

# KWARTAALBERICHT Q1



## Terugblik

Financiële markten beleefden een dynamische start van het jaar. Vooral het sentiment onder aandelenbeleggers was positief. Onder invloed van een veerkrachtige economie, dalende inflatiecijfers en degelijke bedrijfswinsten, bereikten diverse aandelenindices herhaaldelijk nieuwe all-time highs. Van tussentijdse noemenswaardige correcties was geen sprake. Beleggers werden in hun positivisme bevestigd, doordat centrale banken de weg vrijmaakten voor renteverlagingen. De stevige monetaire verkrappingscyclus die in het eerste kwartaal van 2022 werd gestart om de uit de hand lopende prijsstijgingen een halt toe te roepen, heeft de inflatie teruggedrongen zonder een recessie te veroorzaken. Hiermee ligt het gewenste script voor een zachte landing van de Amerikaanse economie nog altijd in het verschiet. Maar ook in Europa zijn voorzichtige signalen van een herstellende economie waarneembaar.

Het is echter de vraag hoe snel centrale banken bereid zijn te starten met het verlagen van hun beleidsrentes. De laatste maanden daalde de inflatie minder sterk dan gewenst. Een reden kan zijn dat de inflatie toch meer in de lonen is geslopen. Looninflatie kan hardnekkig zijn en is moeilijk te bestrijden. Markten houden nog steeds rekening met enkele renteverlagingen, maar de eerder voor de VS ingeprijsde zes stuks zijn allang niet realistisch meer.

De komende maanden wordt duidelijk of de wereldeconomie in staat is het huidige groeitempo vast te houden. Zolang dit het geval is, arbeidsmarkten krap blijven en de verwachte renteverlagingen hun beslag krijgen, kan de consument blijven spenderen en zijn de vooruitzichten voor bedrijven positief. Stijgende bedrijfswinsten kunnen het positieve sentiment op de aandelenmarkten steunen, waardoor er wellicht nog meer in het vat zit.

Met de koersstijgingen van de afgelopen vijf maanden wordt de ruimte voor opwaartse verrassingen evenwel kleiner.

Index	1-jan-24	31-mrt-24	%
AEX	786,82	881,78	12,07%
DAX	16.751,64	18.504,51	10,46%
Eurostoxx50	4.521,95	5.082,85	12,40%
S&P500	4.769,83	5.254,35	10,16%
Nasdaq	15.011,35	16.379,46	9,11%
Nikkei 225	33.464,17	39.841,00	19,06%
Shanghai Comp.	2.974,93	3.077,38	3,44%
EUR/USD	1,104	1,080	-2,19%
Brent olie	77,07	87,00	12,88%
Goud	2.071,80	2.260,90	9,13%
Ned. 10-jrs rente	2,31	2,56	10,87%
Bitcoin (in EUR)	38.369,50	65.800,10	71,49%

## Economie

De Amerikaanse economie blijft opmerkelijk veerkrachtig, met een geannualiseerde groei van 3,4% in het vierde kwartaal van 2023 en een verwachte expansie van zo'n 2% in de afgelopen drie maanden. Hoewel deze cijfers, tegen de achtergrond van strak monetair beleid, een enigszins afzwakkende groei weerspiegelen, blijven ze niettemin indrukwekkend. Het huidige groeitempo ligt boven het eerder door de Federal Reserve ingeschatte niveau, wat impliceert dat de economie kan groeien zonder hernieuwde inflatoire druk te veroorzaken. Daarmee lijkt de Fed erin te slagen de inflatie te bestrijden zonder dat dit tot een harde landing van de economie leidt.



De economie in de eurozone vertoont de eerste voorzichtige tekenen van herstel. De samengestelde flash PMI (inkoopmanagersindex) steeg voor de vijfde maand op rij en staat nu op een niveau van 49,9. De stijging werd opnieuw gestuurd door de dienstensector, die in maart steeg naar 51,1 het hoogste niveau in negen maanden. Een niveau van boven de 50 punten duidt op aantrekkende activiteit. De economische situatie in Duitsland, de haperende groeimotor van Europa, blijft zorgelijk. De eens zo stabiele factor binnen Europa kampt met een golf aan stakingen in de transportsector. De economie verkeert al enige tijd in een recessie en kampte nog niet zo lang geleden met de hoogste inflatie in 50 jaar. De licht aantrekkende exportcijfers bieden een klein lichtpuntje.

