

# COMMENDA



VOORUITBLIK 2023:  
ECONOMIE EN FINANCIËLE MARKTEN

Februari 2023

# INHOUDSOPGAVE

---

INLEIDING	1
ECONOMISCHE VOORUITZICHTEN	2
Milde recessie op komst in Westerse wereld	2
Inflatie in Westerse wereld heeft gepiekt	5
China maakt groeiambitie wederom niet waar	7
BELEGGINGSVOORUITZICHTEN	8
Obligaties weer interessanter, maar nog geen koopje	8
Geduldig met aandelen	9
Private Equity blijft aantrekkelijk	11
Impactbeleggen biedt steeds meer kansen	12

# INLEIDING

In 2022 waren de uitdagingen voor beleggers groot. Van aanzienlijke problemen in de toeleveringsketen aan het begin van het jaar, (geopolitieke) conflicten en polarisatie tussen en binnen landen, een energiecrisis in Europa, torenhoge inflatie tot een uitzonderlijke sterke en snelle monetaire verkrapping aan het einde van het jaar.

De ‘Great Moderation’, een uitzonderlijke 40-jarige periode met zeer beperkte macro-economische volatiliteit, kwam het afgelopen jaar ten einde. We zijn beland in een nieuwe economische realiteit die financiële markten flink heeft opgeschud. Aandelenkoersen daalden, rentes stegen sterk en de volatiliteit was hoog. Voor beleggers waren er nauwelijks veilige havens. Vrijwel alle brede beleggingscategorieën boekten verliezen, veelal meer dan 10% op basis van totaalrendementen.

In 2023 zal een aantal factoren zowel op korte als op lange termijn het beleggingslandschap sterk beïnvloeden.

Op korte termijn verschuift de focus van beleggers vermoedelijk van stijgende rentes en een torenhoge inflatie naar de op handen zijnde milde recessie. Op de langere termijn dienen beleggers rekening te houden met een structureel hoger algemeen prijspeil dan in het afgelopen decennium, onder andere als gevolg van de globalisering en de transitie van de wereld-economie naar een netto CO2-uitstoot van nul. Beide trends drijven de kosten, de prijzen en dus de inflatie op. Met andere woorden, beleggers blijven voor verschillende korte en lange termijn uitdagingen staan. Positief is dat 2023 waarschijnlijk wel een beter beleggingsjaar wordt dan 2022.

Figuur 1: Aandelenkoersen zijn gedaald



Bron: Bloomberg

# ECONOMISCHE VOORUITZICHTEN

---

**H**oewel de wereld het afgelopen jaar werd geconfronteerd met een scala aan crises, heeft de wereldeconomie deze tegenslagen op het eerste gezicht goed doorstaan. Er was sprake van een economische groei van zo'n 3% ten opzichte van het jaar daarvoor. Dit groeicijfer maskeert echter de problemen van huishoudens met een laag inkomen welke als gevolg van sterke prijsstijgingen met financiële problemen kampen. En hoe langer het duurt voordat centrale banken de inflatie weten te beteugelen, hoe meer huishoudens in armoede zullen vervallen. Dit jaar worden we geconfronteerd met de gevolgen van de prijsschok en de daaropvolgende financiële schok die zich in 2022 hebben voorgedaan.

## Milde recessie op komst in Westerse wereld

In ontwikkelde landen gaan we een periode van economische neergang tegemoet. Wij rekenen erop dat Europa in de eerste helft van het jaar in een milde recessie terecht komt. In 2022 werd de economische groei gestuwd door een opleving van de private consumptie en de private investeringen, maar dit jaar vallen deze groeibronnen weg. Loonstijgingen houden ondanks krapte op de arbeidsmarkt de inflatie niet bij, waardoor de koopkracht van consumenten onder druk staat. Waar consumenten afgelopen jaar hun bestedingen op peil hielden door in te teren op opgebouwde spaargelden uit de Covid-pandemie, lijkt de ruimte voor een verdere daling van de spaarquote inmiddels beperkt. Bovendien is het vertrouwen in de economie sterk afgenomen, waardoor consumenten hun hand liever op de knip

houden. Van de groeibijdrage van private investeringen verwachten we eveneens weinig. De inhaalgroei in de industrie waar na de pandemie sprake van was, ligt achter ons. De hoge energieprijzen dempen de industriële productie. Door de beleidsrenteverhogingen zijn de financieringscondities verslechterd en hebben banken kredietvoorwaarden aangescherpt. Hierdoor is het minder aantrekkelijk en minder makkelijk geworden om geld te lenen. Ook het vertrouwen van ondernemers in de economie is sterk gedaald en het vooruitzicht van een recessie geeft weinig aanleiding om extra productiemiddelen aan te schaffen. Hoewel overheden financiële steunmaatregelen hebben getroffen om de nood van hoge energiekosten van huishoudens en bedrijven te lenigen, kan dit niet voorkomen dat de Europese economie als gevolg van de energieschok over heel 2023 waarschijnlijk licht krimpt.

