

KWARTAALBERICHT Q4



Terugblik

Financiële markten beleefden onstuimige laatste maanden van het jaar. Na een zonnige beurszomer verstomde het positieve sentiment van beleggers. Beleggers overdrijven graag en ze waren in hun enthousiasme al flink op de muziek vooruitgelopen. Zij gingen ervanuit dat de Fed in Q4 zou overgaan tot de eerste renteverlagingen. Fed-president Powell liet in september echter duidelijk blijken dat hij nog onvoldoende overtuigd was van een consistent dalende trend van de inflatie. De inflatie was nog te ver verwijderd van het ideaal geachte percentage van 2%. Onder aanvoering van een strenge toon van de Amerikaanse Federal Reserve veranderde het enthousiasme in een risk-off houding. Aandelen leverden een flink deel van hun gedurende het jaar opgebouwde winsten in en rentes stegen naar de hoogste niveaus in meer dan tien jaar.

Dat het opportunisme van beleggers moeilijk te temmen is, bleek al snel. Toen de Federal Reserve in november liet blijken dat geen nieuwe renteverhogingen in het verschiet lagen, was dat het startsein voor een heuse eindejaarsrally. Niet alleen aandelenindices liepen op richting all-time highs, ook de rentes klaptten naar beneden, met stevige koersstijgingen voor obligaties tot gevolg. En zo eindigde het beleggingsjaar voor veel beleggers met (meer dan) keurige rendementen. De vraag is of er nog meer in het vat zit; kunnen we begin 2024 rekenen op een vervolg? Veel hangt af van de ontwikkeling van de economie in zowel de VS als in Europa. Uiteindelijk is het wachten op de 'end game'. In het meest ideale scenario komt de inflatie onder controle, zonder dat de economische groei te zwaar onder druk te

staan en blijven de bedrijfswinsten op niveau.

Index	1-jan-23	31-dec-23	%
AEX	689,01	786,82	14,20%
DAX	13.923,59	16.751,64	20,31%
Eurostoxx50	3.793,62	4.521,95	19,20%
S&P500	3.839,50	4.769,83	24,23%
Nasdaq	10.466,48	15.011,35	43,42%
Nikkei 225	26.094,50	33.464,17	28,24%
Shanghai Comp.	3.089,26	2.974,93	-3,70%
EUR/USD	1,070	1,104	3,11%
Brent olie	86,00	77,07	-10,38%
Goud	1.830,10	2.071,80	13,21%
Ned. 10-jrs rente	2,91	2,31	-20,54%
Bitcoin (in EUR)	14.475,10	38.369,50	165,07%

Economie

Steeds meer indicatoren wijzen erop dat de Amerikaanse economie verder afkoelt. De afgelopen maanden daalde het aantal nieuwe banen, de inflatie nam gestaag af en de werkloosheid liep licht op. Consumenten raken langzaam door hun tijdens de coronapandemie opgebouwde reserves heen zijn. Zij houden steeds meer de hand op de knip, waardoor de economische groei vertraagt. De Fed probeert een harde landing van de economie te voorkomen door haar beleidsrente, ondanks de nog altijd hoge inflatie, niet verder te verhogen. Ze stelt voor 2024 zelfs meerdere renteverlagingen in het vooruitzicht. Tegelijkertijd loopt de schuldenpositie van de Amerikaanse overheid alsmear verder op. Dit leidde tot een afwaardering van de kredietstatus door Fitch, een van de drie grote kredietbeoordelaars. Toch derde dit de rente nauwelijks.

In Europa lijken we inmiddels te kunnen spreken van een (milde) recessie. Vooral de Duitse economie, de groeimotor van Europa, heeft het bijzonder moeilijk. Het vertrouwen van ondernemers en consumenten is tot een dieptepunt gedaald en de vooruitzichten voor ondernemingen nemen zienderogen af. Het IMF heeft de groeicijfers voor de economie in eurozone gedurende het jaar naar beneden (0,7%) aangepast. Ook in Europa zal de centrale bank behoedzaam moeten optreden om een impactvolle recessie te voorkomen.

Valuta

De Amerikaanse dollar is de afgelopen maanden aanmerkelijk verzwakt. De munt levert niet alleen in ten opzichte van de euro, maar ook ten opzichte van andere mondiale valuta's. De gewijzigde koers van de Fed was aanleiding voor de terugval. Op de korte termijn wordt de koers bepaald door ontwikkeling van de economie en het (ruimere) rentebeleid van de centrale banken. Voor de middellange termijn spelen andere krachten zoals de steeds verder oplopende staatschuld in de VS een rol. Dat doet de koers van dollar geen goed. Europese beleggers leverden dit jaar ruim 3% in op hun in dollars genoteerde beleggingen.

