Dolle Dollar

Door *Jules Stevens* & *Marc Stevens*

Jules Stevens
Senior Portfolio Manager

Marc Stevens
Wettelijk vertegenwoordiger

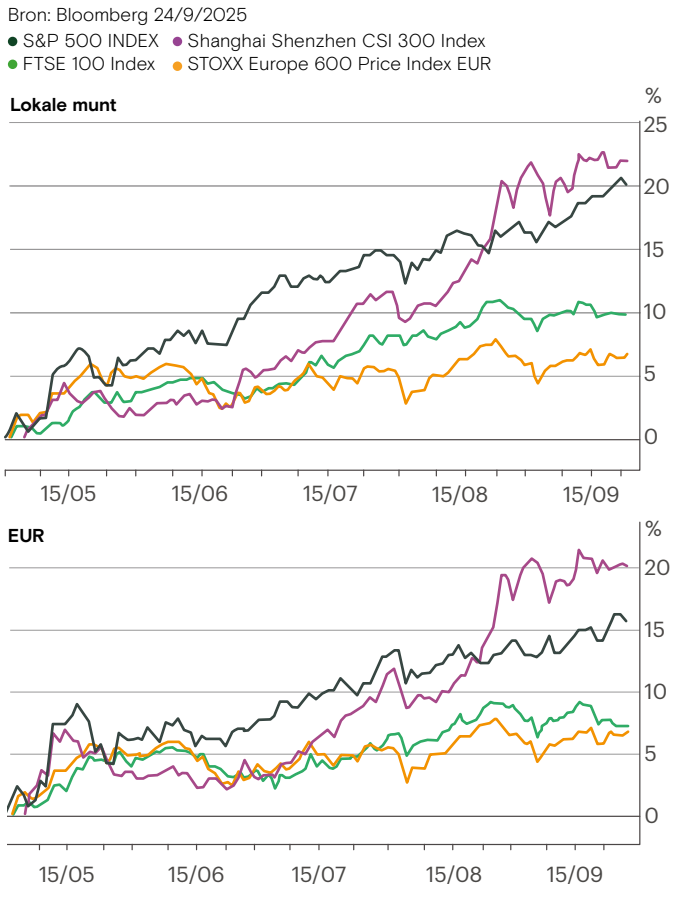
Na de paniek op Liberation Day (9 april 2025), heeft de Amerikaanse beurs zich meer dan hersteld. Het sterke momentum van begin 2025 in Europa heeft zich minder kunnen doorzetten. Het waren voornamelijk de Amerikaanse en Chinese beurzen die een inhaalmanoeuvre hebben gerealiseerd. De sterke bedrijfsresultaten en de verbeterde vooruitzichten tijdens het tweede en derde kwartaal waren hier debet aan.

Ook in EUR-termen blijft de fundamentele boodschap over die periode dezelfde. Maar de koersdaling van de USD t.o.v. de EUR heeft zich de laatste vijf maanden nog verder doorgezet. Voor Europese beleggers die in de Verenigde Staten belegd zijn, kost dit 13.75% rendement sinds begin 2025 en 9.14% sinds Liberation day.

De koersdaling van de USD t.o.v. de EUR heeft zich de laatste vijf maanden nog verder doorgezet.

Grafiek 1: Markten total returns (Mei-Sept 2025)

Bron: Bloomberg 24/9/2025



Grafiek 2 toont zelfs dat de US Dollar index[1] zijn slechtste jaar sinds decennia doormaakt. De vraag om dit risico in te dekken is reeds meermaals opgedoken bij onze klanten. De meest eenvoudige manier om dit te doen is door te beleggen in EUR-gehedgede fondsen of ETF's, die zich permanent indekken tegen een daling van de USD d.m.v. een wisseltermijncontract, een soort van verzekeringscontract.

Er zijn twee redenen waarom wij hier niet voor opteren.