“*Loonstijgingen houden ondanks krapte op de arbeidsmarkt de inflatie niet bij, waardoor de koopkracht van consumenten onder druk staat.*”

Met betrekking tot de getroffen steunmaatregelen hebben overheden overigens een kans gemist. Deze maatregelen zijn erop gericht om de situatie voor huishoudens gelijk te houden aan wat men gewend is. Echter, de financiële ondersteuning had zich beter kunnen richten op lange termijn oplossingen die leiden tot een duurzame levensstijl. Dit is hard nodig en kost veel geld, maar de overheid heeft een rol om de bevolking hierbij te ondersteunen.

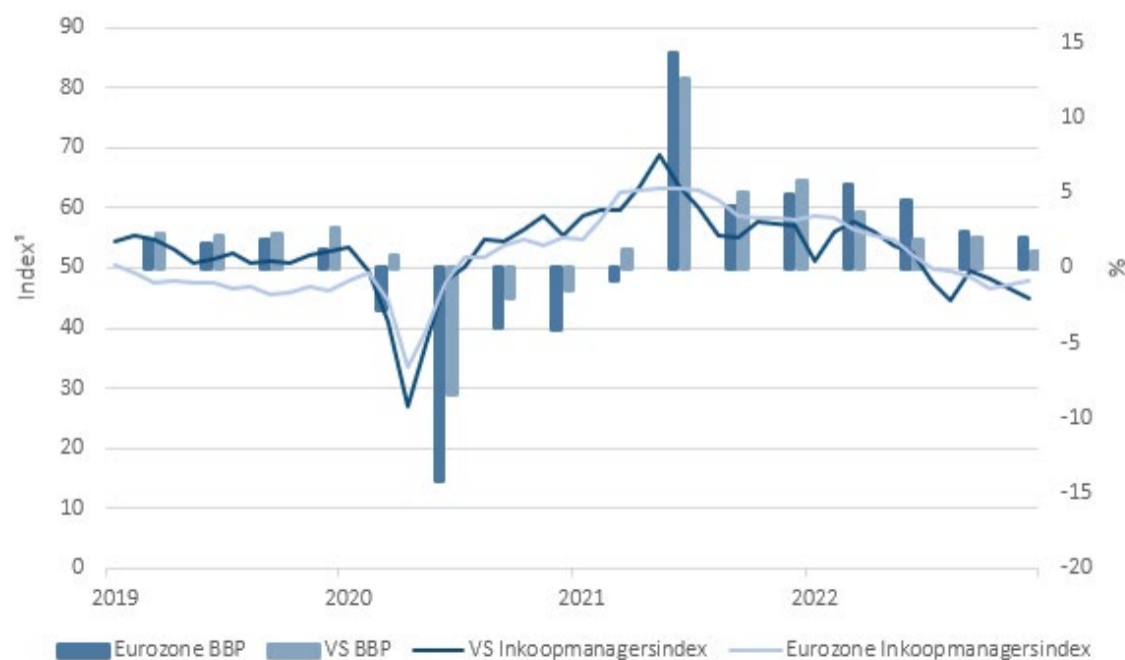
De Amerikaanse economie is oververhit geraakt door massale overheidssteun tijdens de pandemie. In combinatie met de hoge inflatie was dit voor de Amerikaanse Centrale Bank, de Fed, aanleiding om in het afgelopen jaar de beleidsrente in zes stappen met totaal 4,25% te verhogen. Deze buitengewoon sterke stijging was noodzakelijk om de kans op een loon-prijs-spiraal te verkleinen. Door de renteverhogingen zal dit jaar de economie geleidelijk afgeremd worden. We voorzien net geen economische krimp. Amerikaanse consumenten houden er al enige tijd een bovenmatig consumptie-patroon op na.

Terwijl hun reële inkomen al bijna twee jaar onder druk staat, hebben zij hun consumptieniveau kunnen handhaven door spaaroverschotten aan te spreken. Hier kunnen zij echter niet eeuwig mee doorgaan. Voor 2023 rekenen we dan ook op een terugval van private consumptie.

De bedrijfsinvesteringen blijven waarschijnlijk vrij zwak gezien de hoge rentevoeten en de bezorgdheid over de economische toekomst. De private investeringen hebben echter vooral te lijden onder de situatie op de huizenmarkt. Als gevolg van de sterk opgelopen beleidsrentes zijn hypotheekrentes ook gestegen. De vraag naar woningen neemt af en huizenprijzen staan onder druk. Een ander gevolg is dat de bouw van nieuwe woningen wordt uitgesteld.

