



Terugblik

Met een heuse eindsprint in de maanden november en december hebben we het beleggingsjaar 2023 goed afgesloten. Het sentiment op zowel de aandelen- als op de obligatiemarkten was positief. De meer gematigde toon van de centrale banken geeft beleggers goede hoop dat de inflatie onder controle is, waardoor additionele renteverhogingen niet meer nodig zijn en een minder restrictief monetair beleid gevoerd kan worden. Door de scherpe rally in obligaties en het rentegevoelige deel van de aandelenmarkt, als gevolg van scherp gedaalde kapitaalmarktrentes en ingekomen kredietopslagen, lopen financiële markten al flink vooruit op mogelijke beleidsrenteverlagingen. We vragen ons dan ook af wat er voor 2024 nog in het vat zit. Is het positieve sentiment op de financiële markten terecht? Kan in de VS een zachte landing worden georkestreerd en gaat de EU aan een impactvolle recessie ontkomen? Zal het vertrouwen in China, wat richting het einde van het jaar een dieptepunt bereikte, eindelijk herstellen? Blijft de groei van de wereldeconomie enigszins op niveau en kunnen bedrijven daarmee aan de stevige winstgroeiervwachtingen voldoen? Graag geven wij u inzicht in de visie van Duisenburgh op 2024 aan de hand van ons verwachte basisscenario voor de wereldeconomie en financiële markten.

Groei wereldeconomie onder druk

De wereldeconomie zal komend jaar naar verwachting iets minder hard groeien dan in 2023. Het IMF gaat in haar meest recente raming uit van een groei van 2,9%. Door een blijvend sterke arbeidsmarkt, gedegen loongroei en een verder afzwakkende inflatie, kunnen consumentenbestedingen op peil blijven. Hoewel de overheidsuitgaven en in iets mindere mate bedrijfsinvesteringen lager zullen uitvallen, wat een negatieve impact heeft op de wereldwijde economische activiteit, ligt een recessie niet in de lijn der verwachting. De groeiverwachtingen voor ontwikkelde economieën liggen aanmerkelijk lager dan die voor opkomende markten. Dit betekent dat 'emerging markets' in 2024 de wereldeconomie op sleptouw moeten nemen.

Amerikaanse groei zwakt af

De Amerikaanse economie presteert nog goed, maar verzwakt onder druk van hogere rentes. Consumenten raken langzaam door hun, tijdens de coronapandemie opgebouwde, reserves heen. Ze houden noodgedwongen meer de hand op de knip, waarmee een belangrijk fundament onder de groei van het bruto binnenlands product verdwijnt. Het is maar de vraag of een recessie voorkomen kan worden. Lukt dat niet, dan zal een recessie naar verwachting mild en niet van lange duur zijn. De Federal Reserve heeft inmiddels een andere toon aangeslagen. Renteverhogingen hebben plaatsgemaakt voor een afwachtende houding en een eerste hint op renteverlagingen. Beleggers lopen op de muziek vooruit en hebben voor 2024 al diverse renteverlagingen ingeprijsd. De Amerikaanse centrale bank (Fed) zal er niettemin zeker van willen zijn dat de inflatie structureel naar haar doelstelling van gemiddeld 2% blijft tenderen. Hoewel flink lager dan op het hoogtepunt in 2022, ligt de kerninflatie met 4% nog altijd ruim boven het gewenste niveau. Wij houden er daarom rekening mee dat het wel tot de tweede jaarhelft kan duren voordat de eerste renteverlaging een feit is.