### Rente en inflatie

Begin dit jaar gingen beleggers ervan uit dat de Fed de beleidsrente in 2024 maar liefst zes keer zou verlagen. Als gevolg van de sterke groei en de stagnerende inflatiecijfers is dit beeld inmiddels bijgesteld. Fed-voorzitter Powell heeft in de laatste vergadering wel duidelijk aangegeven dat hij nog steeds ruimte ziet voor verlagingen. Powell en zijn collega beleidsmakers bleven bij hun voorspelling van 3 renteverlagingen voor 2024. De markt prijst op dit moment eveneens nog maar drie verlagingen in, waarvan de eerste in juni wordt verwacht.

In Europa zagen we een vergelijkbaar beeld. Zoals gezegd zijn de eerste voorzichtige tekenen van economisch herstel zichtbaar. Maar ook hier is de inflatie, die weliswaar nog altijd dalend is, hardnekkiger gebleken dan eerder ingeschat. De ECB is daarom terughoudend met het verlagen van de rente. Hoewel er goede vooruitgang wordt geboekt in het disinflatieproces, wacht men op meer signalen dat de loonontwikkeling en winstmarges afvlakken, ter bevestiging dat de inflatie duurzaam richting de beleidsdoelstelling van 2% beweegt. Beleggers rekenden aanvankelijk op een eerste renteverlaging in maart of april. Inmiddels hebben zij hun verwachtingen bijgesteld en wordt een eerste renteverlaging niet eerder dan in juni verwacht.

### Valuta

Door de boven verwachting presterende economie in de VS is de kans op snelle renteverlagingen afgenomen. Deze ontwikkeling vormde voor de dollar een steuntje in de rug. De afgelopen weken heeft de dollar dan ook terrein gewonnen (ongeveer 2%) ten opzichte van de euro. Of deze trend zal doorzetten is overigens maar de vraag. De verwachting is dat de ECB in haar rentebeleid min of meer gelijke tred zal houden met de Fed. Dit zou erin moeten resulteren dat het valutapaar voorlopig binnen een beperkte bandbreedte blijft bewegen.

### Obligaties

Obligaties kenden dit jaar een stroeve start. Nadat de koersen eind 2023 door het dak gingen, volgde in januari een correctie. Beleggers realiseerden zich dat ze wellicht te hard van stapel waren gelopen. De daling van de inflatie haperde en de eerder ingeprijsde renteverlagingen (zes stuks) in de VS leken plots te optimistisch. Kapitaalmarktrentes liepen op, waardoor koersen van obligaties met een langere duratie (rentegevoeligheid) daalden. Toch blijft de beleggingscase voor obligaties interessant. Zelfs als rentes onverhoopt niet dalen, leveren ze bij de huidige lopende 'yields' een positief reëel rendement op. Dalende rentes kunnen leiden tot 'extra' rendement.

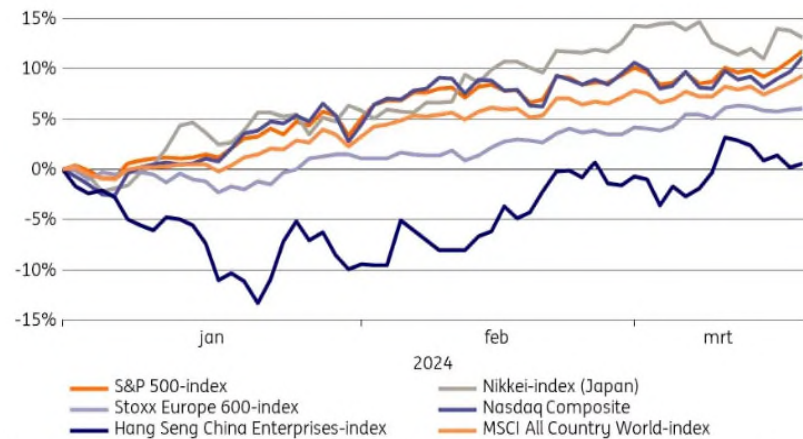
Meer risicovolle obligatiecategorieën zoals high yield, obligaties uit opkomende markten (EMD) en door onderpand gedekte leningen (ABS), lieten wel een positief rendement optekenen. De kredietopslagen (risicopremies) zijn gedaald en in bepaalde scenario's zouden die nog wat verder kunnen inkomen, al is de ruimte hiervoor beperkt. De vraag die dan rijst is of beleggers dan nog voldoende worden beloond voor het extra risico dat zij nemen.

## Aandelen

De stemming op aandelenmarkten was in de eerste drie maanden van 2024 opperbst. In alle belangrijke regio's werden winsten geboekt. Net als vorig jaar trok Amerika de kar, al was het rendementsverschil met de overige geografische gebieden een stuk kleiner dan vorig jaar. De vertragende inflatie, herstellende bedrijfswinsten en het zicht op renteverlagingen vormden een stevige basis voor dit positieve sentiment. Verschillende indices noteerden recordstanden. Omdat de winstverwachtingen voor 2024 zowel in de VS als in Europa wat zijn verlaagd, zijn de waarderingen van aandelen flink

opgelopen. De forward koers-winstverhouding van de brede Amerikaanse S&P500-index is gestegen naar 21, het hoogste niveau in meer dan twee jaar.

