

COMMENDA



VOORUITBLIK 2024:
ECONOMIE EN FINANCIËLE MARKTEN

December 2023

Executive summary

Komend jaar zal opnieuw in het teken staan van ontwikkelingen rondom beleidsrentes en inflatie. Verder dalende inflatie zal op termijn leiden tot lagere beleids- en kapitaalmarktrentes. Wij verwachten de eerste renteverlagingen voor de Verenigde Staten in Q3 en voor Europa (ECB) in Q4. Geopolitieke ontwikkelingen zullen een grotere stempel gaan drukken op de economie en financiële markten en internationale handel zal gebukt gaan onder toenemend nationalisme en protectionisme.

De op termijn verwachte daling van kapitaalmarktrentes zorgt voor een positiever vooruitzicht voor obligaties. Met name voor veilige staatsobligaties. De lage

compensatie voor risicovollere bedrijfsobligaties samen met de verwachting van een toename in faillissementen zorgen ervoor dat deze categorie minder aantrekkelijk is het komende jaar. Hetzelfde geldt voor obligaties van opkomende economieën. De hoge kapitaalmarktrentes leiden tot voorzichtigheid met de blootstelling aan aandelen. Ook private equity gaat door een moeilijker periode dan de afgelopen jaren met lage rentes. Dit is zichtbaar in de exits van portefeuille bedrijven welke lastiger te realiseren zijn en ook in het feit dat het steeds moeilijker wordt om financiering op te halen gezien de hogere kapitaalmarktrentes.

INHOUDSOPGAVE

TERUGBLIK 2023: DALENDE INFLATIE EN STIJGENDE RENTE	1
ECONOMISCHE VOORUITZICHTEN	2
Economische groei neemt verder af in 2024	2
Verenigde Staten: beter dan verwacht maar 2024 wordt een uitdaging	5
Vooruitzichten Europa: Divergentie binnen de Eurozone	6
Vooruitzichten China: wordt China ooit grootste economie ter wereld?	7
Geopolitieke ontwikkelingen steeds belangrijker	8
BELEGGINGSVOORUITZICHTEN	10
Wereldwijde aandelen onder druk door hogere bedrijfslasten en gestegen kapitaalmarktrentes	10
Obligaties aantrekkelijker door piekende rente en dalende inflatie	11
Exit mogelijkheden Private Equity lopen terug	13

TERUGBLIK 2023: DALENDE INFLATIE EN STIJGENDE RENTE

2023 blijkt voor beleggers opnieuw een jaar vol uitdagingen en onzekerheden. De forse inflatie van het voorgaande jaar daalt slechts gestaag. Daarnaast zorgen dreigende faillissementen van regionale banken in de VS en Credit Suisse voor onrust in het eerste kwartaal. Ook geopolitieke verhoudingen staan onder spanning als gevolg van het voortdurende conflict in Oekraïne, de moeizame relatie tussen China en het westen en de escalatie van het conflict in Gaza begin oktober.

De hardnekkige (kern)inflatie dwingt centrale banken tot een ongekende reeks van renteverhogingen in 2023. Ondanks dat voorlopige indicatoren steeds negatiever worden en duidelijker op een recessie wijzen, blijft met name de Amerikaanse economie onverwacht sterk. De arbeidsmarkt draait op volle toeren waardoor het huidige (hoge) consumptiepatroon kan worden voortgezet. In Europa koelt economische activiteit af en daalt economische groei naar 0% waarmee er technisch gezien sprake is van een recessie (twee opeenvolgende kwartalen zonder groei).

