

## Terugblik 2024

2024 was een bewogen jaar. Meer dan 2 miljard kiezers in 50 landen gingen naar de stembus, meer dan in enig ander jaar in de geschiedenis. De verkiezingsresultaten laten zien dat kiezers veelal teleurgesteld zijn in hun regeringen. In de democratische landen verloor ruim 80% van de zittende partijen haar steun. Helaas zijn in 2024 de geopolitieke spanningen niet wezenlijk verminderd en is het aantal klimaatrampen verder toegenomen. 2024 was ook een jaar dat ons wederom heeft geleerd dat het voorspellen van de toekomst buitengewoon moeilijk is. Het grote probleem met voorspellen is dat het onmogelijk is rekening te houden met gebeurtenissen zoals oorlogen, politieke crises, verkiezingen en natuurrampen. En zelfs als deze gebeurtenissen voorspelbaar zijn, dan is het gissen naar de impact die ze zouden kunnen hebben op de financiële markten. Wie had bijvoorbeeld gedacht dat, ondanks alles wat er in 2024 is gebeurd, de meeste aandelenmarkten zich op of nabij recordhoogten zouden bevinden.

De brede aandelenmarkt, zoals de MSCI All Country World Index (ACWI), genereerde in 2024 een sterk resultaat (+25,3%; voor Amerikaanse beleggers was deze stijging met +17,5% iets minder uitbundig). Binnen de ontwikkelde markten liet de MSCI Noord-Amerika Index de sterkste stijging zien. Deze stijging werd voor een belangrijk gedeelte veroorzaakt doordat de acht belangrijkste aan technologie gerelateerde Amerikaanse aandelen in 2024 forse koersstijgingen realiseerden. Dit heeft geleid tot een toename van de concentratie van deze index. De acht aandelen (Apple, Nvidia, Microsoft, Amazon, Meta, Tesla, Alphabet en Broadcom) maken nu ruim 30% van de index uit. Met name Tesla, waarvan CEO Elon Musk goed bevriend lijkt te zijn met de toekomstige Amerikaanse president Donald Trump, liet het afgelopen jaar een imposante koersstijging van bijna 63% zien. Tesla, dat circa twee miljoen auto's produceert, heeft een beurswaarde die het bruto binnenlands product (BBP) van Nederland ruim overtreft. Om binnen de automobielsector te blijven: de beurswaarde van Tesla is inmiddels groter dan die van de volgende dertig grootste automobielaandelen bij elkaar. Nochtans laat het marktaandeel van Tesla op de 'electrical vehicle' markt al enige jaren een daling zien en het is niet onwaarschijnlijk dat Tesla op korte termijn wordt ingehaald als grootste 'electrical vehicle' producent door het Chinese BYD. In het vierde kwartaal kreeg de Amerikaanse aandelenmarkt een additionele impuls door de verkiezing van Donald Trump, wiens beleid als aandeelhoudersvriendelijk wordt omschreven. Ook de hierboven acht genoemde aandelen profiteerden hiervan en hebben inmiddels een gemiddelde (12 maanden) vooruitkijkende koers/winstverhouding van 41,2 keer. Maar ook de brede Amerikaanse aandelenmarkt heeft de afgelopen twee jaar een enorme herwaardering ondergaan. De koers/winstverhouding is de afgelopen twee jaar gestegen van 16,8 keer naar 21,7 keer. De Amerikaanse aandelenmarkt is dus bijna 30% duurder geworden in twee jaar tijd. Ten opzichte van het langlopende gemiddelde (afgelopen 30 jaar) is de premie eveneens bijna 30%. De rest van de ontwikkelde markten deed het minder spectaculair en de MSCI Japan en de MSCI Europe realiseerden koersstijgingen van +15,4% en +8,6%. Binnen Europa was de score ook divers te noemen Italië, Duitsland en Spanje staken met kop en schouders boven Nederland, Zwitserland en Frankrijk uit. Binnen opkomende markten (+14,6%) was er eveneens sprake van grote dispersie. Taiwan, China en India kenden een zeer goed beursjaar terwijl Mexico, Brazilië en Korea een uitermate zwak beursjaar hadden. Als de sectoren van de MSCI All Country World Index onder de loep worden genomen dan wordt duidelijk dat de sectoren waarin bovengenoemde acht aandelen actief zijn, informatietechnologie, communicatie en duurzame consumptiegoederen in 2024 de beste resultaten hebben laten zien. Bij de achterblijvers waren sectoren zoals materialen, energie en gezondheidszorg.