Prestaties aandelenindices Q1 2024



Bron: LSEG Datastream, ING Investment Office (rendementen vanaf 1 jan 2024, total return in euro)

De stevige outperformance van Amerikaanse aandelen ten opzichte van Europese aandelen in 2023 kreeg in het eerste kwartaal een vervolg. De Amerikaanse aandelenmarkt beleefde een vliegende start in 2024. Het optimisme over de economie en de beoogde renteverlagingen, gecombineerd met de kansen van kunstmatige intelligentie, vormde een stevige injectie voor aandelenkoersen. Ook nu weer waren technologiebedrijven, die sterk vertegenwoordigd zijn in de Amerikaanse indices, de aanjagers. De aandelenrally wordt dit jaar wel breder gedragen dan vorig jaar. Waar in 2023 de 'Magnificent Seven' de rendementen voor een groot deel bepaalden, dragen nu steeds meer aandelen hun steentje bij. Enkele aandelen die vorig jaar excelleerden verloren het afgelopen kwartaal aan glans. Zo verloor Tesla zo'n 30% van haar marktwaarde en ook Apple hield het kruis met een verlies van zo'n 10% niet droog.

Beurzen in opkomende landen kenmerkten zich wederom door een grote diversiteit in de resultaten. Naast verschillen in economische vooruitzichten, zijn er verschillen in het punt waar opkomende markten zitten in hun monetaire cyclus. In Brazilië en Chili zijn de beleidsrentes vorig jaar al verlaagd, terwijl de hyperinflatie in Argentinië en Turkije ervoor zorgt dat renteverlagingen daar voorlopig niet aan de orde zijn. Dus of er hulp vanuit de monetaire hoek komt, verschilt per land. Verder zijn veel opkomende landen afhankelijk van de ontwikkelingen op het gebied van grondstoffenprijzen. Met de opwaartse bijstelling van de winstverwachtingen zijn de waarderingen van aandelen uit opkomende regio's echter nog altijd erg aantrekkelijk. Desondanks konden ze de koersontwikkeling van aandelen uit ontwikkelde markten andermaal niet bijhouden.

Chinese aandelen zaten vorig jaar in de verdomhoek. Het negatieve sentiment van buitenlandse beleggers, de problemen in de vastgoedsector en het gebrek aan vertrouwen van de Chinese consument, trokken een flinke wissel op de beursprestaties. Na een slechte maand januari vertoonde China voorzichtige tekenen van stabilisatie, al blijft het herstel in de prijsontwikkeling fragiel. De Chinese overheid is er veel aan gelegen het vertrouwen in de economie te herstellen. Vorige maand sprak zij uit dat de groei-doelstelling voor dit jaar opnieuw 5% bedraagt. De verwachting is dan ook dat de overheid met meer stimulerende maatregelen zal komen. De zeer lage waarderingen in combinatie met een terugkerend vertrouwen van de binnenlandse consument zijn ingrediënten die mogelijk kunnen leiden tot een positieve impuls op de aandelenbeurzen.



In maart verhoogde de BoJ (Bank of Japan) voor het eerst sinds 2007 de rente. Hiermee stopte zij als laatste monetaire instelling met negatief rentebeleid. Ook maakte de centrale bank een einde aan een flink aantal onconventionele maatregelen, waaronder 'yield curve control', die bedoeld waren om de economie aan te zwengelen. De Japanse economie heeft zich goed hersteld van de coronapandemie. Met de recente loonstijgingen lijkt een definitief einde gekomen aan een lange periode van deflatie en stagnatie. De Japanse aandelenmarkten noteerden record na record. Dit jaar is de Nikkei met bijna 20% gestegen in lokale valuta, terwijl de stijging van de Topix ruim 14% bedraagt. De rally is breed gedragen door bedrijven binnen alle sectoren en de terugkeer van inflatie ondersteunt daarbij de keuze voor aandelen. De Yen leverde circa 5% van haar waarde in ten opzichte van de euro en nog wat meer ten opzichte van de dollar.