Terwijl de binnenlandse vraag afneemt, blijven verdere overheidsimpulsen om de groei te stutten uit. Men wil de inflatie niet verder aanwakkeren en gezien de verhoudingen in het Congres, waar de Republikeinen het Huis van afgevaardigden in handen hebben, worden er geen nieuwe steunpakketten verwacht.

Figuur 2: Ontwikkeling economie



Bron: Bloomberg

<sup>1</sup> De inkoopmanagersindex polst inkopers over de verwachte vraag naar producten in de eigen sector, een index groter dan 50 duidt op groei in de vraag naar producten en een index kleiner dan 50 duidt op krimp.



De bijdrage van handel aan de economische groei hangt in beide regio's vooral samen met de mate waarin er sprake is van energieschaarste. Voor de Verenigde Staten (VS), een netto producent van energie, is de bijdrage hiervan op de netto-handel waarschijnlijk positief. Voor Europa, een netto-importeur van energie, vertaalt dit zich in een negatieve netto bijdrage. Terwijl de wereldhandel in 2022 nauwelijks te lijden had van de opeenstapeling van schokken, neemt de wereldhandel in

“ *Consumentenvoorkeuren dienen te veranderen en de negatieve bijeffecten van consumptie dienen te worden verminderd.*

2023 vermoedelijk af. Door de laagconjunctuur in ontwikkelde economieën is er simpelweg minder vraag naar goederen. Tegelijkertijd, en als gevolg van geopolitieke spanningen, zet de trend van intensivering van handel binnen economische blokken zich voort. Geopolitieke spanningen hebben de afgelopen jaren de kwetsbaarheden van een geglobaliseerd economisch systeem blootgelegd. Het voordeel van het aanhouden van beperkte voorraden, werd een nadeel toen bleek dat productie en handel stokten als gevolg van oorlog en pandemieën. Er worden in

de westerse wereld dan ook stappen ondernomen om productie van bijvoorbeeld essentiële chips terug te halen en het energieaanbod te verbreden door in te zetten op hernieuwbare energiebronnen.

Dat het economische wel en wee van ontwikkelde economieën in sterke mate afhangt van de private consumptie is zorgelijk. De consumptiegroei bevindt zich namelijk op een onhoudbaar groeipad. Earth Overshoot Day 2022, de dag waarop we als mensheid collectief meer van de natuur hebben gebruikt dan dat de aarde in één jaar kan vernieuwen, was dit jaar al op 28 juli en inmiddels worden zes van de negen planetaire grenzen overschreden. Weersomstandigheden worden extremer en hebben drastische gevolgen voor de economie en mensheid: droogte, overstromingen, smeltende gletsjers en verzuring van oceanen. Het is code rood. Ons op fossiele brandstoffen gebaseerde huidige economische systeem, ons streven naar economische groei en ons consumptiepatroon moeten op de schop. We moeten in het 'Westen' consuminderen. Consumentenvoorkeuren dienen te veranderen en de negatieve bijeffecten van consumptie dienen te worden verminderd.

### Inflatie in Westerse wereld heeft gepiekt

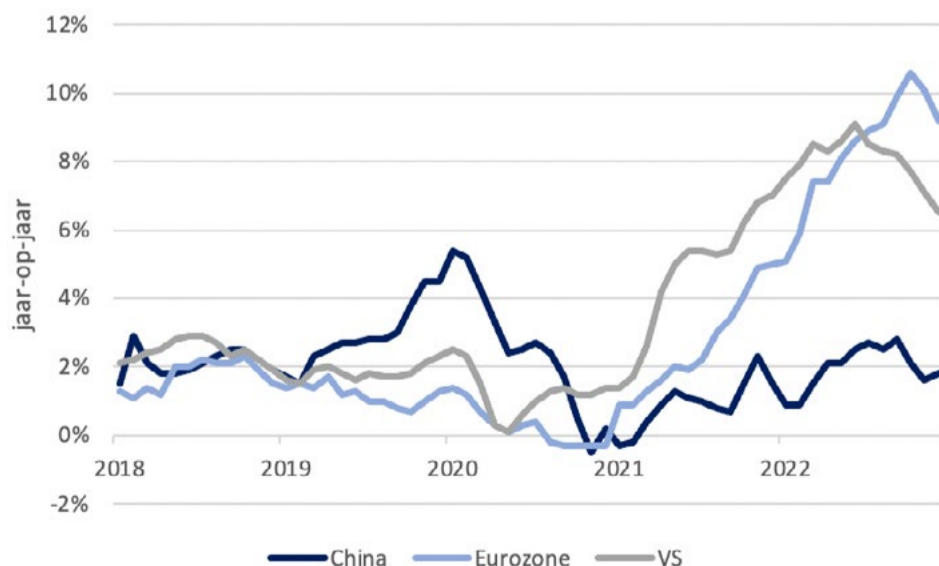
In 2022 is de inflatie wereldwijd tot een historisch hoog niveau gestegen. Met name energie- en voedselprijzen liepen sterk op. In de loop van het jaar werden de hogere energie- en voedselprijzen doorberekend in de prijzen van allerlei andere goederen en diensten, waardoor de kerninflatie eveneens opliep. Voor centrale banken was dit aanleiding om beleidsrentes in een zeer korte tijd aanzienlijk te verhogen. De effecten hiervan zullen de komende periode zichtbaar worden in de ontwikkeling van de economie (zoals hiervoor besproken) en inflatie.