Na het qua rendementen desastreus verlopen 2022 laten financiële markten ondanks alle onzekerheden in 2023 betere resultaten zien. Aandelenrendementen zijn overwegend positief met uitzondering de Chinese beurzen. Echter, in de Verenigde Staten is dit succes grotendeels toe te schrijven aan de zogeheten 'magnificent seven' (Apple, Amazon, Microsoft, Meta, Google, Nvidia, Tesla). Deze, voornamelijk tech-bedrijven, dragen het herstel na de grote verliezen van eind 2022. In Europa is het herstel zwakker. Koersen van staats- en bedrijfsobligaties staan onder druk door de oplopende rentevoet. De hoge kapitaalmarktrentes zorgen voor aantrekkelijke couponuitkeringen. Echter is er nog maar weinig vergoeding voor het risico van wanbetaling in bedrijfsobligaties. Tot op heden hebben bedrijven nog niet veel last

van de hogere financieringskosten doordat er veel geleend is tegen lagere rentes. De eerste gevolgen van de hoge financieringskosten worden nu zichtbaar bij bedrijven binnen de duurzame energiesector en in het vastgoed. Het is de vraag wat de impact op de economie zal zijn wanneer er op grote schaal geherfinancierd dient te worden.

Waar er eerder op korte termijn renteverlagingen werden verwacht lijken deze nu toch langer op zich te laten wachten. Centrale bankiers willen niet dezelfde fout maken als in het verleden. Door de rente te snel weer omlaag te brengen en opnieuw in een 'liquidity trap' terecht te komen, waarbij renteverlagingen geen positieve effecten meer op de economie hebben. Daarnaast is het voor de centrale banken afwachten in hoeverre de inflatie nog zal dalen als gevolg van de reeds genomen rentestappen die immers met vertraging effect hebben. Wij verwachten dat prijzen structureel hoger zullen blijven dan vóór de Corona-periode. Eén van de drijvende factoren hierachter is de de-globalisering-trend, reeds in 2022 ingezet als gevolg van de energiecrisis, welke in 2023 versterkt is door het weghalen van productie uit het instabiele China. Naast deze ontwikkelingen zal ook verduurzaming van de economie (energie-transitie, circulariteit en klimaat-neutraliteit) een belangrijk onderwerp zijn aangezien dit een mogelijk prijsopdrijvend effect heeft.

ECONOMISCHE VOORUITZICHTEN

Centrale banken lijken aan het einde van de huidige verkrappingscyclus gekomen. Wel blijven de beleidsrentes waarschijnlijk voor langere tijd op het huidige hogere niveau. Inflatie zal naar verwachting gestaag blijven dalen komend jaar. Echter, centrale bankiers zullen voorzichtig zijn met het verlagen van rentes tenzij dit echt noodzakelijk is als gevolg van een economische crisis. Hiernaast zorgen de oplopende geopolitieke spanningen samen met de verdere de-globalisering mogelijke voor nieuwe prijsschokken. Inflatie en rentes (zowel de beleidsrente als de kapitaalmarktrente) zullen ook in 2024 centraal blijven staan en kunnen voor volatiliteit op de financiële markten zorgen.

Economische groei neemt verder af in 2024

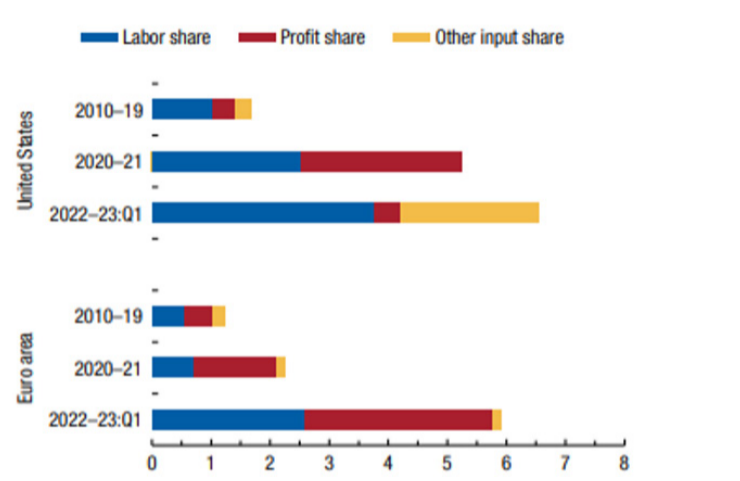
De verwachte milde recessie in de westerse wereld is in 2023 uitgebleven. Europa beleefde technisch gezien een korte recessie. In het geval van de Verenigde Staten was economische groei zelfs een stuk beter dan verwacht door de sterke arbeidsmarkt en goede productiecijfers. Zeker in het tweede en derde kwartaal toonde de Amerikaanse economie een sterke veerkracht.

