

Maandbericht december 2025

Hoofbosch sloot de maand december af op een koers van €238,00. Het resultaat over 2025 komt hiermee uit op een min van 0,2%. Zeer teleurstellend. Vooral de zwakke dollar (-13%) drukte zwaar op het resultaat. De afgelopen tijd hebben wij gebruikt voor een grondige evaluatie van de portefeuille. De criteria om landen en bedrijven solide te noemen zijn onveranderd streng, maar in de nieuwe werkelijkheid zijn bijv. bedrijven als ASML en Microsoft (in Hoofbosch portefeuille) inmiddels solide te noemen. We zien ook dat de koopkracht van de consument langdurig onder druk staat. O.m. om die reden hebben wij onze beleggingen in de consumentensector teruggebracht. Daarnaast zien wij redenen om de SUN-groep uit te breiden met de Scandinavische landen. Hierover later meer.

Terugblik 2025

2025 stond in het teken van de terugkeer van Donald Trump als president van de Verenigde Staten en werd gedomineerd door thema's als handelsoorlogen, geopolitieke spanningen en oplopende schulden. Na de zogenoemde Liberation Day-tarieven crash in april wisten de aandelenmarkten zich uiteindelijk te herstellen. Die stijging werd echter in belangrijke mate gedragen door een klein aantal grote Amerikaanse technologiebedrijven (de zg. magische zeven), terwijl andere sectoren duidelijk achterbleven.

De Amerikaanse dollar daalde in 2025 met meer dan 13%, olieprijsen zakten fors en ook bitcoin verloor, gemeten in euro's, aanzienlijk aan waarde. Op de obligatiemarkten zorgden Amerikaanse renteverlagingen, kritiek van Trump op de Federal Reserve en zorgen over de schuldenpositie voor beweging. De Amerikaanse tienjaarsrente daalde, terwijl de Nederlandse rente juist opliep.

Voor Hoofbosch pakte deze marktdynamiek ongunstig uit. De portefeuille is gericht op solide ondernemingen met een lange historie en aantrekkelijke waarderingen, veelal buiten de technologiesector. Juist deze bedrijven profiteerden nauwelijks van de beursrally. Daar kwam bij dat de onverwachte verzwakking van de Amerikaanse dollar extra tegenwind veroorzaakte. Ook de meeste grote zakenbanken voorspelden begin 2025 dat de dollar naar pariteit (1 dollar = 1 euro) zou gaan. Samen verklaart dit waarom de prestaties

van Hoofbosch in 2025 achterbleven bij de brede marktindices, ondanks het uitblijven van grote beurscrises.

Waarderingen

Nu de waarderingen van de meeste techbedrijven – wat ons betreft met uitzondering van Microsoft en het Nederlandse ASML – nog altijd ongekend hoog zijn, verschuift de aandacht van beleggers geleidelijk naar de meer defensieve sectoren, zoals bijvoorbeeld farmacie. Bedrijven in deze sectoren implementeren op grote schaal kunstmatige intelligentie (AI). Zo verwacht Roche (koers +28% in 2025) de ontwikkeling van nieuwe medicijnen op termijn van 9 jaar naar 3 maanden te kunnen brengen. Dit kan tot aanzienlijke kostenbesparingen leiden, naast de voordelen voor de samenleving. Een koers/winstverhouding voor Roche van 25x en een dividendrendement van ca. 3% is dan ook in onze ogen zeer redelijk. Naast Roche staan ook veel andere, door ons gefavoriseerde, solide aandelen op historisch lage waarderingen.

Zwitserland

Azië is in veel opzichten dé groeiemarkt van de toekomst. Niet alleen neemt de omvang van de middenklasse ertoe, ook het aantal rijken groeit aanzienlijk. Voor die groep waren Hong Kong en Singapore traditioneel de plekken waar een belangrijk deel van het vermogen werd gestald. Nu de Chinese grip op Hong Kong toeneemt en de regionale geopolitieke situatie almaar spannender en onzekerder wordt, maken de rijken zich meer zorgen over de veiligheid van hun vermogen. Zwitserse vermogensbeheerders zien dat steeds meer Aziatische miljonnairs een deel van hun vermogen naar het Alpenland brengen. Dit toont aan dat de Zwitserse status van veilige haven niet lijdt onder de afschaffing van het bankgeheim en andere veranderingen van de afgelopen jaren.