Ten eerste, geloven wij dat voor wie gediversifieerd belegt op de aandelenbeurs, rendement en risico op een consistente basis een één-op-één verhouding hebben: wie meer risico neemt zal dus op de langere termijn hier extra voor worden vergoed. Maar bovendien én vooral speelt het samengesteld effect van extra rendement op rendement een grote positieve rol in uw eindrendement. Wanneer u echter risico afbouwt, draait dit vliegwiel veel minder hard en kost het u op de lange termijn veel geld, zoals aangetoond door grafiek 3:

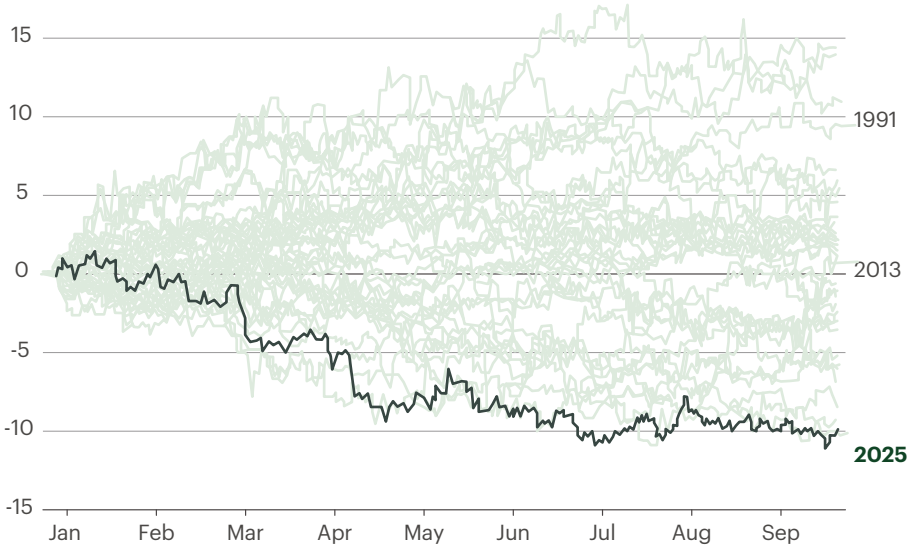
- Een niet-gehedgede belegging in de S&P 500 leverde in EUR een rendement van 623% op na 20 jaar
- Een gehedgede belegging in de S&P 500 leverde in EUR een rendement van 383% op na 20 jaar

Zekerheid verlaagt uw risico, maar komt wel degelijk met een hoge kost. Dit betekent niet dat een beperking van wisselkoersrisico op bepaalde momenten, zoals in 2025, voordelig kan zijn, maar wel dat de verzekeringskosten op de lange termijn uw totaalrendement sterk benadelen.

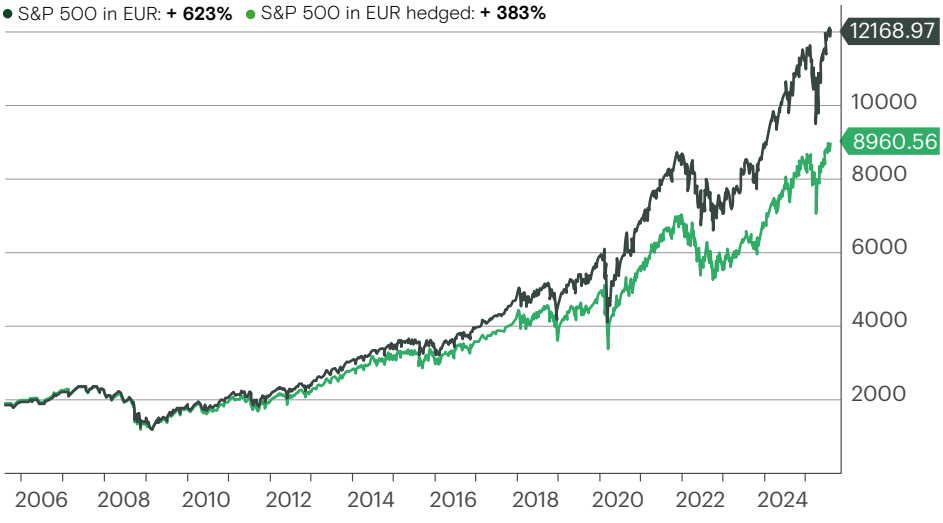
De tweede reden is specifieker op vandaag gericht. Zoals we op grafiek 2 zien, kent de dollar het slechtste jaar van de afgelopen decennia. Dat is uitzonderlijk en kan leiden tot meer twijfel en eventueel een vraag naar veiligheid. Net zoals wanneer de beurs daalt, beleggers verhoogde veiligheid wensen in te bouwen of zich verwijten waarom ze niet eerder veiligheid hebben ingebouwd. De vraag naar EUR/USD gehedgede producten is vandaag sterk toegenomen. Hier speelt het momentum van de psychologie en dat wijzigt slag om slinger. Maar we stellen ons de vraag stellen of we met die producten onze risk/return verbeteren? Vandaag wel gaan hedgen maar verleden jaar niet? Volgend jaar wel of niet? Het antwoord ligt in de toekomstige evolutie van de EUR/USD en die kent niemand.