Eurozone in recessie

Het economische beeld in de eurozone is zwak. We noteren waarschijnlijk al twee kwartalen op rij negatieve groei, waardoor we technisch gezien in een recessie zijn beland. In Europa zullen de hogere rentes de winstgroei ook volgend jaar in de weg blijven zitten. Vooral de Duitse economie, de grootste van Europa en historisch gezien de belangrijkste groeimotor, heeft het zwaar te verduren. De problemen hebben een structureel karakter en een snelle wending lijkt daarmee weinig realistisch. Een diepe recessie zal ons echter bespaard blijven doordat er in 2024 sprake zal zijn van reële loongroei en een beperkte verslechtering van de arbeidsmarkt, wat een fundament legt onder de



consumentenbestedingen. Daarnaast gaat de ECB in haar laatste prognose (december 2023) uit van een verdere daling van de inflatie naar 2,7%.

Chinese economische groei hapert

De Chinese economie is na de coronacrisis in zwaar weer terecht gekomen. Problemen in de vastgoedsector, een broos consumentenvertrouwen, geopolitiek geruzie en het daaruit voortvloeiende negatieve sentiment onder internationale beleggers spelen China parten. De uittocht van westerse ondernemingen is naast bovengenoemde geopolitieke spanningen ook te wijten aan stijgende kosten en de behoefte aan diversificatie van toeleveringsketens. Mede hierdoor zijn de langjarige groeiverwachtingen al eerder naar beneden bijgesteld tot 5%. Wij verwachten dat de Chinese autoriteiten er alles aan zullen doen om het tij te keren. De herziene groeidoelstellingen moeten absoluut gerealiseerd worden. Er is daarom reeds een breed pakket aan stimulerende maatregelen door zowel de overheid als de Bank of China doorgevoerd en het ligt in de lijn der verwachting dat er in 2024 meer zullen volgen. Hoe snel dit gebeurt en of dat genoeg is om het gebrek aan vertrouwen bij de Chinese consument te herstellen en de economie weer op stoom te krijgen, moet blijken. Een grondige herstructurering van de vastgoedmarkt is noodzakelijk en hoewel buitensporig ruimhartig kredietbeleid ironisch genoeg aan de basis van de huidige vastgoedcrisis ligt, is een versoepeling van het kredietbeleid op de korte termijn onvermijdbaar.

Opkomende markten kunnen profiteren

Aziatische landen, zoals India, Vietnam en Maleisië spinnen garen bij het minder gunstige investeringsklimaat in China. Taiwan en Zuid-Korea kunnen profiteren van cyclisch herstel in de chipindustrie. We verwachten dat het groeitempo van opkomende markten aanzienlijk hoger zal liggen dan dat van ontwikkelde markten. De afgelopen jaren is evenwel gebleken dat dit geen garantie is voor betere rendementen.

Geopolitieke spanningen en verkiezingen

Schokken zonder directe economische aanleiding, zoals de oorlogen in Oekraïne en het Midden-Oosten, geopolitieke spanningen, aanslagen en natuurrampen zijn van alle tijden en zullen ook in 2024 de gemoederen bezighouden. Ze zijn in de meeste gevallen niet of lastig te voorspellen. Daarbij hebben dergelijke 'events' vaak slechts een beperkt en kortstondig effect op de beurzen. Wij houden er bij het bepalen van ons basisscenario dan ook geen rekening mee. Het nadenken over mogelijke scenario's geeft niettemin enige houvast bij het bepalen van onze visie en ons beleggingsbeleid. We toetsen deze doorlopend aan de actualiteit.

In 2024 staan in diverse regio's verkiezingen op de rol. Deze kunnen onzekerheid rondom economisch beleid creëren of handelsspanningen vergroten. Voor beleggers zijn de Amerikaanse verkiezingen veruit het belangrijkste. Als Donald Trump opnieuw tot president verkozen wordt kan dat leiden tot verdere politieke instabiliteit met turbulentie op de financiële markten tot gevolg. In deze fase kunnen we daar echter niet op anticiperen en speelt deze toekomstige kwestie geen rol in onze huidige beleggingskeuzes.