Echter, de vooruitzichten voor 2024 zijn minder rooskleurig. Economische groei zal afnemen binnen ontwikkelde economieën als gevolg van verder dalende consumentenbestedingen. De opgepotte spaarsaldi van de Corona-periode zijn nu praktisch uitgegeven en vormen geen verdere steun meer voor toekomstige economische groei. Hoewel reële inkomens in de VS weer stijgen zal dit niet genoeg steun bieden om

de huidige groei door te zetten.

In reactie op vraag waar de bron zit van de huidige inflatiegolf wordt veelal gewezen naar het bedrijfsleven. Er zou sprake zijn van zogeheten “graaiflatie”, bedrijven die winstmarges vergroten en dit doorbelasten aan de consument. Echter, onderliggende data laat zien dat de stijgende bedrijfswinsten niet het gevolg zijn van een grotere winstopslag, maar dat stijgende loonkosten de voornaamste reden zijn van de prijsstijgingen. Hiermee wordt ook meteen één van de grootste onderliggende risico’s van de huidige inflatiegolf blootgelegd. Dit geldt met name voor de VS. Vooralsnog is er weinig bewijs voor loon-prijsspiralen en het risico dat zij vormen. De arbeidsmarkten lijken iets af te koelen en de loongroei stagneert. Dit wijst erop dat inflatie waarschijnlijk niet opnieuw zal oplaaien als gevolg van hogere lonen.

Figuur 1: Bijdragen winstmarge en loonkosten aan inflatie in VS en Europa



Bron: : IMF (Eurostat data)

Sommige sectoren zijn hierop een uitzondering waarbij de lonen wel sterk toenemen, maar dit heeft ook een keerzijde in relatie tot de inflatieontwikkeling. Voorbeeld hiervan is de auto-industrie in de VS waar de werknemers een on-Amerikaanse sterke positie hebben verworven en flinke loonstijgingen hebben bedongen.

Wij verwachten dat inflatie de komende tijd gestaag zal blijven dalen als gevolg van het harde ingrijpen de centrale banken de afgelopen twee jaar. Pas in het derde kwartaal van 2023 voerden zowel de Fed als de ECB naar verwachting haar laatste renteverhoging door en de effecten hiervan worden in 2024 zichtbaar. Het zal echter langer dan het komende jaar duren voordat men weer op het gewenste niveau van prijsstabiliteit (2% inflatie) kan terugkeren.

Ook bedrijfsinvesteringen blijven als gevolg van de gestegen kapitaalmarktrentes onder druk staan komend jaar. Faillissementscijfers zijn vooralsnog laag, maar zullen in 2024 naar verwachting

toenemen. Dit als gevolg van noodzakelijke herfinancieringen tegen hogere rentes en het wegvallen van overheidssteun ontvangen tijdens de Corona-periode. Bedrijven die vele jaren goedkoop hebben geleend zullen in dat geval geconfronteerd worden met aanzienlijk hogere rentelasten. Hiermee zullen zwakkere bedrijven alsnog in problemen kunnen komen. Niet alleen rentelasten maar ook loonkosten zullen in 2024 hoger uitvallen door de hogere looneisen van werknemers. Inflatie zorgt daarnaast ook voor hogere inkoopkosten die mogelijk moeilijk zijn door te berekenen aan de consument. Per saldo ligt het hiermee voor de hand dat de bedrijfswinsten volgend jaar onder druk zullen komen te staan.