De inflatie zal in de loop van 2023 sterk afnemen, zowel in Europa als de VS. Grondstofprijzen hebben reeds gepiekt, de problemen in de toeleveringsketen als gevolg van de coronapandemie lijken zich eindelijk op te lossen en de vertraagde werking van hogere beleidsrentes zal haar effect hebben. Daarnaast zorgt de economische neergang voor een zwakkere vraag, wat eveneens een drukkend effect heeft op de inflatie.

Er is een duidelijk verschil tussen Europa en de VS. In Europa blijft energie voorlopig duur. Het is onwaarschijnlijk dat er snel een einde aan de oorlog tussen Rusland en de Oekraïne komt. Het afgelopen jaar slaagde Europa erin om de gasvoorraden aan te vullen met Russisch gas en LNG dat beschikbaar was vanwege lagere Chinese gasimport. Volgens de International Energy Agency wordt het aanvullen van de gasvoorraden in 2023 een grotere uitdaging. Inmiddels is de gastoevoer vanuit Rusland volledig afgeknepen. Daarnaast is het aanbod op de oliemarkt beperkt, zowel door onderinvesteringen in de voorbije jaren als door de houding van de olieproducerende landen (OPEC): zij verminderden hun totale productie om een hogere prijs te kunnen ontvangen. De VS zijn, in tegenstelling tot Europa, zelfvoorzienend qua energie. Zij hebben dan ook minder last van hoge energieprijzen en leveringszekerheid. De inflatie in de VS daalt hierdoor eerder dan de inflatie in Europa.

In beide regio's komt de inflatie dit jaar echter alsnog ruim boven de 2%-doelstelling van centrale banken uit.

Figuur 3: Inflatie heeft gepiekt



Bron: Bloomberg

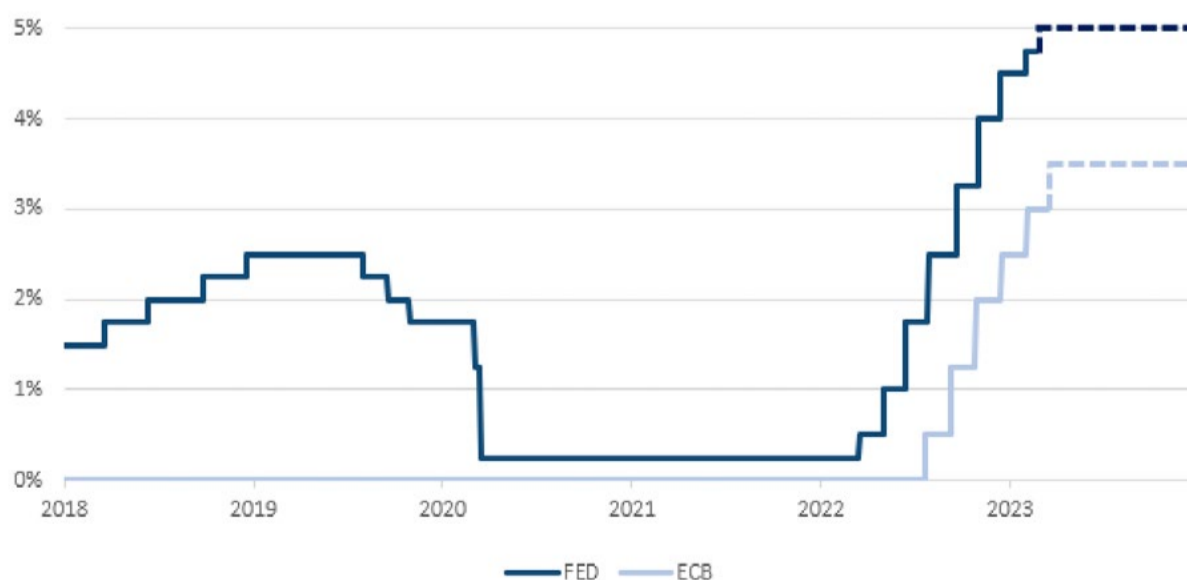
Toch hebben de Fed en de ECB inmiddels het tempo van de renteverhogingen verlaagd. We denken dat beide instellingen in de eerste helft van dit jaar hun laatste beleidsrenteverhogingen van deze rentecyclus doorvoeren. De Fed stopt vermoedelijk als de beleidsrente rond 5% ligt, terwijl dit voor de ECB op ongeveer 3% zal uitkomen. De financiële condities zijn door monetaire verkrapping al fors aangescherpt. Maatstaven voor stress in het financiële systeem zijn gestegen, wat erop duidt dat de kans op een financiële schok is toegenomen. Zodra centrale banken ervan overtuigd zijn dat de inflatie op middellange termijn naar het streefniveau terugkeert, zullen zij stoppen met het zetten van verdere rentestappen. Zij willen de economie immers niet onnodig schaden. Bovendien zullen centrale banken hun balanstotaal wel verder terugschroeven, iets wat ook verkrappend werkt.

