

Een beetje meer defensief?

Met nog een paar maanden te gaan wordt steeds duidelijker hoe de winstgroei van de aandelenindices voor 2025 zal uitpakken. Zo lijkt de Stoxx Europe 600-index af te stevenen op slechts 1 à 2% winstgroei, waarmee de k/w-ratio uitkomt op 15,1. De consensus voor de stand eind 2025 is 551 punten (nu: 546), zodat het potentieel voor de rest van het jaar beperkt lijkt. Wie vooruitkijkt naar 2026 ziet vooral optimistische berichten voorbijkomen, die na verloop van tijd (traditioneel) neerwaarts worden bijgesteld. Voor de S&P 500 wordt voor 2025 8 à 9% winstgroei verwacht, met een gemiddeld koersdoel van 6.614 punten voor de index. Met een actuele stand van 6.445 is het potentieel dan beperkt. Bedenk dat de k/w-ratio inmiddels op 24,8 staat en de S&P 500-index bepaald niet goedkoop is. Ter illustratie: eind 2019 (voor de coronacrisis) was de k/w-ratio 19,5. Vooralsnog staan beide indices zo'n 9% in de plus voor dit jaar, wat op zich netjes is gelet op alle ontwikkelingen in de VS en Europa. Grote dissonant is de AEX-index, die year-to-date op +1,5% staat en ver achterblijft.

Wat betreft de rente valt op dat de ECB inmiddels op 2% zit en de FED nog steeds op 4,25%. Echter, de FED gaat dit jaar (eindelijk) beginnen aan een reeks verlagingen die tot ver in 2026 zouden moeten voortduren. Normaal gesproken zou dit moeten leiden tot stijgende koersen van vooral obligaties. En dat wordt tijd, nu ook 2025 een tegenvallend jaar is voor obligatie-ETF's. Op basis van het bovenstaande lijkt het niet erg waarschijnlijk dat de beurzen in de komende maanden nog grote stappen vooruit zullen maken. Mede daarom zou een onderweging in aandelen (ETF's) een optie moeten zijn. In het geval van een tussentijdse correctie is er dan ruimte om op lagere niveaus bij te kopen.

Private Equity & Private Loans

De afgelopen tien jaar hebben de meeste private-equitymanagers goede zaken gedaan. Dat is ook af te lezen aan de performance van de iShares Private Equity ETF, die 79 managers omvat en een cumulatief rendement van 231% laat zien – oftewel gemiddeld 23% per jaar. Wat de deelnemers in de vaak dure fondsen van deze managers daadwerkelijk hebben verdiend, is echter lastig te bepalen, aangezien informatie hierover moeilijk te achterhalen is.

Opvallend is dat er steeds meer berichten in de media verschijnen waaruit blijkt dat private-equityfondsen moeite hebben om deelnemingen tegen fatsoenlijke prijzen te verkopen. Tegelijkertijd wordt nieuw kapitaal steeds vaker gezocht bij goedgelovige particulieren. Ook private loans worden in toenemende mate onder de aandacht gebracht bij particuliere beleggers. Niet zelden wordt geschermd met verwachte rendementen van 9% of meer, waarbij het lang niet altijd duidelijk is welke positie de verstrekker van de lening inneemt: gaat het om senior-, junior- of diep achtergestelde leningen? Evenmin is duidelijk wat de aard van het onderpand is en welke risico's zich tijdens de looptijd kunnen openbaren. Hoewel het vaak zeker lijkt


 v
 v

dat aan het einde van de looptijd tegen de verwachte waarde wordt afgelost, kan dit ook anders uitpakken – zoals we zagen in de jaren na de kredietcrisis, toen aanzienlijke verliezen werden geleden. Een belangrijk probleem is dat de tussentijdse handelbaarheid van private equity en private loans zeer beperkt is. En als er al sprake is van een secundaire markt, dan is een 'afslag' van 5% of meer geen uitzondering. Dat

staat in contrast met bijvoorbeeld obligatie-ETF's van iShares, die een jaarlijkse uitkering van 6 à 7% bieden en dagelijks handelbaar zijn. Denk hierbij aan de iShares High Yield ETF of de iShares Fallen Angels ETF. Dat is toch aanzienlijk veiliger dan zeven tot twaalf jaar vastzitten in private equity of private loans – in de hoop dat het rendement uiteindelijk niet tegenvalt.

Q2 bedrijfscijfers waren gemengd

In augustus waren het de Amerikaanse tech-aandelen die de aandacht trokken met prima cijfers en eveneens positieve vooruitzichten. Echter, de waarderingen in deze sector zijn dusdanig hoog dat de Nasdaq 100 per saldo slechts 1% steeg. In Europa kon de Stoxx Europe 600 eveneens 1% bijschrijven, ondanks de matige cijfers. Op sectorniveau was er in Europa wel het nodige te doen. Zoals in onze vorige publicatie al opgemerkt, waren er diverse ETF's met herstell potentieel. Het Julius Index Fund heeft dan ook goede zaken gedaan met onder andere Healthcare-, Food & Beverage- en Consumer Discretionary-ETF's. Ook heeft de EuroStoxx50-ETF bijgedragen (1e helft augustus). In de laatste week van augustus is de exposure in aandelen-ETF's weer enigszins afgebouwd en bedraagt de exposure in deze categorie thans 55,4%. Voor wat betreft de obligatie-ETF's is er dit jaar (nog) weinig reden tot vreugde en is het wachten op een verder afkoelende economie in met name de VS. Niet onbelangrijk is de zorgelijke situatie in Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk, waar flink moet worden bezuinigd om de begrotingstekorten terug te dringen. De performance van het Julius Index Fund kwam afgelopen maand uit op +4,27% en +27,65% voor het jaar. Voor wat betreft de komende weken houden wij rekening met licht oplopende volatiliteit, al was het maar omdat de maanden september en oktober gemiddeld de mindere maanden zijn voor aandelenbeleggers.



iShares German Government Bonds 10,5+ ETF

De grootste positie in het Julius Index Fund is een ETF met daarin opgenomen 17 Duitse staatsleningen. De gemiddelde looptijd bedraagt 19,5 jaar, waardoor de koers van deze ETF zeer gevoelig is voor veranderingen in de lange rente. De YTM (Yield to Maturity) is dit jaar opgelopen naar 3,2%, wat betrekkelijk hoog is, niet in de laatste plaats omdat de lange rente in Duitsland begin dit jaar aanzienlijk lager was. Het gevolg hiervan is dat de performance van deze ETF dit jaar op -8,3% staat. Echter, de Duitse economie staat al sinds 2019 stil en de inflatie is dalende. Mede daarom wordt aangenomen dat de lange rente in Duitsland de komende tijd zal normaliseren en licht zal dalen, met als gevolg dat de koers van de ETF zal stijgen. Zelfs een stijging van slechts 3 à 4% tot het einde van dit jaar zal waarschijnlijk beter zijn dan die van de DAX (de Duitse aandelenindex). Vermeldenswaardig is dat de lange rente in de VS in de eerste week van september is gedaald, wat er mede voor heeft gezorgd dat de lange rente in Duitsland eveneens is gedaald. In het Julius Index Fund zijn obligatie-ETF's momenteel relatief zwaar vertegenwoordigd (36,3%), wat ons de mogelijkheid biedt om bij een eventuele correctie op de aandelenmarkten circa 15% van de obligatie-ETF's om te zetten naar aandelen-ETF's. ■