De vraag naar EUR/USD gehedgede producten is vandaag sterk toegenomen. Hier speelt het momentum van de psychologie en dat wijzigt slag om slinger.

Grafiek 2: US Dollar index (1991 – Sept 2025)
Bron: LSEG; Financial Times 18/9/2025

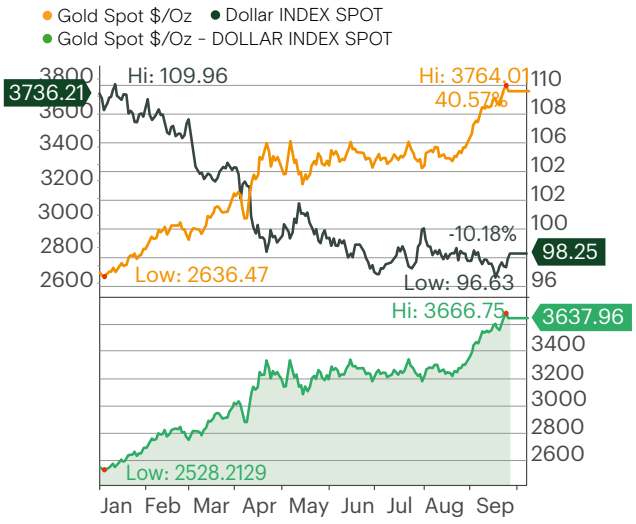


Grafiek 3: S&P 500 in EUR vs S&P 500 EUR Hedged 2005-2025
Bron: Bloomberg 12/8/2025

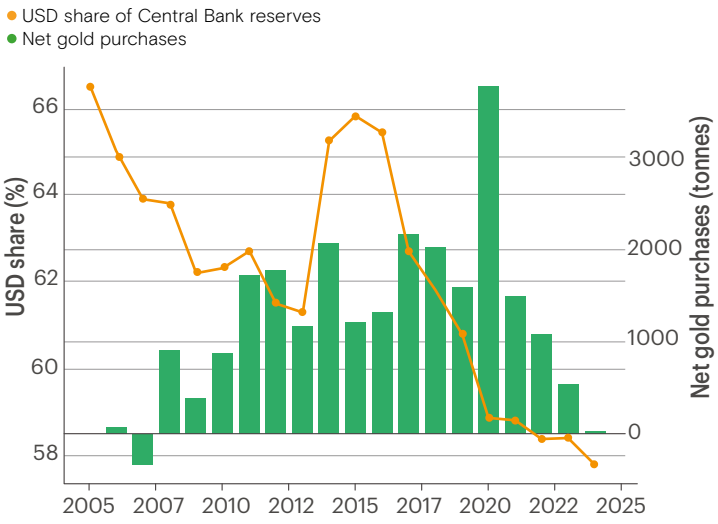


[1] De US Dollar Index is een maatstaf van de waarde van de Amerikaanse dollar (USD) t.o.v. een mandje van verschillende vreemde munten van hun handelspartners. De index stijgt wanneer de waarde van de USD t.o.v. die andere munten toeneemt en vice versa.

Grafiek 4.a Spread Goud vs Dollar Index 2025
Bron: Bloomberg 25/9/2025



Grafiek 4.b Centrale banken: USD reserves vs Aankopen Goud (2005 – 2025)
Bron: IMF COFER



Toch is het de voorspelling dat de USD nog verder onderuit zal gaan tov de EUR, die we de laatste maanden vaker zien terugkomen. De USD zou zelfs zijn status als reservemunt verliezen. Een reservemunt wordt door centrale banken wereldwijd aangehouden om te kunnen voldoen aan hun noden op de valutamarkt. Hiervoor is de stabiliteit en liquiditeit van de munt van cruciaal belang.

Vandaag maakt de USD zo'n 58% uit van de globale reserves, ver voor de EUR (20%) en andere. Omdat de USD zo gegeerd is, brengt dit enkele voordelen met zich mee waaronder:

- Goedkopere financiering – veel vraag naar USD, dus investeerders hoeven er minder voor terug.
- Globale vraag naar Amerikaanse beleggingsproducten – u kan reserves in cash aanhouden in USD, maar u kan die cash ook aan het werk zetten door er Amerikaans(e) staatspapier, obligaties of aandelen mee te kopen.

