



### Terugblik

Tot de zomermaanden was er op de financiële markten slechts een enkel wolkje aan de hemel te bespeuren. Maar in augustus en vooral september sloeg het sentiment om. Beleggers werden verrast door een forse stijging van de kapitaalmarktrentes in zowel de VS als in Europa. De oorzaak is gelegen in de prestaties van de Amerikaanse economie, die beter blijft draaien dan verwacht. De vrees voor een recessie in de VS is daardoor afgenomen, wat tegelijkertijd de angst voedde voor langer hoog blijvende beleidsrentes. Dit drukte de stemming op financiële markten de afgelopen weken. In Europa vertraagt de groei sneller en kunnen we een recessie waarschijnlijk niet ontlopen.

Omdat de inflatie in de VS maar beperkt vertraagt en de arbeidsmarkt nog altijd behoorlijk krap is, blijft de toon van de Federal Reserve 'hawkish'. Zij ziet geen aanleiding om haar beleidsrentes op korte termijn te verlagen. Financiële markten hebben echter vanaf het begin van het jaar gezinspeeld op een eerste renteverlaging eind 2023. Vooral aandelenmarkten hebben daar al ruim op voorgesorteerd. Een opportunistische houding is beleggers niet vreemd, maar hiervan ondervinden we nu de negatieve gevolgen. Aandelenkoersen kwamen de afgelopen weken dan ook flink onder druk te staan.

Ondanks meevallende macrocijfers is het in de VS niet allemaal rozengleur en maneschijn. Begin augustus kondigde Fitch enigszins verrassend aan de rating van Amerikaanse staatsobligaties te verlagen van AAA naar AA+. Het stijgende begrotingstekort en de houdbaarheid van de alsmaar verder oplopende staatsschuld liggen ten grondslag aan het besluit. Het bericht leidde tot een kort schrikeffect op de financiële markten, maar het bleek later niet meer dan een rimpeling te zijn. Afgelopen week kon een 'shutdown' van de Amerikaanse overheid maar nauwelijks worden voorkomen, doordat het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden en de Senaat op het allerlaatste moment instemden met een noodfinancieringswet.

Hoe dan ook, de onrust op de financiële markten neemt langzaam toe. Beleggers maken de balans op en vragen zich af of ze het afgelopen jaar niet te hard van stapel zijn gelopen. De komende

maanden zal duidelijk worden in hoeverre het optimisme op aandelenmarkten terecht was. Reflecteren de huidige waarderingen van aandelen de economische risico's voldoende?

Index	1-jan-23	30-sep-23	%
AEX	689,01	728,79	5,77%
DAX	13.923,59	15.386,58	10,51%
Eurostoxx50	3.793,62	4.174,66	10,04%
S&P500	3.839,50	4.288,05	11,68%
Nasdaq	10.466,48	13.201,28	26,13%
Nikkei 225	26.094,50	31.793,50	21,84%
Shanghai Comp.	3.089,26	3.107,32	0,58%
EUR/USD	1,070	1,057	-1,25%
Brent olie	86,00	92,20	7,21%
Goud	1.830,10	1.866,10	1,97%
Ned. 10-jrs rente	2,91	3,18	.....
Bitcoin (in EUR)	14.475,10	25.506,90	76,21%

### Economie

In de VS blijft de economische groei tot nu toe onverminderd sterk. Het consumentenvertrouwen daalde weliswaar licht, maar de bestedingen bleven op niveau. Hiervoor werden voornamelijk bestaande spaarpotjes aangesproken. Het is dan ook aannemelijk dat de consumptie zal afnemen doordat de tijdens de coronapandemie opgebouwde reserves van huishoudens langzaam opraken. De inflatie is de afgelopen maanden gedaald. Op jaarbasis ligt de kerninflatie met 4,3%, nog altijd ruim boven de doelstelling van de Fed. Op de arbeidsmarkt lijken vraag en aanbod beter in balans te komen.



Zo daalt het aantal vacatures en neemt ook de banengroei af. Hogere rentes, waarvan we weten dat het remmende effect met enige vertraging doorwerkt, beginnen langzaam hun tol te eisen. Als de inflatie verder blijft dalen en de arbeidsmarkt verder versoepelt, hoeft de Fed het monetair beleid niet nog verder te verkrappen. Dit biedt vooralsnog voldoende houvast om te geloven in een zachte landing van de economie.

