



Waalre, 9 januari 2024

### Samenvatting

- De inflatie in de VS daalde gestaag; in Europa was/is de inflatie hardnekkiger.
- De Federal Reserve biedt zicht op monetaire versoepeling.
- De ECB maakt nog geen aanstalten om de beleidsrente te verlagen.
- De 'Magnificent Seven' bepaalden het rendement van wereldwijde indices.
- Aandelen uit opkomende landen konden het tempo wederom niet bijbenen.
- Het herstel van de Chinese aandelenbeurzen bleef vanwege teleurstellende economische ontwikkelingen en een gebrek aan vertrouwen uit.
- Obligaties zijn terug in 'the game' en bieden aantrekkelijke rendementen.

*Beste vermogensbeheerrelatie,*

*In aanvulling op ons kwartaalbericht geven wij u graag meer inzicht in het reilen en zeilen binnen uw vermogensbeheerportefeuille. Daarom ontvangt u elk kwartaal onze Nieuwsbrief Vermogensbeheer. In deze nieuwsbrief geven wij aanvullende uitleg over de ontwikkelingen op de financiële markten en de mogelijke invloed daarvan op uw effectenportefeuille. Daarnaast lichten wij de achtergronden van de belangrijkste mutaties binnen de portefeuilles toe.*

### Algemeen

De omstandigheden op de financiële markten waren het afgelopen jaar aanmerkelijk beter dan we eind 2022 verwachtten. 2023 is voor beleggers, ondanks de vele onzekerheden en zorgen die de markten bij tijd en wijle in hun greep hielden, een goed jaar geweest.

Inflatieverwachtingen en het rentebeleid van centrale banken hebben het sentiment op de beurs gedomineerd. Ondertussen bleven de bedrijfscijfers, vanwege de consument die zich er niet van liet weerhouden geld uit te geven, behoorlijk op niveau en werden beleggers door de ontwikkelingen omtrent AI in extase gebracht. Tegen deze achtergrond hield de arbeidsmarkt zich sterk en liep de werkloosheid nauwelijks op.

De eerste signalen die erop wezen dat het inflatiespook onder controle kwam, werden door centrale bankbestuurders nog lange tijd afgedaan als voorbarig. In september benadrukte de Fed nogmaals dat zij, indien noodzakelijk, niet zou aarzelen een additionele renteverhoging door te voeren. Dat signaal leidde tot een sterke draai van het sentiment omdat beleggers er al vanuit gingen dat de dalende inflatie spoedig ruimte zou bieden voor een eerste renteverlaging. Financiële markten schoten in 'risk-off modus' met fikse koersdalingen, maar vooral ook scherpe rentestijgingen, tot gevolg. Kapitaalmarktrentes bereikten niveaus die in de VS sinds 2007 en in Europa sinds de schulden crisis van 2011 niet meer gezien waren.

Gedurende het vierde kwartaal werd echter alsnog duidelijk dat de inflatie in rap tempo richting de beleidsdoelen van centrale banken tendeerde. Hierdoor ebde de angst voor verdere renteverhogingen weg en keerde het opportunisme van beleggers terug. Een heuse eindejaarsrally volgde, waarbij aandelenkoersen de weg naar boven over een breed front hervonden. Opvallend was ook de scherpe daling van de rentes die, gedreven door rap ingeprijsde verwachting van meerdere renteverlagingen in 2024, obligatiekoersen hard liet oplopen.