Die status van veruit meest geprefereerde reservemunt lijkt dus voornamelijk gunstig voor de Amerikaanse beurs, al leidt dit ook tot zwaktes:

- Structureel handelstekort – de binnen- en buitenlandse vraag naar USD als reservemunt is zodanig hoog dat de VSA véél meer kunnen importeren dan exporteren zonder al te negatief wisselkoerseffect.
- Structureel overheidstekort – de binnen- en buitenlandse vraag naar USD als reservemunt is zodanig hoog dat de Amerikaanse overheid véél meer kan uitgeven dan ze ontvangt, aan een relatief lage rente.
- Geopolitiek doelwit – landen zoeken alternatieven voor hun USD zoals bijvoorbeeld goud.

Sinds enkele jaren diversifiëren centrale banken, voornamelijk vanuit groeilanden, hun reserves meer naar o.a. goud om hun blootstelling aan de USD te verlagen.

Vergeet immers niet dat elke USD op een rekening in de VSA staat. Dat heeft zware geopolitieke consequenties. Grafiek 4a toont hoe sinds begin 2025, de goudprijs en de Dollar index in tegengestelde richting bewegen en de spread over diezelfde periode met 45% is toegenomen in het voordeel van goud. Dat centrale banken goud aanschaffen hoeft daarom niet meteen te betekenen dat de USD zijn reserve status snel verliest, wel is het een bewijs dat de onaantastbare reserve status van de USD enigszins is afgenomen.

Al is deze trend al wel enige tijd gaande, zoals aangetoond in grafiek 4.b. Op de linker-as wordt het % weergegeven van hoeveel USD als reserve worden aangehouden bij centrale banken t.o.v. andere munten. Dat aandeel is afgenomen van 66% tot 58% vandaag. De rechter-as toont de netto hoeveelheden goud die de centrale banken hebben aangeschaft per jaar, waarbij duidelijk te zien is dat deze netto positief zijn, wat een toename van goud impliceert. Hiermee rijst de vraag in welke mate je de afweging tussen de beurs en goud hiervan dient te laten afhangen.

Dat centrale banken goud aanschaffen hoeft daarom niet meteen te betekenen dat de USD zijn reserve status snel verliest, wel is het een bewijs dat de onaantastbare reserve status van de USD enigszins is afgenomen.

Grafiek 5: Spread S&P 500 Total Return & Goud (L) - US Dollar Index (R) Bron: Bloomberg 29/9/2025

● Spread S&P 500 Total Return - Goud ● US Dollar Index

5.a 1989-2025

5.b 2000-2025

Tabel 1: Totaalrendement op 31/8/2025

Bron: Bloomberg 30/9/2025

Begin-jaar	Goud	S&P Total Return	Δ	Begin-jaar	Goud	S&P Total Return	Δ
1991	8,01	37,91	29,90	2009	2,91	8,85	5,94
1992	8,76	28,82	20,06	2010	2,14	6,78	4,64
1993	9,31	26,71	17,40	2011	1,43	5,77	4,34
1994	7,83	24,18	16,35	2012	1,20	5,63	4,42
1995	8,00	23,85	15,85	2013	1,06	4,71	3,65
1996	7,91	17,06	9,15	2014	1,87	3,31	1,44
1997	8,38	13,69	5,31	2015	1,91	2,79	0,88
1998	10,93	10,01	(0,91)	2016	2,25	2,74	0,49
1999	10,96	7,57	(3,40)	2017	2,00	2,34	0,34
2000	10,97	6,08	(4,90)	2018	1,65	1,74	0,10
2001	11,66	6,79	(4,88)	2019	1,69	1,87	0,18
2002	11,36	7,84	(3,52)	2020	1,27	1,18	(0,09)
2003	8,91	10,34	1,44	2021	0,82	0,84	0,03
2004	7,30	7,81	0,51	2022	0,88	0,43	(0,45)
2005	6,86	6,95	0,09	2023	0,89	0,75	(0,14)
2006	5,67	6,58	0,91	2024	0,67	0,39	(0,29)
2007	4,42	5,54	1,13	2025	0,31	0,11	(0,21)
2008	3,14	5,20	2,07				