Asset Allocatie

Door de stijgende waarderingen enerzijds en de opgelopen rente anderzijds, ligt het verwachte rendement voor aandelen dichterbij dat van een gespreide obligatieportefeuille, wat onzes inziens een neutrale verdeling over zakelijke en vastrentende waarden rechtvaardigt. De lage risicopremie maakt aandelen in relatief opzicht dan wel wat minder interessant, het betekent echter niet dat ze geen aantrekkelijke belegging kunnen zijn. De verschillen in rendement tussen regio's, sectoren en risicofactoren kunnen aanzienlijk zijn, zoals ze dat ook afgelopen jaar zijn geweest. Voor ons benadrukt dit het belang van een juiste selectie en dus actief management in een beleggingsstrategie.



Vastrentende waarden

Na het voor obligaties desastreus verlopen jaar 2022, was 2023 een jaar van herstel. Hoewel de verliezen in veel obligatiecategorieën nog lang niet zijn goedge maakt, liet de categorie, gesteund door stabiele of dalende kapitaalmarktrentes en inkomende kredietopslagen, over een breed front positieve rendementen optekenen. Voor 2024 zijn de rendementsvooruitzichten voor een breed samengestelde obligatieportefeuille, ondanks de enorme rally van de afgelopen twee maanden, nog steeds aantrekkelijk. Het is nog maar enkele jaren geleden dat het rendement op staatsleningen van de meest veilig geachte landen negatief was, wat de risico-rendementsverhouding asymmetrisch maakte. Omdat obligaties inmiddels weer relatief normale rendementen bieden kunnen ze ook weer als buffer dienen in een gespreide beleggingsportefeuille. Waar de traditionele 60-40 portefeuille niet al te lang geleden nog dood werd verklaard is deze inmiddels weer springlevend.

De meeste marktpartijen gaan uit van een rentedaling in 2024. De kans is groot dat zowel de Federal Reserve (Fed) als de Europese Centrale Bank (ECB), vanwege de afnemende economische groei en vertragende inflatie, hun beleidsrentes dit jaar zullen gaan verlagen. Omdat de meest recente inflatiecijfers, met name in Europa, duidelijk richting de beleidsdoelstelling van gemiddeld 2% tenderen, prijzen markten al zeker drie renteverlagingen in. Langetermijnrentes zijn, vooruitlopend op een draai van centrale banken, vanaf hun hoogste standen in oktober al flink gedaald.

Gezonde balans

Het beleid in onze portefeuilles blijft gericht op een goede balans tussen de relatieve zekerheid van staatsleningen en solide bedrijfsobligaties enerzijds en obligatiecategorieën met een hoger risico en dito rendementsverwachting anderzijds. High yield bedrijfsobligaties, 'Euro Asset-Backed Securities' en obligaties uit opkomende markten in lokale valuta, vinden we vanwege de geboden all-in rendementen en diversificatie nog steeds interessant. De categorie high yield staat er qua fundamenten beter voor dan in voorgaande cycli. Daarnaast zijn de lopende rendementen op leningen van landen zoals Mexico, Brazilië en Indonesië vanwege de relatief lage staatsschulden gecombineerd met een solide monetair beleid aantrekkelijk. Omdat dit soort leningen kwetsbaarder zijn wanneer de economische omstandigheden verslechteren, blijven we het geboden rendement continu afwegen tegen de onderliggende risico's en zullen we indien nodig bijsturen.

De gewogen gemiddelde looptijd (duratie) van onze obligatieportefeuille ligt momenteel rond de 5 jaar. Daarmee is de rentegevoeligheid licht lager dan die van onze referentie-index, de Bloomberg MSCI Global Aggregate Sustainable and SRI index, die een duratie van zo'n 6,6 jaar heeft. Nadat het einde van de monetaire verkrappingscyclus afgelopen jaar in zicht kwam, hebben we de duratie van onze obligatieportefeuille verhoogd. Mede door de, onzes inziens overdreven, snelle daling van de kapitaalmarktrentes sinds eind oktober en het korte termijnrisico op een correctie, voelen we ons comfortabel bij deze positionering. Afhankelijk van de ontwikkeling van de economische activiteit, de inflatie en het daaruit voortvloeiende monetair beleid van centrale banken, passen we onze strategie aan.