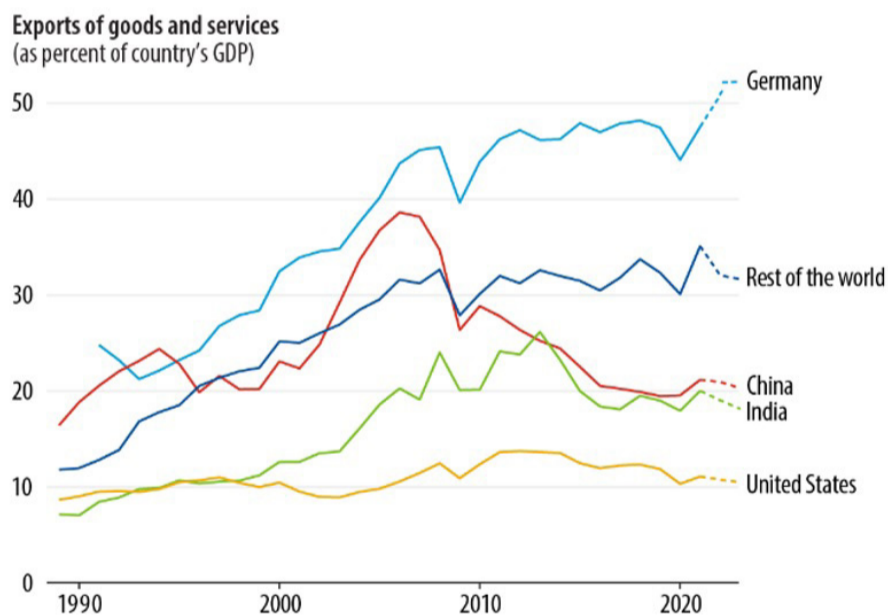
De bijdrage van overheidsbestedingen aan economische groei laat zich lastig voorspellen. Staatsschulden blijven hoog als gevolg van stimuli tijdens de Corona-periode. De begrotingstekorten zorgen voor fiscale ondersteuning van de economie. Tot slot zorgt ook de geopolitieke onrust in de wereld ervoor dat budgetten naar verwachting anders gealloceerd zullen

worden. Veiligheid en zelfredzaamheid worden belangrijker waarmee andere noodzakelijke investeringen zoals de verduurzaming van de wereldeconomie achter blijven. De verkiezingscampagne voor de Tweede Kamer verkiezingen in Nederland illustreerde de spagaat waar de (wereld)politiek zich momenteel in bevindt.

Tot slot verwachten wij dat internationale handel minder zal gaan bijdragen aan economische groei. De totale wereldhandel zal afnemen als gevolg van de-globalisatie en protectionisme. Dit zal met name

voor netto exporterende landen een directe negatieve impact hebben op het BBP. Echter, dit werkt verder door in de gehele wereldeconomie in de vorm van afnemende productiviteit. Productie zal minder kosten-efficiënt plaatsvinden wat leidt tot hogere prijzen en het verlies van koopkracht. Dit zal op haar beurt doorwerken in consumptie en een lagere totale vraag naar goederen en diensten. Een verdere afname van internationale samenwerking zal zowel op korte als op lange termijn een sterk negatief effect hebben op totale economische groei.

Figuur 2: Handel als % van BBP daalt, met name in China en India



Bron: IMF (Goldberg and Reed (2023))

Verenigde Staten: beter dan verwacht maar 2024 wordt een uitdaging

De Amerikaanse economie presteert beter dan verwacht. Dit komt met name door veerkrachtige consumenten- en bedrijfsinvesteringen en het grote begrotingstekort van de overheid. Dit bewijst dat de arbeidsmarkt nog steeds op volle toeren draait. Echter, loongroei begint af te nemen waardoor het reële inkomen van de gemiddelde Amerikaan minder zal toenemen in 2024. Samen met het terughoudende beleid van de Fed zal dit leiden tot een afkoeling van de Amerikaanse economie. Eerder genoemde stijgende bedrijfslasten en waarschijnlijk dalende consumptie kunnen tot minder productie en een toename in werkloosheid leiden. Het terugbrengen van productie naar eigen land als gevolg van de-globalisering zal dit niet per definitie compenseren. Uit onderzoek van het IMF blijkt dat het overgrote deel van de opbrengsten van teruggehaalde productie naar bedrijven gaat. De beroepsbevol-

king profiteert hier slechts ten dele van en het is daarom maar de vraag of de door de politiek beloofde extra banen significant zullen bijdragen aan de koopkracht van de Amerikaanse consument.