De economie van de **eurozone** kwakkelde al enige tijd. De regionale verschillen blijven groot. Zo kromp de industriële productie in Duitsland in juli met 0,8%, terwijl die in Frankrijk met 0,8% steeg. De Europese commissie heeft de vooruitzichten voor de economie naar beneden bijgesteld. Vooral de te verwachten krimp van de Duitse economie heeft gevolgen voor de totale economische ontwikkeling van de eurozone. De Europese commissie heeft haar groeiraming voor dit jaar verlaagd naar 0,8% (was 1,1%). Voor 2024 zijn de vooruitzichten bijgesteld naar 1,3% (was 1,6%). Consumenten hebben nog steeds te maken met een relatief hoge inflatie. De aanhoudend hoge energie- en voedselprijzen zorgen ervoor dat consumenten steeds behoedzamer omgaan met hun bestedingen. De inflatie voor de eurolanden kwam in augustus uit op 5,2 procent.

Financiële markten ondervonden tegenwind van aanhoudend negatieve berichten uit **China**. De tweede economie in de wereld presteert slechter dan verwacht. Het economisch herstel na het loslaten van de coronamaatregelen krijgt maar mondjesmaat voet aan de grond. Consumenten zijn terughoudend waardoor de broodnodige interne groei uitblijft. Vooral duurdere spullen zoals auto's, cosmetica, juwelen, enz. blijven in de schappen liggen. De problemen in de vastgoedsector komen daar nog bovenop. Vastgoedontwikkelaars kunnen niet meer aan hun betalingsverplichtingen voldoen en het aantal transacties is tot een minimum gedaald. Tot nu toe heeft de Chinese overheid zich beperkt tot bescheiden stimuleringsmaatregelen.

Er zijn echter ook positieve signalen. Het economisch herstel valt weliswaar tegen, maar de groei is niet tot stilstand gekomen. De Chinese economie zoekt richting en zit midden in de transitie van een door vastgoed- en infrastructuurinvesteringen gedreven economie naar een door consumptie geleide diensteneconomie met een hogere toegevoegde waarde. Het moment waarop beleidsmakers een agressiever fiscaal en monetair stimuleringsbeleid gaan voeren komt steeds dichterbij.

### Rente en inflatie

In Amerika lijkt het monetaire beleid aardig te werken. De inflatie zit in een duidelijke neerwaartse trend, maar ligt nog steeds boven de beoogde doelstelling van 2 procent. De Federal Reserve heeft de beleidsrente onlangs ongemoeid gelaten. Deze blijft zo binnen de bandbreedte van 5,25 en 5,50%. De Fed laste daarmee voor de tweede keer een pauze in. Ze koopt hiermee tijd en wacht af hoe de eerdere renteverhogingen door de economie worden geabsorbeerd. Beleidsmakers laten weten dat de rente voor een langere tijd op een hoger niveau blijft. Dit maakt beleggers nerveus. Zij houden inmiddels rekening met een eventuele laatste renteverhoging later dit jaar. Mogelijke renteverlagingen worden niet eerder dan in de loop van 2024 verwacht.

De Europese Centrale Bank besloot tijdens haar meest recente beleidsvergadering de depositorente wederom met 25 basispunten te verhogen tot een niveau van 4,0%. Een verhoging was slechts gedeeltelijk ingecalculleerd, maar leidde desondanks niet tot grote renteschommelingen, al liepen kapitaalmarktrentes in de tweede helft van september wel verder op. ECB-voorzitter Christine Lagarde liet in haar beschouwingen doorschemeren te verwachten dat de centrale bank nu voldoende heeft gedaan, waarmee dit de laatste verhoging in deze cyclus zou zijn geweest.

De Bank of England (BoE) liet de rente tijdens haar meest recente beleidsvergadering verrassend genoeg ongemoeid. Na 14 opeenvolgende renteverhogingen kwam dit als een verrassing. Eerder die week bleek dat de Britse inflatie beduidend sneller daalde dan verwacht. De BoE maakte daarom een pas op de plaats om de Britse economie niet onnodig verder onder druk te zetten. Het beleidscomité was echter verdeeld en ze houdt de optie open om de rente op een later tijdstip alsnog verder te verhogen. Na de bekendmaking leverde de Britse pond onmiddellijk flink in ten opzichte van zowel de euro als de dollar.