Aandachtspunten

Voor de langere termijn is de oplopende Amerikaanse staatsschuld een belangrijk aandachtspunt. Zo blijft de verhoging van het schuldenplafond van tijd tot tijd voor de nodige spanningen zorgen, met name omdat het hoge begrotingstekort van zo'n 7,5% vanwege de enorme politieke polarisatie tot gesteggel tussen de Republikeinen en Democraten leidt. Begin augustus mondde dit uit in een verlaging van de kredietstatus door Fitch, waarmee de VS enkel nog bij Moody's de hoogst mogelijke rating van AAA heeft. In Europa liggen de risico's bij staatsobligaties van de perifere landen, waarbij met name de hoge staatsschuld van Italië een punt van zorg blijft. Hoewel Moody's in november het kredietoordeel van Italië ongewijzigd liet op Baa3, de laagste categorie binnen investment grade, kiezen we voor een onderweging naar deze landen. Bij eventueel economisch herstel later in 2024, zullen we onze positie heroverwegen.



Alternatieven

Alternatieve beleggingen met een lagere beweeglijkheid hebben de laatste jaren een mooie bijdrage geleverd aan de rendementen voor de categorie vastrentende waarden. Ze hebben hun waarde als alternatief voor traditionele obligaties in een omgeving met lage of negatieve rentes absoluut bewezen. Nu rentes weer normalere niveaus hebben bereikt, is de concurrentie voor dergelijke - vaak dure en minder liquide - beleggingen toegenomen. Een en ander betekent dat we deze alternatieven in 2024 wat verder zullen afbouwen. We houden alsnog een positie in laagvolatiele alternatieven aan, omdat ze de risico-rendementsverhouding van de portefeuille vanwege hun lage correlatie verbeteren.

Zakelijke waarden

Net als voor obligaties was 2023 voor aandelen een jaar van herstel. Waar de verliezen uit 2022 in obligatieland nog lang niet zijn goedge maakt sloten veel aandelenindices eind vorig jaar vlakbij hun 'all-time highs'. De doorbraak van generatieve kunstmatige intelligentie (AI) heeft voor een explosieve stijging van Amerikaanse 'Big Tech' bedrijven gezorgd. Vanwege hun grote weging in de wereldindex hebben ze een grote bijdrage aan het aandelenrendement geleverd. Toch zijn de winsten van bedrijven in de wereldwijde aandelenindex afgelopen jaar gemiddeld genomen niet gestegen. De stijging van de indices valt te verklaren door gestegen waarderingen; beleggers waren eenvoudigweg bereid meer te betalen, met name voor Amerikaanse groeibedrijven, zoals de zogenaamde 'Magnificent Seven'. Hoewel veel partijen verwachten dat het momentum van 2023 in 2024 door zou moeten werken, maken tegenstrijdige factoren het lastig om het pad met zekerheid te voorspellen. De lage werkloosheid, afnemende inflatie, stijgende reële inkomens, stabiele consumptie en overheidsuitgaven geven de economie en financiële markten rugwind. Anderzijds zorgen restrictief monetair beleid, kwantitatieve verkrapping, opdrogende spaartegoeden, zwakte in de verwerkende industrie en (geo)politieke risico's voor tegenwind. Veranderingen in een van deze omstandigheden zullen het sentiment onder beleggers beïnvloeden en daarmee tot volatiliteit op aandelenmarkten leiden. Op zulke momenten is het van groot belang om je als aandelenbelegger niet te laten (mis)leiden door emotie. We houden dan ook vast aan onze langetermijnstrategie.