Obligatiebeleggers kenden eveneens een jaar met veel beweeglijkheid. Naar beneden bijgestelde inflatieverwachtingen zorgden ervoor dat centrale banken in Europa en de Verenigde Staten de rente konden verlagen. Nederlandse staatsobligaties konden hiervan profiteren en behaalden een rendement van +1% in 2024. Maar de vrees dat de inflatie toch nog niet helemaal weg is, betekende dat de winsten



op de obligatiemarkten beperkt bleven. Met name de rente in de Verenigde Staten steeg in het vierde kwartaal waardoor de koersen van in dollar gedenomineerde bedrijfsobligaties terugvielen en de bedrijfsobligatie-index het jaar op +1,9% afsloot.

### Resultaat portefeuille in 2024

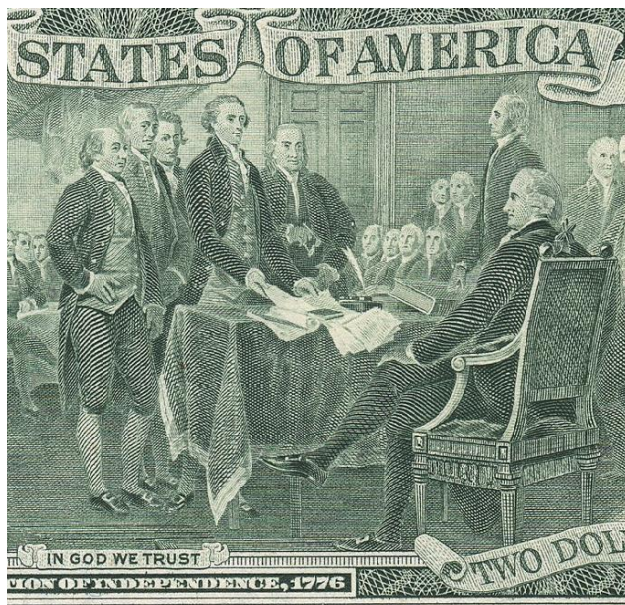
De Waterland portefeuilles lieten in 2024 een positief resultaat zien waardoor de portefeuilles voldoen aan de lange-termijndoelstellingen (instandhouding van het vermogen na inflatie, belastingen en kosten). Wij proberen niet jaarlijks de index te verslaan maar wij proberen met gedisciplineerd beleid, door middel van een waarderinggedreven aanpak en een gezonde diversificatie, op lange termijn daarbij in de buurt te blijven. Daarnaast is ons doel grote ongelukken te voorkomen. Indien de markt fors daalt, zoals in 2022, proberen wij portefeuilles minder hard te laten dalen. Wij willen daarna voldoende participeren bij een herstel van de markt. Maar de ervaring heeft ons geleerd dat de Waterland portefeuilles achter kunnen blijven indien aandelenmarkten extreem grote koersstijgingen laten zien.

### Vooruitzichten en beleid

#### The Founding Fathers<sup>1</sup>

Wat zouden de gedachten zijn van de Founding Fathers van de Verenigde Staten over de republiek zoals zij de nieuwe staat noemden? De grondleggers zouden zeker verbijsterd zijn over de technologische vooruitgang, het moderne amusement en de bekendheid die bepaalde mensen via de media hebben verworven. Deze Founding Fathers speelden een belangrijke rol bij het onafhankelijk worden in 1776 van de Verenigde Staten van Groot-Brittannië en waren verantwoordelijk voor het schrijven en ondertekenen van de Amerikaanse Onafhankelijkheidsverklaring, de Articles of Confederation, de Amerikaanse grondwet en andere oprichtingsdocumenten.