VS

Hoewel Trump's beleid naar onze overtuiging economisch gezien onverstandig is, doet dat niets af aan de kracht van de Amerikaanse economie. Die is flexibeler, innovatiever, veerkrachtiger, concurrerender en dynamischer dan veel economieën in Europa. De economische groei van ruim 4 procent op geannualiseerde basis in het derde kwartaal van 2025, onderstreept dat beeld. Die volgde op een groei van bijna 4 procent in het voorgaande kwartaal. Bovendien verwachten wij dat de expansieve begrotingsplannen van de regering Trump (de zogenoemde Big Beautiful Bill) vooral in 2026 zullen worden uitgevoerd. Denk hierbij aan belastingverlagingen, vrijstellingen en subsidies voor bedrijven.

Amerikaanse dollar

Wij verwachten dat de waardedaling van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro grotendeels voorbij is en dat de dollar op termijn zelfs weer sterker zal worden. De kracht van een munt weerspiegelt immers de onderliggende sterkte van de economie van het betreffende land, ook tegen de achtergrond van handelsoorlogen en onvoorspelbaar beleid. Binnen de eurozone is de politieke en economische situatie in Frankrijk het afgelopen jaar bijzonder zorgelijk geworden. Ook in Duitsland worden de problemen steeds zichtbaarder, onder meer rond de financiering van de pensioenverplichtingen, terwijl daarbovenop extra uitgaven voor defensie, infrastructuur en de energietransitie nodig zijn. De situatie in Frankrijk kan door de naderende presidentsverkiezingen in 2027 verder verslechteren en onzekerder worden. Wij maken ons grote zorgen over de eurolanden, vooral omdat stijgende pensioenkosten nu al leiden tot politieke instabiliteit en voorlopig lijken te worden opgevangen met hogere begrotingstekorten, oplopende staatsschulden en een Europese Centrale Bank die de rente laag houdt, ondanks het aanhoudende inflatiegevaar. Naar onze mening zal dit de concurrentiepositie van bedrijven uit de eurozone verder onder druk zetten. Zwitserse en Amerikaanse bedrijven zullen daarentegen op termijn een nog groter concurrentievoordeel krijgen ten opzichte van hun Europese rivalen. In dit scenario verwachten wij dat de Amerikaanse dollar op termijn sterker zal worden.

Scandinavië

Het bekende gezegde wil dat verandering de enige constante is. Een van de terreinen waarop dat duidelijk zichtbaar wordt, is het zogenoemde SUN-universum: landen die een hoge mate van betrouwbaarheid combineren met een sterk kennisniveau. Die combinatie ontstaat niet vanzelf, maar is het resultaat van jarenlang zorgvuldig en consistent economisch en financieel beleid. Na rijp beraad, zoals u van ons gewend bent, zijn wij in december tot de conclusie gekomen dat ook de Scandinavische landen inmiddels over deze kwaliteiten beschikken. Een bezoek aan Zweden in december jl. bevestigde ons oordeel.

Het was in 1812 dat de Scandinavische overheden in gebreke bleven bij de aflossing van hun staatsschuld, in hetzelfde jaar als Nederland, tijdens het Napoleontische tijdperk. Met uitzondering van dat jaar hebben zij rente en hoofdsom steeds keurig en tijdig voldaan. Dit in tegenstelling tot een land als Frankrijk dat vanaf 1800 de facto 8x failliet ging. In dat licht kunnen we Scandinavië beschouwen als betrouwbaar, zoals wij dat definiëren binnen het Hoofbosch-raamwerk.

Ook in de Hoofbosch Country Index zien we dat Scandinavië bij uitstek voldoet aan het profiel van de SUN-landen. Binnen de top 7 is het ieder jaar stuivertje wisselen tussen Zwitserland, Nederland en de Scandinavische landen (inclusief IJsland). Voor de

fijnproevers: de Hoofbosch Country Index wordt ieder jaar samengesteld door een compilatie te maken van de volgende indices: IMD Competitiveness Index, WIPO Innovation Index, WEF Gender Gap Index, Transparency International Corruption Index, Reporters without Borders Press Freedom Index, UN Happiness Index, Mercer Pension Index, WJP Rule of Law Index en sinds dit jaar ook de INSEAD Global Talent Competitiveness Index.