Rente en inflatie

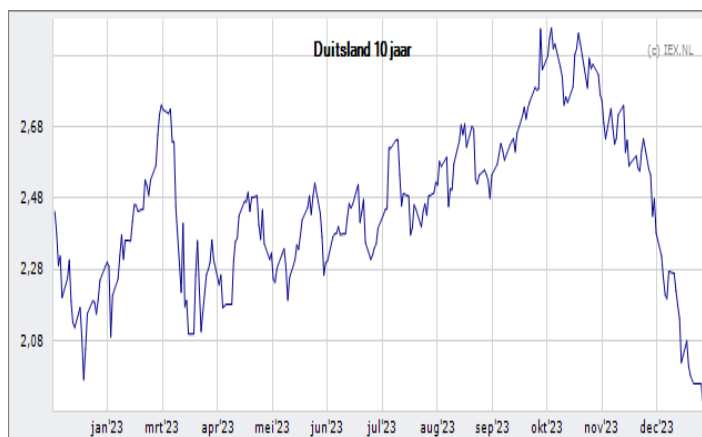
De Amerikaanse centrale bank hield lang vast aan haar verkrappende beleid, maar in november is een andere wind gaan waaien. Meevallende lagere inflatiecijfers lagen hieraan ten grondslag. De Fed liet niet alleen de rente ongewijzigd op 5,25 tot 5,50%, zij gaf tegelijkertijd aan een minder restrictief monetair beleid te gaan voeren. Beleggers houden inmiddels rekening met zeker drie renteverlagingen (0,75%) in 2024. De inflatie in de VS is het afgelopen kwartaal nauwelijks verder gedaald. De kerninflatie bleef in november onveranderd op 4%. Voor Fed-topman Jerome Powell was dit eerder, samen met de nog immer sterke arbeidsmarkt, reden om lang een strenge toon aan te slaan. Maar de angst voor een harde landing van de economie lijkt nu toch te resulteren in een trendomslag. Na een periode van twee jaar met renteverhogingen is er nu zicht op renteverlagingen.

De Europese economie kwakelt al enige tijd, met als gevolg dat de inflatie daalde naar 2,9% op jaarbasis. Toch liet de ECB haar beleidsrente ongewijzigd op een recordhoogte van 4%. Ze liet bij monde van President Christine Lagarde weten dat zij niet van plan is de rente op korte termijn te verlagen. De ECB verwacht dat de inflatie in de wintermaanden door toenemend energieverbruik tijdelijk weer kan toenemen. Net als in de VS liggen de eerste renteverlagingen pas in de loop van 2024 in het verschiet.

Obligaties

De renteontwikkeling van de afgelopen maanden zorgde voor reuring in het obligatielandschap. Waar koersen in september en oktober nog flink onder druk stonden, stegen de prijzen in november tot het hoogste punt van het jaar. Dit gold voor alle obligatiecategorieën, al profiteerden meer risicovolle obligaties (inkomende spreads) en obligaties met een langere duratie het meest. Obligaties van opkomende markten in lokale valuta waren dit jaar de grote winnaars. Hoge lopende rendementen, inkomende kredietopslagen en een minder sterke dollar speelden dit papier in de kaart. Zij konden zich verheugen in een grote instroom van kapitaal van voornamelijk professionele beleggers. Maar ook high yield obligaties en credits lieten zich niet onbetuigd en sloten het jaar af met mooie rendementen.

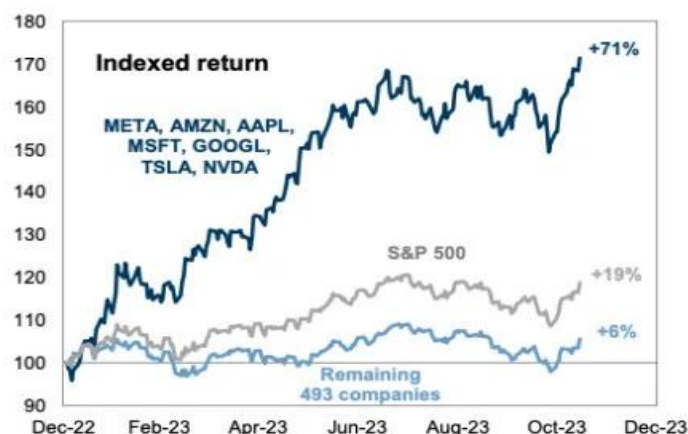
De 10-jaars Duitse rente (de maatstaf voor risicoloos kapitaal) koerste 31 december rond de 2,0%. Dat is bijna een 1% lager ten opzichte van het piekniveau begin oktober. Met deze stevige rentecorrectie lijkt de markt een voorschot te nemen op de later in 2024 verwachte renteverlagingen door centrale banken. Desalniettemin starten obligatiebeleggers 2024 met aanvangsrendementen waar we twee jaar geleden alleen maar van konden dromen.