Verenigde Staten en Europa

Voor 2024 verwachten we voor de economieën van de VS en de eurozone slechts een beperkte economische groei. Mede vanwege de door ons verwachte rentedaling, kunnen de bedrijfswinsten normaliseren en meegroeien met de inflatie. Analisten rekenen op een winstgroei van ruim 10% voor bedrijven uit onze referentie index (FTSE All-World). Wij zijn gegeven bovengenoemde krachten wat minder optimistisch. Mocht de genoemde rentedaling echter haar beslag krijgen, dan is er voor waarderingen nog wat ruimte om te stijgen, zeker voor Europese bedrijven en Amerikaanse bedrijven buiten de 'Magnificent Seven'. Alles overwegende moet een rendement rondom de langjarige gemiddelden mogelijk zijn. Enerzijds heeft Europa als voordeel dat de waarderingen er lager liggen, maar daar staat tegenover dat het verwachte herstel van de bedrijfswinsten en iets betere economische vooruitzichten in de VS de huidige rijkere waarderingen aldaar rechtvaardigt. Een duidelijke voorkeur voor één van beide regio's hebben we hiermee niet.

Opkomende markten

Het toenemende groeiverschil tussen opkomende landen enerzijds en de EU en de VS anderzijds, pleit voor opkomende markten. Vooral Azië springt hierbij in het oog. Helaas heeft onze keuze voor deze regio afgelopen jaar niet gebracht wat we ervan hadden verwacht. Maar omdat we voorzien dat Azië als regio in 2024 een belangrijk deel van de groei van de wereldeconomie voor haar rekening zal nemen en de waarderingen er relatief laag zijn, blijven we de regio overwegen. Landen als Taiwan en Zuid-Korea kunnen profiteren van een verwacht herstel van de chipcyclus en India, Maleisië, Thailand en Vietnam blijven interessant als alternatieve productielocatie nu veel multinationals hun toeleveringsketens diversifiëren.



De Chinese aandelenmarkt heeft het al enkele jaren moeilijk. Het vertrouwen wordt ondermijnd door geopolitieke spanningen en de vastgoedcrisis. Hierdoor zijn internationale beleggers massaal gevlucht en houdt de Chinese consument haar hand op de knip. De grootste uitdaging voor de Chinese overheid vormt de vastgoedcrisis. De vastgoedsector was jarenlang dé drijvende kracht achter de economische groei. Omdat de bubbel in deze sector gecontroleerd leeg moet lopen hebben de autoriteiten maatregelen ingevoerd om de vastgoedcrisis het hoofd te bieden. Dit betekent echter wel dat iets of iemand het stokje van deze sector over moet nemen om de markten vlot te trekken. De oplossing lijkt in handen van de consument te liggen. Hierdoor staan beleidsbepalers op korte termijn voor de uitdaging om de spaardrang die zich sinds de coronacrisis van de gemiddelde Chinese consument meester heeft gemaakt te stoppen. Mocht het vertrouwen van de grote Chinese middenklasse terugkeren, dan is er gezien de hoge spaartegoeden van consumenten en de bijzonder lage waarderingen van een reeks kwaliteitsbedrijven genoeg om positief over te zijn. Tegen die achtergrond vinden we vinden onze huidige, gedurende het jaar verwaterde, allocatie naar Chinese aandelen passend en hopen we van dit herstelpotentieel te kunnen profiteren.

Japan

Japane aandelen hebben het afgelopen jaar goed gepresteerd. Aandeelhoudersvriendelijke maatregelen en de goedkope yen gaven rugwind. Japan staat op het gebied van automatisering en technologie hoog aangeschreven. Sinds enige tijd is in het land van de rijzende zon ook sprake van geldontwaarding. De inflatie ligt al enige tijd boven de doelstelling van de Bank of Japan (BoJ). Daaruit voortkomende loongroei zorgt voor een positieve economische dynamiek, waarvan we verwachten dat deze in 2024 zal aanhouden. We kijken dan ook met bovengemiddelde aandacht naar Japanse aandelen, al blijft het in dat licht belangrijk dat de BoJ de rentes beheersbaar laat oplopen vanaf de huidige zeer lage niveaus.