Wij verwachten dat de arbeidsmarkt in de VS zal afkoelen in 2024 en economische groei zal afnemen. Het blijft de vraag of er daadwerkelijk een recessie zal plaatsvinden. Kijkend naar voorlopende indicatoren is het te verwachten dat er een ondiepe recessie plaats zal vinden in het eerste halfjaar van 2024. De hoge kapitaalmarktrentes zijn hier debet aan. Stijgende kosten voor zowel consumenten als bedrijven drukken zwaar op de economische groei. De huidige kracht van de Amerikaanse economie bewijst echter dat zij dergelijke schokken tot nu toe heeft kunnen opvangen. Per saldo blijkt de Amerikaanse economie sterker dan verwacht. Economische activiteit zal wel afnemen, maar in mindere mate dan eerder ingeschat en wij verwachten derhalve geen substantiële recessie in de VS.

Figuur 3: Ontwikkeling groeiverwachtingen 2023 en 2024

Economie	2022	Groeivoorspelling (%)		Delta t.o.v. juli update (%-punt)		Delta t.o.v. april update (%-punt)	
		2023	2024	2023	2024	2023	2024
Wereld	3,5	3,0	2,9	0,0	-0,1	0,2	-0,1
Verenigde Staten	2,1	2,1	1,5	0,3	0,5	0,5	0,4
Euro Area	3,3	0,7	1,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2
Japan	1,0	2,0	1,0	0,6	0,0	0,7	0,0
China	3,0	5,0	4,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3

Bron: IMF

Vooruitzichten Europa: Divergentie binnen de Eurozone

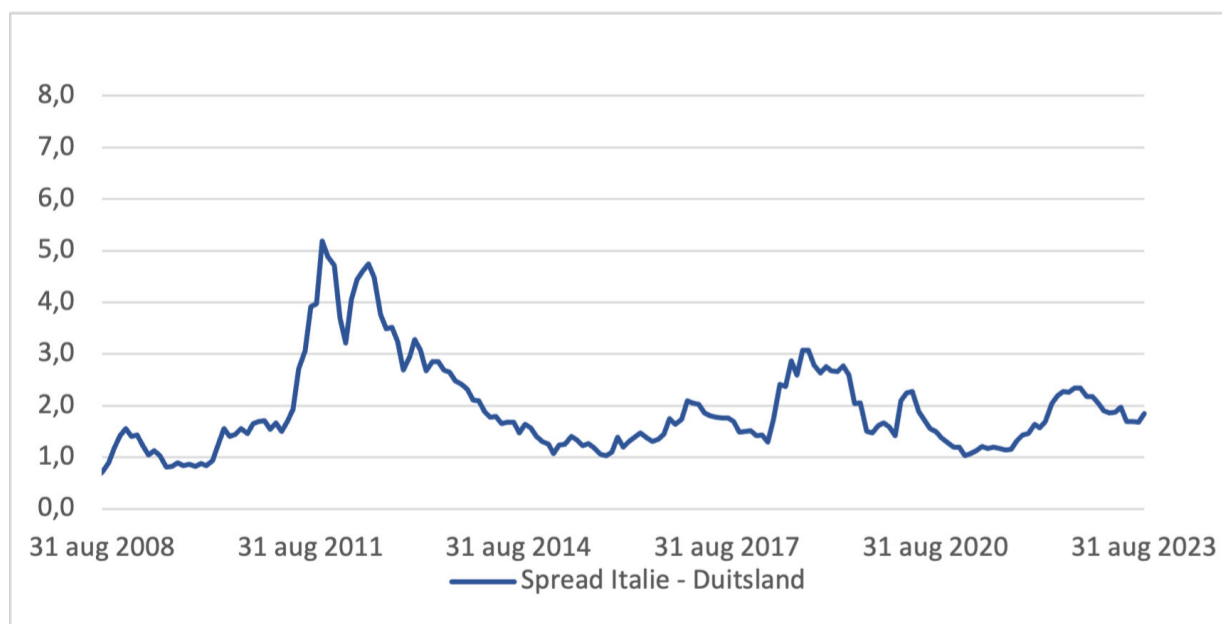
De Europese economie heeft het vergeleken met de VS een stuk lastiger op dit moment. Ondanks dat de werkloosheid zich op het laagste punt sinds de invoering van de Euro bevindt, valt economische expansie over 2023 tegen. Het komende jaar zal naar verwachting marginaal beter zijn, maar onder het historische gemiddelde blijven. Historisch gezien is de Amerikaanse economie in de afgelopen decennia beter in staat gebleken om externe schokken op te vangen. Voorbeelden hiervan zijn de internetbubbel (2000) en financiële crisis (2007-2008). Dit effect lijkt na de invoering van de Euro te zijn versterkt.