Per saldo is de Europese beleidsrente aan het einde van de huidige rentecyclus

veel minder sterk gestegen dan de Amerikaanse beleidsrente. Dit hangt samen met het feit dat de inflatie in Europa vooral het gevolg is van een geïmporteerd energieprobleem, terwijl de inflatie in de VS veel meer samenhangt met de oververhitting van de eigen economie. De kans op een loon-prijsspiraal in Europa is daardoor kleiner. Bovendien zijn de economische vooruitzichten voor Europa slechter, wat ook een rem zet op de inflatie.

Een deel van de beleggers verwacht dat de beleidsrente snel na de laatste renteverhoging zal dalen, wellicht al in 2023. Wij denken dat het daarvoor te vroeg is. Immers, de inflatie zal tegen het einde van dit jaar nog steeds boven de 2% liggen. Tegen het einde van het jaar zal forward guidance van centrale banken waarschijnlijk wel wijzen op lagere beleidrentes in 2024. Dit kan het beleggerssentiment een impuls geven en leiden tot voorsortering op renteverlagingen.

Figuur 4: Beleidsrente centrale banken



Bron: Bloomberg



## China maakt groeiambitie wederom niet waar

De Chinese economie volgt haar eigen economische pad. In 2022 kampte de Chinese economie met forse tegenwind, mede als gevolg van het Zero-Covid beleid en aanhoudende problemen in de vastgoedsector. Dit jaar neemt deze tegenwind af. Het Zero-Covid beleid is afgeschaft, wat vermoedelijk gaat zorgen voor een groei-impuls als gevolg van hogere binnenlandse bestedingen. Daarnaast zijn de steunmaatregelen aan de vastgoedsector in de afgelopen maanden opgevoerd om verdere wanbetalingen bij projectontwikkelaars te voorkomen. Dit wil overigens niet zeggen dat de vastgoedsector op korte termijn weer aan de economische groei gaat bijdragen.

In tegenstelling tot Europa en de VS werd China afgelopen jaar niet geconfronteerd met een inflatieschok. Het monetaire beleid in China bevindt zich dan ook in een andere fase dan in de grote ontwikkelde economieën. De centrale bank van China, de PBoC, verruimde afgelopen jaar haar monetaire beleid en dit stimulerende beleid wordt dit jaar vermoedelijk voortgezet. Toch denken we niet dat China haar eigen groeiambities van 5-6% kan waarmaken. De 'magere' Chinese groeivoorzichten zijn slecht nieuws voor de rest van Azië.

Na twee mondiale groeischokken en terugkerende natuurrampen, staan veel opkomende economieën voor uitdagingen. De economische vertraging zet dit jaar vermoedelijk door. Consumenten blijven het lastig houden, terwijl door de recessie in Europa en de VS de vraag naar producten vermindert. Tegelijkertijd hebben overheden na meerdere crises weinig financiële ruimte om hun economieën verder te ondersteunen. Centrale banken zijn veelal in een verkrappingsmodus geraakt en zij gaan de economie evenmin stimuleren. De verkrappende rentecycli komen ten einde, maar voor renteverlagingen is het te vroeg.

In veel opkomende economieën is de inflatie afgelopen jaar opgelopen. Niet alleen als gevolg van de voedsel- en energiecrisis, maar ook door de sterke Amerikaanse dollar. Onder het minder gefortuneerde deel van de bevolking in opkomende economieën hebben de hogere voedselprijzen tot voedselonzekerheid en energieschaarste geleid. De inflatie piekt waarschijnlijk in de eerste helft van dit jaar, maar blijft ook hier boven de doelstellingen van centrale banken uitkomen. Met name in landen met zwakke fundamenteën. Tekorten op de betalingsbalans en begrotingstekorten die ook nog eens zijn gefinancierd met onhoudbare (in USD genoteerde) schuldniveaus, zorgen ervoor dat valuta's onder druk blijven staan zolang de Fed de beleidsrente blijft verhogen. Dit voorkomt een sterke daling van de inflatie.