Smallcap-aandelen

In ons basisscenario voor 2024 houden we rekening met een beheersbare groeivertraging met een staartrisiko op een milde recessie in de VS. Smallcaps hebben vanwege hun beperktere toegang tot de kapitaalmarkt meer last van de strengere kredietvoorwaarden. Daarbij zijn ze gemiddeld genomen wat afhankelijker van de economische activiteit dan grote, internationaal opererende, bedrijven. Daarom hebben we in het laatste kwartaal van 2023 – ondanks de lage waarderingen – tijdelijk afscheid genomen van onze positie in Amerikaanse smallcaps. Wanneer financiële markten economisch herstel in gaan prijzen zullen we niet aarzelen opnieuw een actieve positie in te nemen.

Vastgoed

Voor beursgenoteerd vastgoed was 2023 wederom geen gemakkelijk jaar. Door de gestegen rentelasten, dalende vastgoedprijzen en de relatief zwakke economische omgeving, bleven de rendementen achter. De afwaardering van veel vastgoedobjecten heeft ervoor gezorgd dat de zogenaamde cap rates (bruto aanvangsrendementen) in de buurt van het hoogste niveau in jaren liggen. De huidige lage waarderingen maken de sector ook interessant voor fusies en overnames. We zouden zo maar eens aan de vooravond kunnen staan van een enorme consolidatieslag in de vastgoedmarkt. Als gevolg van de verwachte koerswijziging van centrale banken en de daaropvolgende scherpe daling van kapitaalmarktrentes, heeft vastgoed de afgelopen maanden een eerste herstel getoond. Het vooruitzicht van beleidsrenteverlagingen gaf de koersen van de bovengemiddeld zwaar gefinancierde sector een stevige duw in de rug. Stabilisatie in de macro-economische omgeving en de heropening van kredietmarkten zou een extra slinger aan waarderingen moeten geven en de koersen van beursgenoteerd vastgoed verder moeten laten herstellen. We zien evenwel dat commercieel vastgoed zoals kantoren en winkels het nog steeds wel moeilijk heeft. Datacentra, logistiek en residentieel vastgoed alsmede hotels bieden wel degelijk perspectief. De kansen en risico's voor de sector afwegend tegen de achtergrond van een vertragende economie, vinden we een onderweging ten opzichte van onze strategische asset allocatie op dit moment passend.



Grondstoffen

Op de grondstoffenmarkten verliep 2023 heel anders dan veel analisten hadden verwacht. Het totale grondstoffencomplex werd door de bank genomen zo'n 10% goedkoper, waar gerekend was op een verdere stijging. Omdat er jarenlang te weinig in productiecapaciteit is geïnvesteerd zou de vraag het aanbod voor een langere periode gaan overtreffen, zo was de verwachting. De algemene consensus was dan ook dat we aan het begin van een nieuwe supercyclus stonden. We denken nu niet meteen dat alle theorieën over schaarste en een supercyclus de prullenbak in kunnen, maar afgelopen jaar heeft ons wel laten zien dat grondstoffen een heterogene en lastig te voorspellen asset class vormen. Op basis van ons consensusscenario verwachten we in 2024 voor grondstoffen een jaar van consolidatie, waarna de positieve trend in 2025 een vervolg kan krijgen.

Goud kende met een rendement van ruim 13% in dollars een goed jaar. Het zette zeer recent zelfs een vers record neer. Geopolitieke spanningen, het vooruitzicht op lagere rentes en het uitbreiden van goudposities door centrale banken wezen de koers van het edelmetaal de weg. We zien bovengenoemde factoren op de korte tot middellange termijn niet noemenswaardig veranderen, waardoor goud, naast haar rol als veilige haven, nog voldoende opwaarts potentieel heeft.

*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.