Hoewel de grondleggers vaak worden afgebeeld als oudere, grijze en wijze mannen waren de meeste Founding Fathers jonge mannen toen zij de Verenigde Staten stichtten. De grondleggers worden vaak gezien als een eensgezinde groep die samenwerkte om één Amerikaanse natie te creëren. In werkelijkheid hadden ze extreem verschillende opvattingen over allerlei kwesties, waaronder de rol van de federale overheid, de kwestie van de slavernij en hoe radicaal of gematigd de Amerikaanse Revolutie zou moeten zijn. Soms waren deze meningsverschillen zeer heftig, vernietigden zij vriendschappen en dreigden het land uit elkaar te trekken. Hun meningen over de nationale schuld van de Verenigde Staten waren eveneens zeer divers.



Zo schreef Alexander Hamilton, de eerste Amerikaanse minister van Financiën en de latere oprichter van de Bank of New York, over de nationale schuld: *'Als de nationale schulden niet excessief zijn, zullen*

---


<sup>1</sup> De kern van deze 'groep' werd gevormd door George Washington (1<sup>e</sup> president van de VS), John Adams (2<sup>e</sup> president), Thomas Jefferson (3<sup>e</sup> president), Benjamin Franklin (politicus, wetenschapper en diplomaat), Alexander Hamilton (1<sup>e</sup> minister van financiën), John Jay (diplomaat en 1<sup>e</sup> opperrechter) en James Madison (4<sup>e</sup> president).



ze voor ons een nationale zegen zijn'. Thomas Jefferson, de derde president van de Verenigde Staten, had een andere mening: *'Ik beschouw economie als een van de eerste en belangrijkste deugden, en de staatsschulden als de grootste gevaren die gevreesd moeten worden. Om onze onafhankelijkheid te behouden, mogen onze heersers ons niet met eeuwigdurende schulden laten beladen. Als we zulke schulden hebben, moeten we worden belast op ons eten en drinken, op onze behoeften en comfort, op ons werk en op ons amusement.'* De grondleggers begrepen de noodzaak van schulden heel goed, maar zouden wederom zeker verbijsterd zijn als de Verenigde Staten voortdurend hoge tekorten zouden hebben. Zo schreef Hamilton: *'Het is van het grootste belang dat de schuld, met toestemming van de schuldeisers, wordt hervormd in een vorm die de uitgaven van de natie op hetzelfde niveau brengt als haar inkomsten.'*

### Ronald Reagan, Trump's voorbeeld

Geconfronteerd met een onrustige economie en een diep kiezerspessimisme over de richting van het land, accepteerde Ronald Reagan in 1980 de nominatie van zijn partij voor het presidentschap. Reagan wilde verandering voor zijn land, dat te maken had met een stijgende inflatie, hoge rente, grote werkloosheid en een toenemende dreiging van de Sovjet-Unie. Er was ook een gijzelingscrisis in Iran, waar meer dan vijftig Amerikanen gevangen waren genomen. Optimisme was echter een kenmerk van Ronald Reagan. Hij geloofde onder andere sterk in maatregelen zoals inkrimping van de overheidsuitgaven, vermindering van de belastingen en deregulering en minder overheidsbemoediging. Begrijpelijk, want in het begin van zijn ambtsperiode werd Ronald Reagan geconfronteerd met een hevige recessie (1981-1982) die ook door de rest van de wereld werd gevoeld. Hoewel een kwartaalupdate geen ruimte biedt om dieper in te gaan op alle oorzaken, was een belangrijke 'trigger' voor deze hevige recessie restrictief monetair beleid, ingezet door FED-voorzitter Paul Volcker. Tijdens de ambtsperiode van de voorganger van Reagan, de recent overleden Jimmy Carter, was dit beleid nodig omdat de inflatie sterk was opgelopen en inmiddels in de dubbele cijfers was geklommen. Volcker koos er aanvankelijk voor om de geldhoeveelheid fors in te krimpen. Toen dit niet voldoende effect had, werd de rente door de FED fors verhoogd waardoor de hevige recessie werd gestart. Uiteindelijk wist Volcker de inflatie te beteugelen en kon de rente weer dalen. Hoewel Donald Trump sterk gelooft in dezelfde maatregelen die Ronald Reagan implementeerde, begint hij echter onder een ander gesternte aan zijn tweede termijn.