# BELEGGINGSVOORUITZICHTEN

In 2023 zal het beursklimaat niet zo negatief zijn als afgelopen jaar. Wanneer inflatie haar weg omlaag heeft gevonden en centrale banken stoppen met het verhogen van de beleidsrentes, zal zich een interessant instappunt voordoen. Echter, het is niet realistisch om te verwachten dat de sterke performance van jaren met monetaire verruiming zal terugkomen. De beste kansen liggen bij duurzame investeringen, defensieve sectoren, ontwikkelde markten met een voorkeur voor de Verenigde Staten en nieuwe vintages van private equity fondsen.

## Obligaties weer interessanter, maar nog geen koopje

Het jaar 2022 was een slecht jaar voor obligatiebeleggers. Centrale banken trokken beleidsrentes snel op om de inflatie te bestrijden. Hierdoor zijn korte obligatierentes sterk opgelopen. Ook de lange obligatierentes zijn sterk gestegen, doordat de opkoopprogramma's van centrale banken voor obligaties, zogenaamde kwantitatieve verruiming, ten einde kwamen. Er werd zelfs door sommige centrale banken gestart met de verkorting van de balans (kwantitatieve verkrapping).

Wanneer de obligatierentes stijgen dan dalen de obligatiekoersen. Immers, het betekent dat rentepercentages op eventuele nieuwe obligatie-uitgiften hoger

zullen zijn dan op bestaande obligaties, waardoor bestaande obligaties tegen een korting worden verkocht. Door deze stijging bevinden obligatierentes zich inmiddels weer op aantrekkelijke niveaus. In combinatie met de door ons verwachte daling van de inflatie en de economische neergang is dit goed nieuws voor obligatiebeleggers. Dit betekent dat de verkrappingscyclus langzaam ten einde komt en het grootste gedeelte van de stijging in obligatierentes achter ons ligt. Forward guidance van renteverlagingen kan zelfs tot gevolg hebben dat obligatiekoersen tegen het einde van het jaar weer gaan stijgen.

Toch hebben we momenteel nog een neutrale visie op staatsobligaties. Centrale banken kijken vooralsnog vooral achteruit

Figuur 5: Marktpositionering

	Onderwogen	Licht onderwogen	Neutraal	Licht overwogen	Overwogen
<b>BELEGGINGSCATEGORIE</b>					
Aandelen	○	●	○	○	○
Staatsobligaties	○	○	●	○	○
'Veilige' bedrijfsobligaties (investment grade)	○	○	●	○	○
Risicovolle bedrijfsobligaties (high yield)	○	●	○	○	○
Vastgoed	○	○	●	○	○
Private equity	○	○	○	●	○
Cash	○	○	○	○	●

Bron: Commenda

naar de hoge inflatie en hebben aangegeven dat er eerst nog een paar rentestappen zullen worden gezet. We hebben een voorkeur voor kortere looptijden, omdat dit het renterisico verkleint. Binnen staatsobligaties prefereren we Amerikaanse staatsobligaties boven Europese staatsobligaties. De rentevergoeding in Europa ligt lager dan in de VS en het risico op verdere rentestijgingen is in Europa hoger. Waar de Fed de rente verhoogt om de economie af te remmen, verhoogt de ECB de beleidsrente om de hoge inflatie te beteugelen die het gevolg is van de energiecrisis. Hiervoor is monetair beleid niet bedoeld en ook ineffectief.

Op ‘veilige’ bedrijfsobligaties hebben we eveneens een neutrale visie. Rentenniveaus zijn aantrekkelijk vanuit historisch perspectief. In de VS ligt het rentenniveau bovendien boven het dividendrendement van aandelen. Hierbij dient te worden opgemerkt dat deze vergelijking enigszins vertekend is, aangezien Amerikaanse bedrijven een relatief groot deel aan kapitaal teruggeven aan beleggers via aandeleninkoop. De reden achter onze neutrale visie is echter de stand van de economische cyclus. Centrale banken zijn nog aan het verkrappen en we voorzien een recessie. Risico-opslagen zijn nog niet op de