De economieën van de Scandinavische landen zijn innovatief, concurrerend en sterk, wat mede door het goede macro-economische beleid komt én de wil en het vermogen om in crisistijden stevig in te grijpen. Neem Zweden, als het grootste land uit die groep, als voorbeeld. Dat land heeft, op Zwitserland na, het hoogste aantal patentaanvragen per 1 miljoen inwoners. Dat het land al heel lang elk jaar meer dan 3 procent van het bruto binnenlands product (bbp) uitgeeft aan onderzoek en ontwikkeling, heeft daaraan bijgedragen. Scandinavië is inmiddels het thuisland van veel toonaangevende bedrijven en is een broeiest van innovatie. De Zweedse hoofdstad Stockholm kent meer unicorns (een private startup die meer dan 1 miljard dollar waard is) per inwoner dan Los Angeles of New York! Het verbaast dan ook niet dat die regio in 2025 is uitgeroepen tot de meest innovatieve regio van Europa.

De Zweedse staatsschuld bedraagt ongeveer 32 procent van het bbp en mag wettelijk niet boven de 35 procent uitkomen. Sinds 2000 laat het land bovendien vrijwel ieder jaar een begrotingsoverschot zien. Deze sterke prestatie is het directe gevolg van de strikte begrotingsregels die Zweden zich begin jaren negentig oplegde om uit een diepe economische en financiële crisis te geraken. Destijds kampte het land met lage economische groei, hoge inflatie, een zwakke munt, banken die op omvallen stonden, een hoge werkloosheid en aanzienlijke begrotingstekorten. Sinds 2000 heeft Zweden meerdere keren reden gehad om tijdelijk van die regels af te wijken, bijvoorbeeld tijdens de grote financiële crisis van 2007–2008, de eurocrisis in 2012 en de pandemie vanaf 2019. Dat het land dat niet heeft gedaan, zegt veel over de politieke wil en de discipline om vast te houden aan prudent beleid. Daarnaast behoort Zweden tot de weinige landen met omvangrijke pensioenreserves. Wie de Zweedse aanpak in crisistijden vergelijkt met die van landen als Frankrijk, ziet een scherp contrast in beleidskeuzes, of juist het gebrek daaraan.

Kortom, wanneer we het over de Scandinavische landen hebben, kunnen we met recht spreken van een regio die een hoge mate van betrouwbaarheid combineert met een hoog kennisniveau. Dit gegeven beperkt ook het valutarisico.

Het gevolg van deze uitbreiding van het SUN-universum is dat wij onderzoeken welke solide aandelen uit deze regio kunnen worden toegevoegd aan onze portefeuille. Eerder in 2025 hebben wij het Zweedse bedrijf Bufab als special aan de portefeuille toegevoegd; het bedrijf liet dit jaar een rendement van 14,5% zien. Zoals eerder genoemd zijn wij in december jl. afgereisd naar Zweden. Daar hebben wij onder meer een bedrijf bezocht in het kader van onze grondige analyse om te bepalen of een onderneming in aanmerking komt voor opname in de portefeuille. Daarover volgt binnenkort meer nieuws.

L'Oréal

Een kenmerk van de bedrijven waar Hoofbosch in belegt is dat ze producten en diensten hebben die onder meer gretig aftrek vinden bij de middenklasse in de wereld. Als de middenklasse groeit, is dat een zeer goede ontwikkeling voor die bedrijven. Toen wij onlangs op bezoek waren bij L'Oréal, spraken we onder meer over de recente ontwikkelingen op dit gebied en de verwachtingen voor de toekomst. In China, India en Indonesië komen er binnen 5 jaar meer dan 500 miljoen potentiële consumenten voor L'Oréal bij (!), door de groei van de middenklasse in die landen. Om dat in perspectief te plaatsen: 500 miljoen is meer dan het aantal inwoners in de Europese Unie.

Deze consumentengroep blijkt bovendien relatief bestendig in economisch mindere tijden. Juist dan bezuinigt men doorgaans niet snel op beautyproducten. Dit staat bekend als het zogenoemde lipstickeffect: in perioden van economische neergang geeft de middenklasse minder uit aan zeer dure luxegoederen, zoals designertassen of merkkleding, maar juist meer aan betaalbare luxeproducten, zoals lipsticks en andere beautyartikelen. Door zichzelf te trakteren op kleinere luxeproducten voor eigen gebruik, voelt men zich beter ondanks de minder gunstige economische omstandigheden.

L'Oréal gaf daarnaast aan ook in landen als India een duidelijke trend te zien: zodra consumenten toetreden tot de middenklasse, blijken zij meer vertrouwen te hebben in westerse merken dan in lokale alternatieven. In economisch gunstige tijden neemt de besteding aan beautyproducten verder toe naarmate de koopkracht stijgt. Vaak begint dit met een basisproduct, zoals een Maybelline-lipstick, waarna het assortiment geleidelijk wordt uitgebreid met aanvullende producten, zoals maskers.