### Rente en inflatie

Aanvankelijk was de Fed onvoldoende overtuigd van de structureel dalende trend van de (kern)inflatie (4%). Aan het eind van de zomer waarschuwde zij nog voor eventuele verdere renteverhogingen. Maar na de FOMC-vergadering van november keerde het tij. Jerome Powell benadrukte in de persverklaring dat er niet alleen sprake was van verkrapte kredietcondities maar ook dat de algemene financiële condities via de sterk gestegen kapitaalmarktrentes krappere waren geworden. Hiermee had de markt het werk van de centrale bank al deels uit handen genomen. Verdere verhogingen leken daarmee van de baan en de weg naar een eerste renteverlaging in het tweede kwartaal van 2024 lag daarmee open, zo vond de markt. Tijdens de persconferentie na afloop van de laatste beleidsvergadering van 2023 gaf Jerome Powell toe dat ook binnen het FOMC de discussie over beleidsrenteverlagingen in 2024 was begonnen. Het beleidscomité lijkt dus niet te willen wachten met het verlagen van de rente tot de inflatie helemaal terug op haar beleidsdoelstelling van 2% is, omdat de economie onder het huidige stringente beleid anders onnodig veel schade wordt toegebracht.



De ECB liet de rentes vanaf haar vergadering in oktober, na tien opeenvolgende verhogingen, ongewijzigd. Ondanks de verslechterende economische omstandigheden is zij nog niet genegen de teugels te laten vieren. De aanhoudend (te) hoge inflatie in de eurozone ligt aan de basis van deze gedachte. De centrale bank wil meer tekenen van een verder afnemende (kern)inflatie vooraleer zij een minder stringent monetair beleid gaat voeren.

### Asset Allocatie

In het begin van het laatste kwartaal hebben we zowel in het zakelijke als in het vastrentende deel van de portefeuille wat risico afgebouwd. De angst voor een zogenaamd 'hoger voor langer scenario' die op dat moment in de markt heerste, was voor ons aanleiding een meer afwachtende houding aan te nemen. Hoewel de opgelopen rente obligaties op dat moment al interessanter maakte, was het de strenge taal van centrale bankiers die ons huiverig maakte de vrijgekomen middelen al in schuldpapier te investeren. Dit leek aanvankelijk een goede beslissing, maar helaas werden we door de markt ingehaald toen kapitaalmarktrentes na de Fed-vergadering van begin november scherp begon te dalen. Dit vormde het startsein voor een stevige eindejaarsrally in nagenoeg alle beleggingscategorieën.

### Benchmark

Bij vermogensbeheer is het beperken van risico's naast het behalen van rendement een belangrijk uitgangspunt. Daarom zijn onze portefeuilles te allen tijde breed gespreid en staat diversificatie hoog in het vaandel. We maken daartoe ook in meer of mindere mate gebruik van alternatieve beleggingen, zowel aan de zakelijke als aan de vastrentende kant van onze modelportefeuilles.

Omdat alternatieven zich heel moeilijk laten vangen in een specifieke referentie-index, maken we voor het zakelijke deel van onze portefeuilles geen gebruik van een zogenaamde combinatie-benchmark, maar hanteren we een wereldwijd georiënteerde aandelenindex als vergelijkingsindex, de Vanguard FTSE All-World. Deze index bestaat voornamelijk uit (mega) large cap aandelen uit ontwikkelde markten. Op basis van marktkapitalisatie wordt ze grotendeels gedreven door een kleine groep grote Amerikaanse bedrijven, gezamenlijk aangeduid als de 'Magnificent Seven'. De extreme koerswinsten die deze selecte groep aandelen, aangewakkerd door de AI-hype, liet optekenen, heeft het rendement van de index in 2023 voor een significant deel bepaald. De All-Country World Index sloot het jaar dan ook af met een winst van 18%. Zoals altijd heeft ook deze medaille twee kanten; zo was min of meer dezelfde groep in 2022 verantwoordelijk voor het overgrote deel van het flinke verlies (-12,7%) van de index.

Hoewel veel van onze actieve keuzes naar verwachting presteerden, legden zij het in 2023 alsnog af tegen deze referentie-index. Dit is het meest zichtbaar in de meer offensieve beleggingsprofielen. Onze modelportefeuilles boekten in absolute zin weliswaar nette resultaten, maar konden niet tippen aan het rendement van hun benchmark.