niveaus die passen bij een recessie en dalende winstgroei. Hierbij dient overigens opgemerkt te worden dat de faillissementsrisico's waarschijnlijk niet zullen stijgen tot de niveaus die we in het verleden hebben gezien, omdat bedrijfsbalansen relatief solide zijn. De lange periode met lage en negatieve rente heeft er bovendien voor gezorgd dat veel bedrijven schulden met langere looptijden hebben gefinancierd, waardoor we voor 2023 grote herfinancieringsrisico's voorzien. Rentes van obligaties met lange looptijd zullen in de loop van het jaar dalen als gevolg van tegenvallende groei, de pauze met betrekking tot renteverhogingen en uiteindelijk een voorsortering op beleidsrentedalingen. Dit leidt tot een verdere inversie van de yield curve. Over risicovolle obligaties zijn we, ondanks de rentenniveaus, wat minder positief. De aanstaande recessie is nog niet verdisconteerd. We verwachten dat risico-opslagen nog kunnen gaan oplopen.

### Geduldig met aandelen

In 2022 gingen aandelenkoersen alle kanten op. Na een sterke daling, was er van oktober tot en met november sprake van een aandelenrally. Met name als gevolg van optimisme over de dalende inflatie in

Figuur 6: 10 jaarsrente VS, Duitsland



Bron: Bloomberg

de VS en een mogelijk einde aan de monetaire verkrapping. Deze rally kwam in december echter weer ten einde toen centrale banken de verwachtingen van beleggers over het einde van de huidige rentecyclus temperden. Per saldo zijn waarderingen in 2022 fors gedaald, met name in de VS. Begin 2022 lag de koers/winstverhouding voor de wereldwijde aandelenmarkt nog op 18 en inmiddels is dit gedaald tot 15. Aandelen zijn hiermee redelijk geprijsd.

Dit wil echter niet zeggen dat aandelen nu ook aantrekkelijk zijn. We zijn nog altijd negatief over deze beleggingscategorie. De huidige winstverwachtingen stroken niet met een economische neergang. Hoewel gerealiseerde en verwachte winstgroei snel afnemen, worden er door analisten nog geen winstdalingen voorzien. Dit terwijl bedrijfswinsten normaal gesproken tijdens een recessie onder druk komen te staan. Zeker onder de huidige omstandigheden waarbij de arbeidsmarkten ook nog eens krap zijn en de inflatie hoog is. Enerzijds stellen werknemers hogere looneisen vanwege hoge inflatie. De recessie zorgt ervoor dat bedrijven deze hogere (loon)kosten minder gemakkelijk kunnen door-

berekenen aan hun afnemers. Anderzijds willen veel bedrijven liever geen afscheid nemen van hun personeel, omdat ze de afgelopen tijd hebben ervaren dat de krapte op de arbeidsmarkt ervoor zorgt dat ze moeilijk aan personeel kunnen komen als het straks weer economisch voor de wind gaat. Winstmarges zullen dan ook onder druk komen te staan. Bovendien zetten centrale banken in de eerste helft van dit jaar nog een aantal rentestappen die nog niet volledig in aandelenkoersen zijn verwerkt. Dit zal een tegenwind vormen voor aandelen.

We voorzien een verdere neerwaartse aanpassing van waarderingen en winstverwachtingen. We houden daarom vast aan onze onderweging voor aandelen. Wel verwachten we onze visie in de loop van het jaar opwaarts bij te stellen in anticipatie op een draai in aandelenmarkten. We voorzien in ieder geval een stap van een onderwogen positie naar een neutrale positie en wellicht zelfs een overwogen positie zodra de markt voldoende rekening houdt met een winstrecessie. Aandelenbeleggers doen er goed aan om op dat moment risico aan hun beleggingsportefeuille te gaan toevoegen.

Figuur 7: Overwaardering aandelen afgenomen



Bron: Bloomberg

---

Qua regio's hebben we een lichte voorkeur voor Amerikaanse aandelen versus Europese aandelen. Op aandelen uit opkomende landen hebben we een neutrale visie. De waarderingen van aandelen uit opkomende markten liggen redelijk gelijk aan Europese aandelen, maar opkomende markten staan bloot aan een aantal specifieke risico's. Qua sectoren gaat onze voorkeur uit naar defensieve segmenten. Deze sectoren zijn beter bestand tegen een recessie dan de bredere markt. Enige kieskeurigheid is echter wel nodig. Zo zijn aandelen binnen communicatiediensten in onze ogen nog onvoldoende gecorrigeerd.

### **Private Equity blijft aantrekkelijk**

Private equity heeft het afgelopen jaar beter gepresteerd dan aandelen welke veel terrein moesten inleveren. De ervaring leert dat private equity het over het algemeen beter doet dan aandelen ten tijde van economische krimp. Waardedalingen zijn mogelijk beperkter doordat de fondsbeheerders van private-equity fondsen een aanzienlijke controle hebben op de bedrijven waarin ze investeren en juist in moeilijke tijden waarde kunnen toevoegen. Hierbij dient opgemerkt te worden dat fondsbeheerders hun investeringen mogelijk ook niet voldoende afwaarderen tijdens een crisisperiode.

