupon en zonder kosten. Een reflatie scenario is fnuikend voor obligatiehouders, terwijl aandelen de neiging hebben om in zo'n scenario door te schieten.

Een Bust-scenario

Een lange periode van onconventioneel monetair beleid gevolgd door de monetaire gekte tijdens de coronapandemie zal er onvermijdelijk voor hebben gezorgd dat onderdelen van de economie in de problemen kunnen komen dankzij te veel leverage. Dit keer hebben veel bedrijven voorzorgen genomen door schulden relatief lang te financieren. Dat betekent nog altijd dat er relatief veel zombie-bedrijven zijn die zich in de komende jaren moeten financieren. Verder zijn disruptieve innovaties de afgelopen jaren in een stroomversnelling gekomen en er zullen steeds meer bedrijven zijn die kort geleden nog winstgevend waren, maar waar de concurrentie van de disruptie zo snel gaat dat ze niet meer voldoende kasstromen genereren om het hoofd boven water te houden. Verder zorgt het uitbundige monetaire beleid van de afgelopen jaren er voor dat steeds meer bedrijven simpelweg te veel risico hebben genomen. Als die groot genoeg zijn kan een financieel ongeluk aanleiding zijn voor zo'n bust scenario. Wat als de bitcoins van Microstrategy opeens halveren?

Mar-A-Lago-scenario

De tweede termijn van Trump is niet dezelfde als de eerste termijn van Trump. In de eerste termijn vormde inflatie geen probleem, nu is inflatie een risico waardoor de kans bestaat dat hij de volgende verkiezingen (de mid terms) zal verliezen waarmee hij een 'lame duck'-president zal worden. Bovendien hoeft Trump zich niet meer te bewijzen. Hij heeft de popular vote gewonnen en waar hij de vorige keer vooral werd geconfronteerd met saboterende Republikeinen bestaat de partij nu grotendeels uit Trumpisten. Bovendien is het zelfs op Wall-street normaal om te vertellen dat je op Trump hebt gestemd. In de tweede termijn is het wel 'des Trumps' om iets na te laten, dat lijkt voor iemand die zijn naam in gouden letters op gebouwen laat schrijven wel zo toepasselijk. De president die Trump het meest heeft bewonderd is president Eisenhower. De fysieke nalatenschap van Eisenhower is het netwerk van Interstate-snelwegen in de VS, dat is zeventig jaar later wel aan groot onderhoud toe. Diverse bruggen moeten worden vervangen al zal het hem waarschijnlijk niet lukken om zijn naam te laten verschijnen in gouden letters. De voor de hand liggende opvolger van Trump is JD Vance. Het boek van Vance (Hillbilly Elegy) was tijdens de eerste termijn van Trump populair omdat Democratische kiezers daarin konden lezen waarom Trump de verkiezingen won. Wat Vance graag wil en waar Trump ook wel mee wil scoren is dat zij maar al te graag de productie weer willen terughalen naar de VS, het liefst naar het Midden-Westen in de Rustbelt states. Natuurlijk zijn daarvoor verschillende oplossingen, maar om die bedrijven in die omgeving ook langer de tijd te geven om te overleven moet de dollar veel goedkoper worden. Nu is de dollar zo duur dat dit de export drukt. Er zijn voorbeelden in de geschiedenis (de jaren tachtig) waardoor men met een bijna bilateraal akkoord wat kon doen aan de kracht van de dollar Toen heette dit het Plaza-akkoord, inmiddels is zo'n stap nu bekend als een Mar-A-Lago akkoord, met mogelijk verstrekkende gevolgen voor de dollar. Geen grote kans, maar wel een grote impact.

DISCLAIMER

Auréus streeft ernaar om correcte en actuele informatie te verstrekken afkomstig van betrouwbare bronnen, maar kan de juistheid en volledigheid van de informatie in deze publicatie niet garanderen. Aan deze publicatie kunnen derhalve geen rechten worden ontleend. Auréus aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan.

Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financieel instrument en moet evenmin worden beschouwd als een persoonlijk beleggingsadvies, aangezien de inhoud van deze publicatie niet is toegesneden op de individuele (financiële) situatie en doelstellingen van beleggers. Potentiële beleggers worden er nadrukkelijk op gewezen dat aan beleggen financiële risico's zijn verbonden. Zij dienen dan ook goed kennis te nemen van de inhoud van relevante informatie over desbetreffende belegging (prospectus, informatiememorandum, essentiële-informatiedocument etc.) en worden geadviseerd onafhankelijk advies in te winnen om zich een goed oordeel te kunnen vormen over die risico's en/of deze risico's passen in/bij hun beleggingsdoelstellingen, financiële situatie, risicoprofiel en risico acceptatie. De waarde van een belegging kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers bij verkoop of beëindiging van hun belegging minder terugkrijgen dan hun inleg. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Contactgegevens

Auréus Group B.V.
Piet Heinkade 55
1019 GM Amsterdam

+31 (0)20 522 52 52

info@aureus.eu

www.aureus.eu



Auréus
ONDERSCHEIDEND IN VERMOGEN