### Mutaties

In oktober hebben we zowel in het risicodragende als het risicomijdende deel van de portefeuilles een mutatie doorgevoerd ten gunste van de cashpositie. Hiermee hebben we het aandelenrisico, tegen de achtergrond van omgeving waarin rentes voor een langere tijd hoog zouden blijven, naar een neutraler niveau teruggebracht.

Binnen de zakelijke waarden hebben we afscheid genomen van de positie in Amerikaanse small cap bedrijven, **Goldman Sachs US Small Cap Core**. Kleine bedrijven hebben in de regel een meer cyclisch karakter en hebben meer dan grote bedrijven te lijden onder de hogere rentes en de strengere kredietvoorwaarden die banken en private beleggers hanteren.

In het vastrentende deel van de portefeuilles hebben we de positie in het **Fortem Capital Progressive Growth Fund** gehalveerd, omdat deze strategie een voor deze categorie bovengemiddeld aandelenrisico in zich herbergt. We hebben hiermee een keurig year-to-date rendement kunnen verzilveren en nemen de grote hap die deze strategie uit het risicobudget voor dit deel van de portefeuilles nam weg, wat ruimte geeft aan interessante alternatieven met een passender risico. Gegeven het aantrekkelijke, voor risico gecorrigeerde, rendement dat we in ons basisscenario voor deze strategie verwachten, spelen we met de gedachte om de positie naar de categorie zakelijke waarden te verplaatsen.

### Obligaties

Door de hogere renteniveaus kregen obligaties afgelopen jaar weer kleur. Waar kapitaalmarktrentes in oktober nog stegen naar hun hoogste niveaus in meer dan tien jaar, zorgde de beleidsvergadering van de Fed in november voor een abrupt einde aan deze trend. Uitspraken van Jerome Powell overtuigden de markt ervan dat de



beleidsrente niet verder verhoogd zou worden, waarop beleggers alvast een stevig voorschot op een minder verkrappend monetair beleid in 2024 namen. De scherpe daling van kapitaalmarktrentes die dat tot gevolg had stuwde de koersen van obligaties met een hoge rentegevoeligheid in de laatste maanden van het jaar. Omdat de kredietopslagen eveneens inkwamen, lieten ook meer risicovolle obligaties mooie koersstijgingen zien. Daarmee ging 2023 per saldo de boeken in als een prima hersteljaar voor obligaties.

De kwalitatieve basis van onze obligatieportefeuilles, wereldwijde staatsobligaties (**iShares Global Govt Bond ETF 3,55%**), staatsobligaties van Europese kernlanden (**VanEck iBoxx Sovereign Cap AAA-AA 1-5 ETF 4,15%**), Amerikaanse staatsobligaties (**Vanguard USD Treasury Bond ETF 1,63%**) en Europese investment grade bedrijfsobligaties (**Loomis Sayles Sustainable Euro Credit 8,74%**) presteerden sterk. Daarnaast beleefden onze keuzes binnen de meer risicovolle obligatiecategorieën een prima jaar. De posities in high yield obligaties (**PGIM Global High Yield ESG 10,40%**), leningen van opkomende landen in lokale valuta (**DPAM L-Bonds EMD Sustainable Fund 13,57%**) en Europese, door onderpand gedekte, leningen (**Ostrum Euro ABS Opportunities 8,14%**) behaalden allemaal keurige rendementen.

### Aandelen

In het laatste kwartaal waren het wederom voornamelijk de Amerikaanse groeiaandelen die de dienst uitmaakten. De in het kwartaalbericht aangehaalde opmars van de ‘Magnificent Seven’ was zeer bepalend voor het beeld op de aandelenmarkten. De brede kern van onze aandelenportefeuilles, bestaande uit de wereldwijd beleggende strategieën **UBS MSCI World Socially Responsible ETF 24,53%** en het **AB Low Volatility Equity Fund 15,75%** konden de markt goed bijbenen. Het meer in solide kwaliteitsaandelen met een duurzaam dividendgroei-potentieel belegde **JPMorgan Global Dividend Fund 11,59%** had al meer moeite om bij de AI-hype aangehaakt te blijven. De brede **Vanguard S&P500 ETF**, die een goede afspiegeling vormt van de invloed van de ‘Magnificent Seven’, schreef **21,64%** bij. De **iShares Stoxx Europe 600 ETF** volgde met **16,03%** op gepaste afstand.