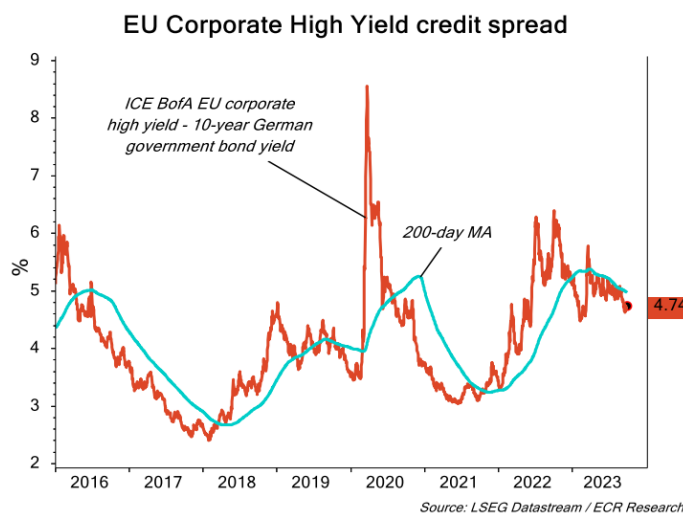
## Valuta

De kracht van de Amerikaanse economie komt mede tot uitdrukking in de koers van de dollar. De greenback nam de laatste weken in waarde toe ten opzichte van de euro, maar ook ten opzichte van andere valuta. Momenteel ligt de euro/dollar koers rond de 1,06. Hiermee behaalt de Europese belegger dit jaar een klein valutavoordeel in zijn portefeuille.

## Obligaties

Omdat hogere renteniveaus doorgaans een drukkende werking hebben op de waardering van aandelen, moeten we helaas vaststellen dat de correlatie tussen obligaties en aandelen inmiddels weer positief is. Beleggers worden gebeten door zowel de kat als de hond. Obligatiemarkten kampen nog altijd met een inverse (omgekeerde) rentecurve. De vraag is of we dicht bij het keerpunt zitten en de korte rente weer lager wordt dan de lange rente. Vanaf dat moment loont het om de gemiddelde gewogen looptijd (duratie) van obligatieportefeuilles (verder) te verlengen.

Zowel de Amerikaanse 10-jaarsrente alsook de rente op de Duitse bund liepen de afgelopen weken behoorlijk op, wat leidde tot een negatief rendement op **staatsobligaties**. Stijgende rentes speelden ook **bedrijfsobligaties en high yield papier** parten. Ondanks het feit dat kredietopslagen nog nauwelijks zijn opgelopen, noteerden ze negatieve rendementen. In het geval van high yield obligaties is het de vraag of de yields nog opwegen tegen de risico's, zeker in vergelijking met minder risicovolle kortlopende bedrijfsobligaties.



**Obligaties van opkomende markten** ondervinden eveneens wat hinder van de sterke dollar en het negatieve sentiment van de laatste weken. Dat neemt niet weg dat het dit jaar nog steeds veruit de best presterende categorie is binnen het obligatielandschap. De instroom in de lokale valuta varianten was gedurende de eerste helft van het jaar enorm. Vermogensbeheerders zinspeelden op mogelijke renteverlagingen door lokale centrale banken.

## Aandelen

De bedrijfswinsten van Amerikaanse ondernemingen vielen het afgelopen kwartaal hoger uit dan verwacht. Groeiaandelen, die we vooral vinden in de technologiehoek, presteerden ook in de zomer goed. Pas de laatste weken zien we haarscheurtjes ontstaan door de vrees voor langdurig hogere rentes. Het is echter te vroeg om te spreken van een omslagpunt. De winstvooruitzichten voor technologiebedrijven blijven namelijk goed, onder andere door de ontwikkelingen op het gebied van artificial intelligence (AI).