L'Oréal speelt bovendien actief in op de behoefte aan snelle levering in deze markten. Het komt regelmatig voor dat consumenten op het laatste moment een product nodig hebben, bijvoorbeeld wanneer zij zich klaarmaken voor een feest en ontdekken dat hun favoriete lipstick op is. Met name in India groeit e-commerce sterk. Om te illustreren hoe goed de distributie is georganiseerd, liet L'Oréal tijdens een investor day in India door een aanwezige ter plekke een lipstick bestellen. Slechts twaalf minuten later werd deze al geleverd.

P&G en de consumentensector

De koopkracht van de consument staat vooral in de VS onder druk. Vandaar dat wij bezig zijn met een aanpassing van onze beleggingen in de consumentensector, waarbij enerzijds nog steeds wordt ingespeeld op de koopkracht van de groeiende middenklasse, maar er ook rekening wordt gehouden met verschuivende voorkeuren. Die overwegingen en analyse hebben een aantal wijzigingen voortgebracht om de prestatie van onze portefeuille in de

toekomst te verbeteren. Zo hebben we bijvoorbeeld eerder in 2025 General Mills verkocht. Dat bedrijf heeft bovendien relatief veel schulden die op korte termijn geherfinancierd moeten worden. Daar de langetermijnrentes aanmerkelijk hoger liggen dan enkele jaren geleden, betekent dat dat de rentelasten veel hoger zullen uitvallen. In de komende maanden zal dat proces van onze portefeuille aanpassen aan de nieuwe werkelijkheid afgerond worden.

In dat kader hebben we afgelopen maand ook ons belang in Procter & Gamble verkocht. Het aandeel beschikt over een aantrekkelijk dividendrendement. Ook zijn wij van mening dat dit dividend ruimschoots wordt gedekt door de vrije kasstroom en dat door verdere verhogingen de vooruitzichten voor het totale rendement van P&G op de lange termijn zullen verbeteren. Toch menen wij dat het koerspotentieel komende tijd beperkt is nu door macro-economische tegenwind het consumentenvertrouwen negatief wordt beïnvloed. Dit kan de vraag naar sommige producten van P&G afremmen. Toenemende geopolitieke spanningen kunnen bovendien de wereldwijde toeleveringsketen verstoren en negatieve valuta-effecten veroorzaken, wat een deel van de opbrengsten uit buitenlandse markten kan aantasten. Daarnaast zal het bedrijf naar verwachting te maken blijven houden met hogere operationele kosten door inflatie, stijgende grondstoffenprijzen en oplopende tariefdruk.

Sonova

In het decembern timer van het tijdschrift Nature Scientific stond een interessant artikel. Het ging over een studie, uitgevoerd met de meest geavanceerde neurologische meetapparatuur, waaruit blijkt dat gebruik van Sonova's Phonak Infinio gehoorapparaat met AI leidt tot betere en minder belastende cognitieve verwerking van informatie in lawaaierige omgevingen. De gerapporteerde meerwaarde die klanten ervaren, wordt hiermee ook wetenschappelijk onderbouwd. Sonova kondigde in december ook de overname van SilentCloud aan. Deze app biedt ondersteuning voor mensen die lijden aan tinnitus, een aandoening die de oren belast met piepende en suizende geluiden die niet uit een externe bron komen. De ondersteuning bestaat o.a. uit informatieverstrekking, geluidstherapie en gedragstherapie. SilentCloud wordt al langere tijd met succes gebruikt in België, Zwitserland, Italië, Ierland, Luxemburg en Amerika. In de VS wordt het o.a. toegepast bij de behandeling van oorlogsveteranen. De overname past in Sonova's streven om een holistische benadering voor gehoorproblemen te bieden. Integratie in onderzoek, ontwikkeling en marketing van de overige Sonovaproducten kan significant synergiën op leveren.

Hoofdkantoor

Nieuwe Gracht 23
2011 NC Haarlem

(023) 202 1881

Kantoor Rotterdam

Marie v. Eijdsen-Vinkstraat 299
3066 JB Rotterdam

(010) 751 2881

Kantoor Almere

P.J. Oudweg 4
1314 CH Almere
Kantoor: 22.22
06 - 19 60 27 90

Aanmelden presentatie

Afmelden nieuwsbrief

Hoofbosch.nl