Binnen Europa verwachten wij dat het komende jaar verdere divergentie zal optreden tussen de verschillende lidstaten. Waar de Duitse economie verder krimpt lijkt het erop dat Frankrijk langzaam weer op begint te krabbelen. Dit komt doordat Frankrijk beschikking heeft over goedkope energie door haar kerncentrales, waar Duitsland haar toegang tot goed-

koop gas is kwijtgeraakt na de invasie in Oekraïne en hieruit volgende sancties tegen Rusland. Het feit dat er een valuta wordt gedeeld, betekent niet dat monetair beleid overal hetzelfde en/of gewenste effect bewerkstelligt. Het bepalen van één richting qua monetair beleid voor alle lidstaten van de monetaire unie blijft een uitdaging voor de ECB, ook het komende jaar.

Wij verwachten geen diepe crisis in Europa in 2024, maar het feit dat lidstaten geen eigen rentebeleid kunnen voeren blijft een grote uitdaging ten tijde van economische vertraging. Een scenario zoals tijdens de eurocrisis van 2009-2013 lijkt onwaarschijnlijk, maar kan niet volledig worden uitgesloten. De spread tussen de 10 jaars-kapitaalmarktrente van Duitsland en Italië is opnieuw sterk opgelopen, gelijk aan 12 jaar geleden. Indien de huidige begrotingstekorten oplopen zou dit voor grote problemen kunnen zorgen. Wij verwachten echter niet dat dit zo ver zal komen aangezien de ECB de benodigde geloofwaardigheid heeft dit probleem op te lossen.

Figuur 4: Spread 10 jaars-rente op staatsobligaties tussen Italië en Duitsland



Bron: Federal Reserve Bank of Saint Louis

Vooruitzichten China: wordt China ooit grootste economie ter wereld?

De vooruitzichten voor China in 2024 zijn in de loop van 2023 neerwaarts bijgesteld door het IMF. De problemen in de vastgoedsector, deflatie, het gedaalde consumentenvertrouwen en een fors oplopende werkloosheid van jongeren zijn hier debet aan. Niet alleen de korte termijn vooruitzichten zijn hiermee verslechterd maar ook de vooruitzichten voor de langere termijn zijn in een slechter daglicht komen te staan. De hoogtijdagen van China als fabriek van de westerse wereld lijken voorbij en de VS en Europa zijn zelfs bezig met het verminderen van de afhankelijkheid van de Chinese industrie door het repatriëren van productiecapaciteit. Dit wordt geïllustreerd in de onderstaande figuur dat buitenlandse bedrijven hun investeringen in China duidelijk aan het verminderen zijn.

Vóór de coronapandemie was de consensus dat China economisch waarschijnlijk nog vóór 2030 de economische koppositie zou overnemen van de VS. Deze

koppositie zou niet alleen van symbolische waarde zijn, maar ook verregaande consequenties kunnen hebben op de financiële markten, de valutamarkten en het verplaatsen van het mondiale geopolitieke machtscentrum van de Verenigde Staten naar China. Deze mogelijk aanstaande Chinese hegemonie was niet alleen bij economen maar ook al eerder bij de politiek in de VS doorgedrongen. Eén van de belangrijke pijlers van het verkiezingsprogramma van Trump in 2016 was immers gebaseerd op het indammen van de Chinese opmars en het terughalen van verloren industriële productie aan China, bijvoorbeeld door middel van protectionistische importheffingen.