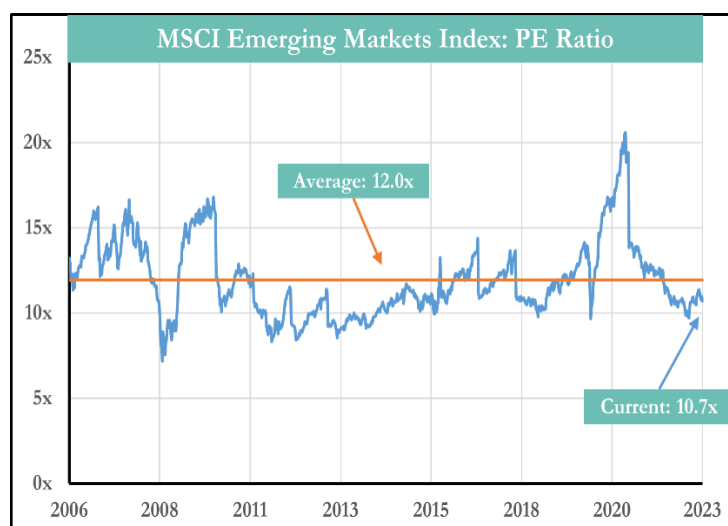
Europese aandelen doen het dit jaar ondanks een sterke start aanmerkelijk minder. Zorgen over het functioneren van de Europese economie zijn de oorzaak. De zwakke wereldwijde vraag en de renteverhogingen door de ECB drukken op de economische groei. Beleggers geven in deze fase de voorkeur aan Amerikaanse aandelen en aan aandelen uit opkomende landen.

In de VS werd de kar andermaal getrokken door de ‘magnificent seven’. De zeven grote technologie-bedrijven tilden zowel de Nasdaq als de S&P500 naar het hoogste niveau van dit jaar. Met een rendement van om en nabij de 30% scoorde de Nasdaq index op haar hoogtepunt in juli bijna 20% beter dan de brede EuroStoxx 50. Voor aandelenbeleggers die actieve keuzes maken viel elke keuze, anders dan beleggen in deze 7 aandelen, in relatieve zin negatief uit. We moeten ons wel realiseren dat de ontwikkeling van de Nasdaq geen reële afspiegeling vormt van de brede Amerikaanse economie.

### Opkomende landen

De afgelopen jaren hebben aandelen van bedrijven uit emerging markets aanmerkelijk slechter gepresteerd dan die van ontwikkelde markten. Een sterke Amerikaanse dollar, tegenvallende winsten, geopolitieke spanningen en tekenen van deglobalisering drukten zwaar op het sentiment. Ingrediënten voor een herstel zijn echter aanwezig. Sterke groeiverwachtingen, lage waarderingen en meer ruimte voor een soepeler monetair beleid vergeleken met ontwikkelde markten, kunnen een eerste fase van herstel inleiden. Het heterogene landschap maakt het evenwel lastig. De uiteenlopende omstandigheden van de verschillende landen variëren sterk.

Landen met een sterke binnenlandse vraag, zoals Brazilië, India en China hebben de beste papieren.



### Vastgoed

Beursgenoteerd vastgoed noteerde de afgelopen maanden wederom een klein minnetje. Daarmee kon de categorie opnieuw geen vuist maken. Vooral commercieel vastgoed heeft het zwaar. Hoge rentes blijven een probleem. De toenemende financieringslasten zijn een molensteen om de nek van veel partijen in de sector. Het herfinancieren van leningen wordt steeds ingewikkelder. Toch worden de vooruitzichten langzaam beter. Rentenniveaus lijken hun hoogste punt te naderen en waarderingen zijn tot een dieptepunt gedaald. Voor beleggers is dat een goed moment om weer een teen in het water te steken.

### Grondstoffen

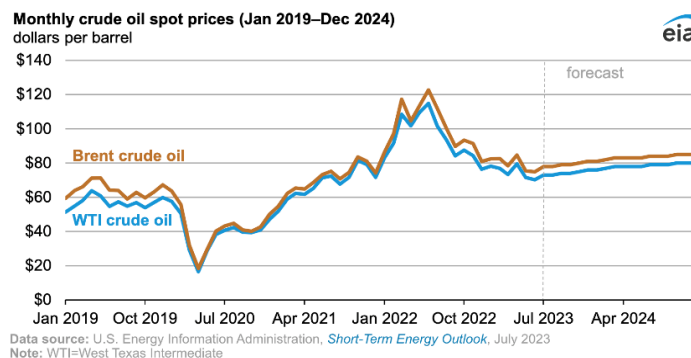
De politieke wil om te verduurzamen vormt een belangrijke drijfveer voor de toenemende vraag naar allerlei grondstoffen die nodig zijn voor de energietransitie. Tezamen met de nog altijd toenemende wereldwijde vraag naar olie en gas, zou dit een nieuwe supercyclus in kunnen luiden.