	<u>Ronald Reagan (1981-1989)</u>		<u>Donald Trump (2e termijn)</u>	
	<u>gemiddeld 5 jaar voor start</u>	<u>vlak voor aanvang ambtstermijn</u>	<u>gemiddeld 5 jaar voor start</u>	<u>vlak voor aanvang ambtstermijn</u>
Olieprijs	\$ 17,66	\$ 34,41	\$ 70,60	\$68,72
GDP % per kwartaal	3,6%	7,7%	2,9%	2,8%
Inflatie	8,9%	12,5%	4,2%	2,7%
Werkloosheid	6,8%	7,4%	4,9%	4,2%
10 jaars rente	8,9%	12,4%	2,7%	4,4%
2 jaars rente	8,9%	13,1%	2,5%	4,2%
3 maands rente	7,8%	14,3%	2,5%	4,3%
Winstbelasting	30,3%	30,0%	21,0%	21,0%

bron: Bloomberg, taxfoundation.org

Bij de start van de tweede ambtsperiode van Donald Trump heeft de Amerikaanse economie een zeer stabiele periode achter de rug en zijn de vooruitzichten goed te noemen. De inflatie is de afgelopen jaren behoorlijk gedaald en rentetarieven hebben eveneens een dalende trend laten zien. De winstbelasting is al relatief laag, terwijl onder Reagan sprake was van verschillende lage en hoge



tariefschijven met een maximum van 46%-48%. Het gevaar is dat lagere belastingen, de invoering van importtarieven, het inkrimpen van de arbeidsmarkt door het uitzetten van illegale immigranten en deregulering voor een oververhitting van de Amerikaanse economie zorgen. De inflatie kan dan weer stijgen waardoor een hogere rente noodzakelijk is om de inflatie weer af te remmen. Door alle plannen zullen de overheidsschulden verder oplopen waardoor de betaalbaarheid van deze schulden onder druk komt te staan. Schattingen laten zien dat onder Donald Trump de Amerikaanse staatsschuld als percentage van het BBP naar 143% zal stijgen (nu 123,1%, een ratio die tussen die van Frankrijk en Italië ligt). De Founding Fathers zouden grote moeite met dergelijke percentages hebben.

Zeker, wij zien dat de groei van de Amerikaanse economie goed is en dat bedrijfswinsten kunnen doorstijgen. Maar wij hebben ook zorgen over een mogelijk toenemende inflatie en als gevolg daarvan stijgende rentetarieven. In een dergelijk scenario biedt de huidige waardering van Amerikaanse aandelen, en in het bijzonder sommige nog hoger gewaardeerde technologie-aandelen, weinig veiligheidsmarge, zeker nu de kans op escalatie van handelsoorlogen toeneemt en de vergoeding op Amerikaanse aandelen in vergelijking met de rente (risicopremie) op een van de laagste niveaus van de afgelopen 23 jaar is gekomen. Dit betekent overigens niet dat Amerikaanse aandelen geen onderdeel moeten zijn van een goed gediversifieerde aandelenportefeuille. Er zijn voldoende aandelen die niet zijn getroffen door *'irrational exuberance'*, woorden die de voormalige voorzitter van de Amerikaanse centrale bank (FED) Alan Greenspan gebruikte tijdens een speech in 1996. Hij doelde op een jubelstemming onder beleggers die de waarde van financiële activa te veel liet stijgen. Het duurde daarna nog vier jaar voordat deze waarschuwing bij de financiële markten aankwam. Maar het probleem is dat niemand je vertelt wanneer de muziek stopt en het feest eindigt. 2025 kan mogelijk wederom een jaar worden met sterk stijgende koersen van een tiental al hoog gewaardeerde (technologie-) aandelen. Veel van deze onderneming hadden voorheen een 'asset light' bedrijfsmodel. Door de sterke toename van de investeringsuitgaven van deze ondernemingen, het gevolg van de sterke vraag naar kunstmatige intelligentie (AI), zijn de risico's voor deze bedrijven toegenomen. Het is namelijk nog maar de vraag of al deze investeringen voldoende rendement voor deze bedrijven gaan opleveren. Wij blijven daarom onze beleggingsfilosofie en waardering-gedreven aanpak trouw. Met een toenemende polarisatie en isolationisme is diversificatie van de portefeuille juist nu belangrijk. Als goed rentmeester van onze cliënten richten wij ons op vermijden van hypes en handhaven we ons beleid van voldoende spreiding, sterke onderliggende kasstromen en een gedisciplineerde waardering met voldoende veiligheidsmarge. Niet alle eieren in een mand betekent ook beleggen in aantrekkelijk gewaardeerde marktsegmenten zoals bijvoorbeeld small caps en aandelen in opkomende markten.