Op de lange termijn is een belegging in de beurs de betere optie t.o.v. goud. Toch kan goud van goudwaarde zijn in tijden van crisis. Wanneer u grafiek 5 zou laten starten vanaf de start van de uitbarsting van de dot-com bubbel in 2000, dan spreekt de grafiek fel in het voordeel van goud voor zo'n 490% totaalrendement. Als conclusie durven we te stellen dat goud zeker zijn nut heeft, dan toch voornamelijk in momenten van zware crisissen, wat impliceert dat een goudbelegger zijn belegging dient te timen. Tabel 1 tracht dit principe toe te lichten, waarbij we een belegging in goud en de S&P 500 gaan vergelijken over verschillende instapmomenten, telkens met een jaar ertussen. In 25 van de 35 jaren was u beter af met een belegging in de Amerikaanse beurs. In de jaren waarin de Amerikaanse beurs het beter deed, deed deze het gemiddeld 587% beter, terwijl in de jaren waarin het goud het beter deed, deze gemiddeld slechts 188% beter deed. Het potentieel rendementsverlies beperkt zich dus niet tot het correct timen van de markt. Wie op de langere termijn kijkt en de volatiliteit van de markt kan ondergaan, blijkt historisch gezien beter af op de beurs, zonder zijn hoofd over de timing te moeten breken.

Een laatste niet te onderschatten punt wat we hierover willen meegeven is dat je met grafieken vaak kan laten uitschijnen waarop initieel gehoopt. Kritisch denken blijft dus de boodschap.

Tot slot, wensen we nog het eeuwige debat over de waardering van de aandelenbeurs aan te halen. De Buffet indicator die de beurswaarde t.o.v. het BBP vergelijkt ligt hoger dan 200%, een historisch recordhoogte. Deze indicator neemt sinds maart 2009 (een historisch laagterecord na de GFC) gestaag toe van ongeveer 53% tot 216% vandaag. Is de beurs dan 4 keer duurder geworden over de afgelopen 15 jaren? Volgens deze verhouding wel. Overigens: wie zich in augustus 2018 door de Buffet indicator had laten leiden, die toen een nieuw hoogtepunt bereikte, en alles zou hebben verkocht, zou enkele fantastische beursjaren hebben gemist.

Over diezelfde periode is de Amerikaanse beurs 1.142% gestegen en de winst per aandeel slechts 465%, dus ook hieruit blijkt dat de Amerikaanse beurs t.o.v. de winst duurder is geworden.

De beurs is ontegensprekelijk duur: per eenheid winst betalen we vandaag een hogere koers per aandeel dan ooit tevoren. Dat heeft alles met een stijging van de winstverwachtingen te maken. De 7 grootste Amerikaanse bedrijven zorgden in 2024 voor quasi de ganse stijging van de S&P 500. De S&P 493 deed slechts pas op de plaats. En de winstverwachtingen van de grootste Amerikaanse bedrijven blijven toenemen. Het zijn ook alle 7 tech-bedrijven (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Nvidia, Tesla)... Al iemand? •

SECURITIES
DE MUNTER

LUXEMBURG
120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxemburg
Tel (+352) 453929-1

BELGIË
Franklin Rooseveltlaan 142
B-1050 Brussel
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200
B-2020 Antwerpen
Tel (+32) 3 220 00 60

BTW LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER
Copyright © 2025 Securities De Munter.
Alle rechten voorbehouden.

Disclaimer. Dit magazine is een publicatie van Securities De Munter, gereglementeerd door het CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) in het Groothertogdom Luxemburg. Deze uitgave mag niet worden gezien als een beleggingsvoorstel. Dit is een informatief document dat de vennootschap in geen geval bindt. De vennootschap Securities De Munter garandeert niet dat de financiële instrumenten die in dit document gebruikt worden geschikt zijn voor u. Alle financiële transacties die u verricht, rekening houdend met de financiële informatie in deze brochure, worden uitgevoerd met uw volle verantwoordelijkheid. Beleggen in bepaalde financiële instrumenten (zoals aandelen) kan een aantal grote risico's met zich meebrengen. Vóór de uitvoering van alle transacties moet de belegger over een kennis- en ervaringsniveau beschikken dat nodig is om de risico's verbonden aan het gebruik van bepaalde financiële instrumenten te begrijpen. In sommige gevallen kunnen deze risico's leiden tot een tijdelijke vermindering of zelfs verlies van een deel of het geheel van het belegde kapitaal. Medewerkers van Securities De Munter kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden. De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden. Securities De Munter kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties.Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Securities De Munter. Deze publicatie is onderworpen aan het Luxemburgs recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Luxemburgse rechtbanken.