Traditioneel is een hogere reële rente slecht nieuws voor de **goudprijs**. Ondanks de mededeling van de Fed dat zij de mogelijkheid tot een verdere renteverhoging openlaat, heeft de goudprijs zich krانig geweed. De oorzaak ligt waarschijnlijk in het feit dat beleggers een slag om de arm houden en zich wapenen tegen het uitblijven van een zachte landing van de Amerikaanse economie.

Geheel tegen het beeld van de beurzen in steeg de **olieprijs** de afgelopen weken. De prijs van een vat Brent olie kostte eind september meer dan \$90. De OPEC+ landen kondigden al eerder aan de productie tot eind 2024 laag te houden om zo de prijzen te stuwen. Bovendien gaven Saudi-Arabië en Rusland aan hun eerder ingevoerde productiebeperkingen tot het eind van dit jaar te handhaven. Een olieprijs van \$100 ligt binnen bereik. De prijs aan de pomp zal naar alle waarschijnlijkheid dus nog verder oplopen. Saillant detail is dat aan de hoge prijs ook een politiek aspect verbonden is. Veel Amerikanen

‘kiezen’ aan de pomp. In dat kader is President Biden er veel aan gelegen de olieprijs binnen de perken te houden.

### EIA forecasts crude oil prices will increase through 2024 as demand rises above supply



### Cryptovaluta

In de eerste helft van het jaar schoten de koersen van cryptovaluta's als een komeet omhoog. Vooral de bitcoin profiteerde van het positieve sentiment rond risicovollere assets. In de zomer is de positieve houding rond crypto's weggeëbd. De hoop dat op korte termijn een crypto ETF het levenslicht zou zien lijkt alweer vervlogen. Beleggers hoopten op goedkeuring van een dergelijk vehikel door de Amerikaanse toezichthouder SEC. Vooralsnog laat die goedkeuring echter op zich wachten. Daarnaast lijden crypto's net als andere meer risicovolle beleggingen onder de hogere rentes. Het momentum voor de bitcoin en voor andere crypto lijkt hiermee verloren te zijn gegaan.

### Samenvattend

Het enthousiasme is momenteel ver te zoeken op financiële markten. De hardnekkige inflatie vormt voor centrale banken nog geen aanleiding om de voet van het rempedaal te halen. Integendeel, het lijkt erop dat we nog niet alle renteverhogingen achter de rug hebben. Consumenten houden steeds meer de hand op de knip. De in coronatijd opgebouwde spaarpotjes raken langzaam leeg. De vooruitzichten voor de economische groei zijn dan ook minder rooskleurig. De onzekerheid over de Amerikaanse economie neemt toe. Het is de vraag of de Fed in staat is de inflatie terug te brengen tot een acceptabel niveau, zonder de economie in een recessie te duwen (zachte landing). In Europa lijkt een recessie onafwendbaar. De duur en de hevigheid van de recessie zal sterk afhangen van de ontwikkeling van de energie- en voedselprijzen en de invloed daarvan op de bedrijfsinvesteringen en de consumentenbestedingen.

**Duisenburgh Vermogensregie B.V.**  
Oktober 2023

#### Disclaimer

De informatie die is opgenomen in deze publicatie is uitsluitend bestemd voor algemene doeleinden. De in deze publicatie vermelde gegevens zijn ontleend aan door Duisenburgh betrouwbaar geachte bronnen en publiekelijk bekende informatie. Ondanks een zorgvuldige controle van deze informatie kunnen wij niet garanderen dat de informatie steeds correct of volledig is. Duisenburgh aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid voor eventuele onjuistheden. De informatie in deze publicatie is generiek van aard en houdt derhalve geen rekening met de specifieke beleggingsdoelstellingen, de persoonlijke financiële situatie en persoonlijke behoeftes. Het kan dan ook niet aangemerkt worden als een persoonlijk advies; het biedt onvoldoende basis voor het nemen van een beleggingsbeslissing. Wij adviseren u voorafgaand aan een eventuele actie deskundig advies in te winnen. Deze publicatie is geen aanbod en u kunt aan deze publicatie geen rechten ontleen. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Duisenburgh Vermogensregie B.V. heeft een vergunning en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële markten en De Nederlandsche Bank.