#### **Wat betekent dit voor portefeuilles?**

Wij selecteren kwalitatief sterke ondernemingen die stabiele kasstromen en een aantrekkelijk rendement voor aandeelhouders kunnen genereren. Niet alleen Amerikaanse aandelen maar ook Europese en Japanse aandelen kunnen profiteren van de groei van de Amerikaanse economie en de groei buiten de VS. De waarderingsverschillen tussen bepaalde segmenten van de Amerikaanse aandelenmarkt en de rest van de wereld zijn enorm te noemen. Terwijl de risico's (zoals onnodige deregulering, oververhitting van de economie, toenemende staatsschulden met het risico voor de betaalbaarheid van deze schulden, inflatie en een hogere rente) voor de Verenigde Staten wel degelijk aanwezig zijn. Voor Europa zijn er niet alleen bedreigingen maar ook kansen zoals die in het rapport van Mario Draghi worden benoemd. Minder regulering (zoals nu al in de VS), meer inzetten op digitalisering, lagere energieprijzen en stevig investeren in fundamenteel onderzoek, innovatie en onderwijs zou een enorme stimulans voor het Europese bedrijfsleven zijn en de productiviteitskloof met de Verenigde Staten kunnen verkleinen.



Met het oplopen van staatschulden is de betaalbaarheid van deze schulden een belangrijk onderwerp geworden. Met een goedlopende Amerikaanse economie en een toenemende financieringsbehoefte van de Amerikaanse overheid zien wij met het toekomstige beleid van de nieuwe president meer opwaarts risico voor de rente. Daarom schatten wij het risico van langlopende obligaties hoger in dan die van kortlopende obligaties. Kortlopende obligaties bieden ook een aantrekkelijker verwacht rendement waardoor wij de gemiddelde looptijd in de portefeuille voorlopig kort zullen houden.

Wij danken u voor uw belangstelling en vertellen u graag persoonlijk meer over ons beleggingsbeleid. Wellicht dat nieuw leiderschap in 2025 voor een doorbraak kan zorgen en vrede in een aantal conflictgebieden kan bewerkstelligen. In een stabiele wereld kan meer worden bereikt en kunnen problemen beter worden aangepakt. Mocht u vragen hebben dan horen wij het graag.

Met vriendelijke groet,  
Waterland Investment Services B.V.

---

**Disclaimer:**

Deze nieuwsbrief is uitsluitend informatief van aard en kan en mag niet worden opgevat als een beleggingsaanbeveling of research. Wij beogen slechts enig inzicht te geven in het door ons in de afgelopen periode gevoerde beleggingsbeleid, de overwegingen die daarbij een rol hebben gespeeld en de afwegingen die wij hebben gemaakt. Verder geven wij aan wat onze vooruitzichten zijn voor de middellange termijn.