Onze ‘actieve’ keuzes moesten het, ondanks in veel gevallen acceptabele absolute rendementen, afleggen tegen onze benchmark. **RobecoSAM Smart Energy** trok nog een flinke eindsprint. Ondanks de teleurstellende resultaten van bedrijven die samenhangen met de energietransitie realiseerde het fonds, door zich binnen dit thema ook op technologie te richten, een keurig rendement van net iets minder dan **10%**. Het rendement van aandelen uit opkomende landen was vorig jaar ronduit teleurstellend. Ondanks aantrekkelijke waarderingen bleven deze markten afgelopen jaar achter bij de rest van de wereld. Ook onze beleggingen in opkomende markten en Azië vielen relatief tegen. Het **Goldmans Sachs Emerging Market Equity Fund 3,24%** en **Schroders Asian Total Return Fund 10%** zetten weliswaar plussen neer, maar bleven ver van de prestaties van onze referentie-index voor aandelen verwijderd. Het **JPMorgan China Fund** was met **-25,4%** de grote verliezer in portefeuille. Chinese aandelenmarkten presteerden bijzonder teleurstellend. Omdat we de positie gedurende het tweede halfjaar niet meer hebben geherbalanceerd, is de overweging naar Chinese aandelen aanzienlijk teruggebracht. Hiermee hebben we het risico op een negatieve afwijking (tracking error) in onze portefeuilles doelbewust verkleind, zonder de kans op herstel voor de categorie volledig op te geven. We vinden namelijk dat er - kijkend naar de toekomst - voldoende argumenten zijn om blootstelling naar deze grote aandelenmarkt te houden, waarover ook meer in onze Beleggingsvisie voor 2024.

### Alternatieve beleggingen

In onze beheerportefeuilles maken we al jaren gebruik van alternatives. Dit doen we zowel in het vastrentende als in het zakelijke deel van de portefeuille. Hiermee creëren we extra spreiding, wat de risico-rendementsverhouding van de portefeuille, vanwege de diversificatievoordelen, op de lange termijn verbetert.

Hogere rentes leiden er inmiddels toe dat obligaties weer een aantrekkelijker alternatief vormen voor laagvolatiele alternatieven. Dat doet overigens niets af aan de diversificatievoordelen van deze beleggingscategorie, welke onverminderd overeind blijven. Er is vanwege de mindere liquiditeit en de hogere kosten die dit type beleggingen veelal kenmerkt, geen reden meer onze overweging in deze categorie te handhaven. We hebben onze allocatie daarom al in het tweede kwartaal teruggebracht. In oktober hebben we wederom een stap gezet door onze positie in het **Fortem Capital Progressive Growth Fund** te halveren. Zowel Fortem als **Triodos Micro Finance Fund** hebben een sterke bijdrage geleverd aan het rendement van onze portefeuille met rendementen van respectievelijk **10,72%** en **5,38%**. Het **Mint Tower Arbitrage Fund** kon echter niet bij het geweld op traditionele rentemarkten



aanhaken. Het gebrek aan (langdurige) volatiliteit zorgde ervoor dat de fonds geen potten kon breken. De strategie sloot het jaar met een rendement van **0,08%** 'break-even' af.