Aandelen

Tijdens de rally van de afgelopen twee maanden profiteerden vooral **Amerikaanse groeiaandelen**. Deze ondernemingen hebben het meeste baat bij lagere rentes. We vinden deze bedrijven veelal terug in de sectoren technologie en communicatiediensten. Maar ook bedrijven in andere rentegevoelige sectoren, zoals vastgoed en nutsbedrijven profiteerden. Over het gehele jaar bekeken vallen vooral de grote performanceverschillen tussen de verschillende regio's en sectoren op. Maar ook de uiteenlopende rendementen tussen de beleggingsstijlen, groei versus waarde, springen in het oog.

De **'Magnificent Seven'** profiteerden van de opmars van AI (Artificiële Intelligentie) en realiseerden een niet te evenaren koersstijging. Deze aandelen presteerden vele malen beter dan het marktgemiddelde. Een rendement van ruim 70% is op geen enkele manier bij te benen. De verwachtingen voor volgend jaar zijn hoog gespannen. Op basis van de huidige winstverwachtingen kunnen ze ook in 2024 sterker groeien dan de markt. Maar vallen de resultaten tegen, dan kan dat onherroepelijk tot een afstraffing leiden. Dat neemt niet weg dat AI de komende jaren een belangrijke groeifactor blijft.



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Let wel: Deze zeven aandelen zijn goed voor 45% van de marktkapitalisatie van de NASDAQ 100-index en vertegenwoordigen 27% van de S&P500. Daarmee waren zij verantwoordelijk voor het leeuwendeel van het rendement (+53%) van de NASDAQ 100, wat vervolgens weer een fikse invloed had op het rendement van de wereldindex. Voor een actieve belegger viel hier simpelweg niet tegenop te beleggen.

De prestaties van aandelen uit **opkomende markten** bleven in 2023 achter bij de bredere wereldwijde aandelenindex. De stemming onder beleggers was in het eerste deel van het jaar positief. Sommige beurzen, waaronder die van India, Turkije en Hongarije, hebben recordhoogten bereikt. In augustus verslechterde het sentiment aanzienlijk, vooral als gevolg van de scherpe stijging van de rente op Amerikaanse staatsobligaties en de sterker wordende dollar. In de laatste maanden herstelden de koersen, maar slaagden ze er niet in het verschil met ontwikkelde markten goed te maken. Een fors hogere economische groei in opkomende markten dan in ontwikkelde markten, hogere winstgroeiervachtingen en aanzienlijk lagere waarderingen van aandelen bieden wel volop kansen voor de toekomst.

De **Chinese aandelenmarkt** beleeft een lastige tijd. Begin vorig jaar hielden we sterk rekening met een herstel na de heropening van de economie. Maar de resultaten stelden teleur. De tijden van hoge groei zijn definitief voorbij. De Chinese overheid heeft al eerder haar langjarige groeidoelstelling naar beneden bijgesteld tot 5% per jaar. Daarnaast kampt de Chinese economie met een gebrek aan vertrouwen van internationale beleggers door geopolitieke spanningen. Maar het belangrijkste euvel is het gebrek aan bestedingen door de Chinese consument, veroorzaakt door grootschalige problemen op de vastgoedmarkt.

China is een land in transitie en dat gaat niet zonder slag of stoot. Toch zijn er aanknopingspunten te vinden voor een wederopstanding. De waarderingen van Chinese aandelen zijn zeer laag, zeker ten

opzichte van Amerikaanse aandelen. En het is aannemelijk dat de overheid een flink steunpakket lanceert en de kredietfaciliteiten verruimt, om ook de problemen in de vastgoedsector het hoofd te kunnen bieden. Uiteindelijk ligt de sleutel bij de Chinese consument. Die zal het voortouw moeten nemen door de hand van de knip te halen.

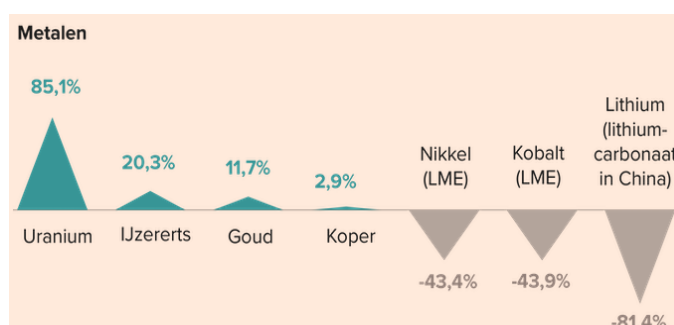
Vastgoed

Voor beursgenoteerd vastgoed was het geen gemakkelijk jaar. Door de gestegen rentelasten, dalende prijzen en zwakke economie, bleven de rendementen achter. Als gevolg van de koerswijziging van centrale banken en de daaropvolgende scherpe daling van kapitaalmarktrentes hebben vastgoedaandelen de afgelopen maanden een herstel getoond. Het vooruitzicht van renteverlagingen gaf de koersen een stevige duw in de rug. Kantoren en winkels blijven het nog wel moeilijk hebben, maar logistiek, datacentra, woningen en hotels bieden wel degelijk perspectief.