Private equity fondsen in het laatste jaar van de harvesting period gaan een zwaar jaar tegemoet. Hoge renteniveaus maken het voor potentiële kopers duurder om te kopen met schuld. Bovendien staan de waarderingen onder druk, waardoor de opbrengst voor beleggers beperkter is. Het ligt in de lijn der verwachting dat exits zoveel mogelijk naar 2024 worden geschoven door het gebruik van extension periods, hetgeen het rendement op de commitment over tijd zal drukken.

Dit neemt niet weg dat we positief blijven over deze beleggingscategorie. Uit onderzoek blijkt dat fondsen die tijdens recessiejaren en kort daarna geld ophalen, vaak tot de sterkste vintages behoren. Door de negatieve stemming onder beleggers en het gebrek aan mogelijkheden voor ondernemingen om aan financiering te komen, kunnen fondsbeheerders zeer selectief zijn. Dit stelt fondsbeheerders in staat om kwalitatief hoogwaardige bedrijven te selecteren en hierin tegen relatief lage waarderingen te investeren. Dit is bevorderlijk voor het winstpotentieel. Zodra de economie zich weer herstelt gaan de waarderingen van deze kwalitatief hoogwaardige bedrijven omhoog. Hierbij dient overigens wel te worden opgemerkt dat er verschillen zullen zijn tussen typen private equity investeringen. Zo krijgen leveraged buyout-fondsen, waarbij



*We blijven positief over Private Equity. Uit onderzoek blijkt dat fondsen die tijdens recessiejaren en kort daarna geld ophalen, vaak tot de sterkste vintages behoren.*



---

bedrijfsovernames met geleend geld worden gefinancierd, het waarschijnlijk moeilijker vanwege de toegenomen financieringskosten.

### **Impactbeleggen biedt steeds meer kansen**

Door het streven van de mensheid naar eindeloze economische groei worden we welvarender, maar de negatieve gevolgen hiervan worden steeds duidelijker. Vlak voor de 27ste jaarlijkse bijeenkomst van de Conference of Parties (COP27) werd een stortvloed aan onderzoek gepubliceerd om de noodzaak aan te tonen van intensivering en een snellere uitvoering van plannen om klimaatverandering te vertragen of te stoppen. Helaas was COP27 geen succes.

Dit neemt niet weg dat een aantal regio's en landen zelf actie ondernemen. We staan aan de vooravond van een groene transitie die beleggers niet kunnen negeren. Er is tot 2050 zo'n 125 biljoen dollar nodig aan investeringen in klimaatoplossingen. Dit biedt beleggers een grote kans. Tegelijkertijd dienen beleggers zich ook bewust te zijn van klimaatrisico's voor bestaande beleggingen. Deze kunnen impact hebben op de toekomstige resultaten van bedrijven en leiden tot zogenaamde 'stranded assets'.

In Europa kan de EU Taxonomie beleggers helpen om hun investeringen in de richting van meer duurzame technologieën en bedrijven te sturen. De Taxonomie schrijft rekenregels voor op basis waarvan bedrijven kunnen berekenen in hoeverre hun economische activiteit bijdraagt aan een zestal milieudoelstellingen. Daarnaast verplicht de Taxonomie om voor financiële producten inzicht te geven in hoeverre dit product bijdraagt aan diezelfde doelstellingen. De wetgeving geldt dus breder dan alleen voor aanbieders van financiële producten. Voor beleggers is het echter belangrijk je hier niet blind op te staren. De Taxonomie richt zich vooral op ecologische duurzaamheid en niet alle activiteiten die als groen worden geclassificeerd, blijken in de praktijk even 'groen' te zijn.

De Sustainable Financial Disclosure Regulation (SFDR) kijkt zowel naar ecologische als sociale kenmerken. Deze wetgeving kent onder andere een classificatiesysteem voor financiële producten. Artikel 8 producten zijn producten die ecologische en sociale kenmerken promoten, terwijl artikel 9 producten duurzaamheid tot doel hebben. Ook hier zegt de classificatie niet alles. De classificatie brengt namelijk specifieke rapportageverplichtingen met zich mee, waardoor sommige fondsbeheerders ervoor kiezen niet voor een artikel 9-classificatie te gaan.

*De auteurs aanvaarden geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten of onvolkomenheden. Niets uit deze uitgave mag worden veelevoudigd of openbaar gemaakt, op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever. Bezoek onze website voor meer informatie: [Disclaimer - Commenda](#)*