### Grondstoffen

Grondstoffenmarkten hadden het moeilijk en kenmerkten zich door uiteenlopende prijsbewegingen. Voor 'hard commodities' was het geen best jaar. De prijzen van olie, gas en zilver stonden onder druk. Dit gold ook voor metalen zoals kobalt, nikkel en lithium die noodzakelijk zijn voor de energietransitie. De grondstoffen ETF **Amundi BB Equal-weight Commodity ex. Agricultural**, die wij voeren in onze meer offensieve profielen noteerde een rendement van **-15.84%**. De goudprijs spinde daarentegen garen bij de toenemende onzekerheid in markten en escalerende geopolitieke spanningen in de wereld. Aanhoudende renteverhogingen hadden aanvankelijk nog een drukkend effect op de prijs, maar de draai van de Fed zorgde er richting jaareinde voor dat de goudprijs doorschoot naar een 'all-time high' niveau. De door ons geselecteerde **Invesco Physical Gold ETC** sloot het jaar af met een rendement van **9,81%**.

### Vastgoed

Voor beursgenoteerd vastgoed was 2023 een wilde rit. Aanvankelijk leden de koersen van vastgoedaandelen onder de stijgende rentes en de daarmee gepaard gaande stijgende financieringslasten en dalende waarderingen. In de laatste maanden herstelden de prijzen stevig door het vooruitzicht van minder krap monetair beleid. Onze belegging in **Skagen M2** is gepositioneerd in kansrijke, veelal minder zwaar gefinancierde, sectoren zoals logistiek, datacentra en woningen. Daarmee is het fonds minder gevoelig voor de problemen in commercieel vastgoed (kantoren en winkels). Dat neemt niet weg dat het negatieve sentiment rondom de sector als geheel ook Skagen M2 lang parten speelde. In november en december wist het fonds, geholpen door dalende rentes, een ijzersterke performance te realiseren waarmee zij het jaar afsloot met een rendement van **9,82%**.

### Conclusie en vooruitzichten

We stellen vast dat de groei van de wereldeconomie langzaam vertraagt. Zowel in Europa als in de VS ligt een recessie op de loer. Dit blijkt ook uit de meest recente ramingen van het IMF voor 2024. Die liggen aanmerkelijk lager dan die voor afgelopen jaar. Centrale banken willen, als de ontwikkeling van de inflatie het ze toelaat, niet onnodig veel zand in de economische groeimotor willen strooien. Het ligt dan ook voor de hand dat we in 2024 via de eerste beleidsrenteverlagingen een minder verkrappend monetair beleid mogen verwachten. Afhankelijk van de economische ontwikkelingen en het toekomstige inflatiepad zullen centrale bankiers meer of minder bijsturen. Als het ze lukt een zachte landing voor de economie te orkestreren of in het slechtste geval een recessie mild en kortstondig te houden, kan ook 2024 een gedegen beursjaar worden.

*Met vriendelijke groet,  
De beheerder*



## Transactieoverzicht Q4 2023

### Zeer Defensief

Soort	Fondsnaam	ISIN	Mutatie%
Verkoop	Fortem Capital Progressive Growth Fund EUR Hdg (Acc)	IE00BJH53565	-3,5%

### Defensief

Soort	Fondsnaam	ISIN	Mutatie%
Verkoop	Fortem Capital Progressive Growth Fund EUR Hdg (Acc)	IE00BJH53565	-3,0%

### Neutraal

Soort	Fondsnaam	ISIN	Mutatie%
Verkoop	Fortem Capital Progressive Growth Fund EUR Hdg (Acc)	IE00BJH53565	-2,5%
Verkoop	Goldman Sachs US Small Cap Core Equity Portf. R	LU0830626577	-1,0%

### Offensief

Soort	Fondsnaam	ISIN	Mutatie%
Verkoop	Goldman Sachs US Small Cap Core Equity Portf. R	LU0830626577	-2,5%

### Zeer Offensief

Soort	Fondsnaam	ISIN	Mutatie%
Verkoop	Goldman Sachs US Small Cap Core Equity Portf. R	LU0830626577	-3,0%

#### Disclaimer

De informatie die is opgenomen in deze publicatie is uitsluitend bestemd voor algemene doeleinden. 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.