Grondstoffen

Op de grondstoffenmarkt verliep 2023 anders dan verwacht. Lagere prijzen voor olie, gas en graan wijzen niet op een supercyclus. Ook grondstoffen die essentieel zijn voor het realiseren van de energietransitie zoals koper, kobalt, lithium, en nikkel werden goedkoper. Hoewel jarenlang te weinig in deze grondstoffen is geïnvesteerd, wat tot een aanbodtekort leidt, was dit niet terug te zien in de prijzen. De Bloomberg Commodity Index, een

belangrijke graadmeter, leverde vorig jaar zo'n 10% in.



Ondanks alle klimaatmaatregelen blijft de vraag naar **olie** groeien. Het IAE (Internationaal Energie Agentschap) ziet de vraag nog tot het einde van dit decennium groeien. Bij gebrek aan alternatieven blijft de vraag naar olie hoog. Desondanks was de prijs per ultimo december (USD 77) lager dan aan het begin van 2023. In september bereikte de prijs nog een piek van bijna USD 100 per vat. De oorzaken voor de prijsdaling zijn niet helder. De oliemarkt is gevoelig voor speculatie en dat beïnvloedt de prijs voor de korte termijn. Voor de langere termijn blijft de vraag robuust. Daarnaast is er veel geopolitieke onrust met oorlogen in Oekraïne en een conflict in het Midden-Oosten wat een opdrijvend effect op de prijs heeft.

Ook de **goudprijs** maakte in 2023 een wilde rit en bereikte een all-time high van USD 2.088 per troy ounce. Eerdere rentestijgingen drukten de prijs kortstondig onder de USD 1.900, maar de recente koerswijziging van centrale banken gaf de prijs een duw in de rug. Daarbij moet gezegd dat goud noteert in dollars en de koers van deze valuta is de laatste maand behoorlijk verzwakt ten opzichte van de euro. Maar ook de toegenomen geopolitieke spanningen zijn koren op de molen voor goud. Beleggers zien goud nog steeds als veilige haven.

Cryptovaluta

Gaat het dan eindelijk gebeuren? Bloomberg-analisten schatten de kans op goedkeuring door de SEC van de eerste bitcoin ETF in januari op 90 procent. Inmiddels hebben meerdere grote marktpartijen, waaronder Blackrock, VanEck, Fidelity en Invesco een aanvraag ingediend. Als een ETF wordt goedgekeurd verschaft dit veel Amerikaanse beleggers toegang tot de bitcoin. Cryptomarkten hebben dit jaar een stevige opleving doorgemaakt. Na de zomer leek het enthousiasme getemperd, maar de laatste weken heeft de koers van de bitcoin een nieuwe jaarpiek neergezet van meer dan USD 45.000.



In haar kielzog werden ook andere munten/tokens meegetrokken, alhoewel altcoins in z'n algemeenheid nog achterblijven ten opzichte van de opmars van de nog immer dominante bitcoin. De goedkeuring van de eerste fysieke bitcoin ETF, een minder restrictief rentebeleid en de 'halving' van de bitcoin rond april wijzen op een gunstig vooruitzicht voor 2024. Het lijkt erop dat we de 'cryptowinter' voorgoed achter ons hebben gelaten.

Samenvattend

Begin 2023 waren de verwachtingen voor het beleggingsjaar matig. Onder druk van hoge energieprijzen en een torenhoge inflatie leek de wereldeconomie aan de vooravond van een recessie te staan. Toch sluiten we een turbulent beleggingsjaar af met keurige absolute rendementen. Of de rendementen in relatieve zin tevredenstellen is een andere vraag. Zoals gezegd viel dit jaar voor actieve beleggers niet op te boksen tegen de Amerikaanse Big Tech-aandelen, die het rendement van de referentie-indices sterk bepaalden. Opvallend is ook de comeback van obligaties. Voor meer defensieve beleggers biedt dit weer perspectief op aantrekkelijke rendementen. Hoe dan ook, het was een bijzonder jaar waarin de beurzen zich, ondanks de lastige economische omstandigheden en geopolitieke onrust, krendig hebben geweerd. Als de ingeslagen weg de komende maanden een vervolg kan krijgen, belooft dat een mooie start voor het beleggingsjaar 2024.

*Duisenburgh Vermogensregie B.V.
Januari 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 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.