### Vastgoed

De vastgoedsector heeft een aantal moeilijke jaren achter de rug. Vanaf het moment dat centrale banken startten met het verhogen van de beleidsrentes, zijn de koersen van de grote vastgoedfondsen onder druk komen te staan. De prestaties van vastgoedaandelen bleven ver achter bij de koersstijgingen van de brede aandelenmarkt. Met het mogelijke vooruitzicht van renteverlagingen kan een investeringscase weer interessanter worden. Dalende rentes kunnen lenen goedkoper maken, waardoor het aantrekkelijker wordt om vastgoed te financieren en projecten te ontwikkelen. Financiële markten staan evenwel nog aan de vooravond van verruimende monetaire maatregelen. Op dit moment is het nog onzeker hoeveel renteverlagingen in 2024 zullen plaatsvinden en maakt de markt zich nog te veel zorgen over de financiering van de vastgoedsector, waardoor een stevig herstel van vastgoedaandelen nog wel even op zich kan laten wachten.

### Alternatieve beleggingen

Alternatieve strategieën beleefden in 2023 een mager jaar. Bovendien was de beleggingscategorie minder populair bij beleggers. Zij zochten hun heil liever in obligaties, omwille van de interessante effectieve rendementen, hogere transparantie en lagere kosten. Afgelopen maanden bleek echter weer eens wat de toegevoegde waarde van alternatives is vanwege hun onderscheidende rendementsbronnen. In een periode waarin obligaties last hadden van de omstandigheden op de rentemarkten, was de beperkte correlatie met deze markten een voordeel.

### Grondstoffen

De goudprijs zat de afgelopen maanden sterk in de lift. Eind maart tikte goud een recordprijs aan van iets meer dan 2.260 dollar voor een troy ounce. Deze koersontwikkeling is niet los te zien van de meer gematigde toon van centrale banken. Het is dan ook niet toevallig dat de prijs is opgelopen vlak na de bekendmaking door de Fed dat zij ruimte ziet voor renteverlagingen later dit jaar. Daarbij hebben centrale banken de laatste jaren steeds grotere hoeveelheden goud opgekocht (ten koste van hun posities in Amerikaanse staatsobligaties). Maar ook particuliere

beleggers kopen, gedreven door de onrust in de wereld of een gebrek aan vertrouwen, steeds meer goud.

#### Gold breaks to all-time high

Intra-day high (\$ per troy ounce)





De OPEC plus-landen verlengden de periode voor de eerder afgesproken productieverlaging tot eind juni. De oliemarkt hield al rekening met dit besluit. De Chinese economie is nog steeds zwak, hetgeen de vraag naar olie nog altijd drukt. Daarnaast pompen Amerikaanse oliebedrijven aanmerkelijk meer olie op. Daarmee is er sprake van een overschot, wat een rem kan zetten op het potentieel voor prijsstijgingen. Met de productiebeperking proberen de olieproducerende landen de prijs te stutten, zonder te veel marktaandeel te verliezen. Daar zijn ze aardig in geslaagd. De prijs van een vat Brent-olie is vanaf de jaarstart met bijna 13% gestegen en noteerde eind maart rond de 87 dollar.

### Cryptovaluta

Het optimisme onder cryptobeleggers leek de afgelopen maanden niet te stuiten. De langverwachte lancering van bitcoin spot ETF's in de VS dreef de koersen van alle crypto's op. De ETF's zijn een succes gebleken, gezien de grote netto instroom van kapitaal. Het koersverloop van de bitcoin werd na de lancering gekenmerkt door een hoge volatiliteit. In de afgelopen weken noteerde de bitcoin een all-time high van net geen 74.000 dollar. Ook ethereum en diverse altcoins bereikten recordhoogtes. In aanloop naar de 'halving' in april, waarbij miners hun beloning voor het berekenen/delven van blokken zien halveren, hebben investeerders gas teruggenomen. Eind maart noteerde de bitcoin rond een prijs van 71.000 dollar. Aangenomen wordt dat de halving de schaarste alleen maar vergroot, waardoor de prijs verder kan oplopen.

### Samenvattend

Een zachte landing van de Amerikaanse economie in combinatie met een ruimer monetair beleid van centrale banken in de Verenigde Staten en in Europa, kan zorgen voor blijvend optimisme bij beleggers. De economische fundamenten bieden daarvoor voldoende houvast. Zolang de inflatie daarbij duurzaam richting de beleidsdoelstellingen van centrale banken blijft tenderen en bedrijven de verwachte winstgroei kunnen realiseren, ondersteunt dit het beleggerspositivisme. Daarmee ligt de weg open voor verdere stijgingen van de wereldwijde aandelenmarkten en kunnen nieuwe recordstanden worden bereikt. Mochten centrale banken hun kruit noodgedwongen drooghouden, omdat de inflatie onverhoopt weer de kop op steekt, dan is het maar de vraag of de winstgroei van bedrijven aan de verwachtingen kan blijven voldoen. En wat is dan de reactie van beleggers?

*Duisenburgh Vermogensregie B.V.  
April 2024*

#### **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 ontlenen. 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.*