Nu, vier jaar na het begin van de coronapandemie zijn er door economen serieuze twijfels ontstaan of China deze economische koppositie wel kan behalen in dit decennium. De economen van het financiële persbureau Bloomberg Economics bijvoorbeeld voorspellen nu dat het tot minstens medio 2040 zal duren

Figuur 5: Buitenlandse bedrijven trekken zich steeds meer terug vanuit China



Bron: Macrobond

voordat het bruto binnenlands product (BBP) van China dat van de VS zal overtreffen. Zelfs dan zal dit volgens hen met slechts een kleine marge gebeuren voordat het land vervolgens haar net verworven koppositie mogelijk weer kwijtraakt aan de Verenigde Staten. De belangrijkste redenen van de getemperde lange termijn verwachtingen van China en een ogenschijnlijk structureel lager groeitempo zijn. Ten eerste, lagere export verwachtingen na de Corona-periode. De aanvoerlijnen naar het Westen zorgden meermaals voor onvoorspelbare schokken als gevolg van de pandemie. Dit heeft westerse bedrijven ertoe gebracht om, tezamen met een aanhoudend grillige geopolitieke verhouding van China met het westen, de productieafhankelijkheid van China in te dammen. Aangezien de Chinese economie nog steeds drijft op de export en de investeringen moet wellicht rekening gehouden worden met een structureel lager economisch groeitempo. Ten tweede, de consumptieve bestedingen zijn in China in relatieve zin bijzonder laag, ondanks pogingen van de overheid om deze aan te zwengelen. Anders dan met succesvolle Aziatische voorgangers als Japan, Taiwan en Zuid Korea is China er toe nu toe niet in geslaagd om een transitie naar een sterke interne consumptieve sector te creëren die export schokken kan opvangen. De

consumptie in voorgenoemde landen bedraagt thans meer dan de helft van het BBP, terwijl in China deze bijdrage slechts 38% is (waarbij eerder sprake is van een neergaande dan een opgaande trend). Ten derde, heft China nog steeds te maken met een flinke crisis in de vastgoedsector. Hoewel deze crisis wellicht van voorbijgaande aard is, blijkt meerdere malen in de afgelopen jaren dat problemen in de vastgoedsector steeds opnieuw opduiken en een welhaast permanent karakter krijgen. Tot slot neemt ook het aantal geboortes in hoog tempo af. Er is een hoog percentage van werkloze en alleenstaande jongeren waardoor gezinsvorming wordt vertraagd. Dit zorgt in combinatie met het afgeschafte één kind beleid voor een zeer snelle vergrijzing, wat groei op lange termijn tegenhoudt.

Geopolitieke ontwikkelingen steeds belangrijker

2024 zal economisch gezien een uitdagend jaar worden. De kapitaalmarktrentes zullen in het westen langer hoog blijven dan eerder geanticipeerd. Wel kan daar verandering in komen indien mogelijk verdere escalatie plaatsvindt van bijvoorbeeld het conflict in het Midden-Oosten. Dit kan resulteren in lagere kapitaalmarkt-

rentes als gevolg van de vlucht naar veilige (staats)obligaties door beleggers. Geopolitieke ontwikkelingen kunnen daarmee een belangrijke rol gaan spelen op de financiële markten in 2024. Het conflict in Oekraïne sleept voort zonder uitzicht op een oplossing. Dit conflict zorgt voor hoog blijvende energie- en voedselprijzen die een direct negatief effect hebben op importeurs van deze grondstoffen. Daarnaast is er met de ontwikkelingen rondom Israël en Gaza een nieuw probleem bij gekomen. Naast de afgrijselijke humanitaire ramp die zich voltrekt zijn met de escalatie van dit langlopende conflict de verhoudingen in de wereld opnieuw op scherp gezet. Polarisatie neemt steeds verder toe, zowel politiek als economisch.

Dit in combinatie met de afnemende rol van de VS als 'politieman' van de wereld, zorgt voor een wereldwijde focus op defensie en zelfredzaamheid. De neerwaartse spiraal betreffende internationale samenwerking zoals ingezet door Trump is door het kabinet Biden geen halt toegeroepen. Voorbeeld hiervan is de verder bekoelde

relatie met China. Sterker nog, de democraten lijken steeds meer mee te gaan in dit gedachtegoed. Dit alles draagt bij aan de toenemende mate van de-globalisering.

Wij verwachten dat deze trend zich verder doorzet. De aanstaande verkiezingen in de VS zullen hier ook een rol in spelen. Mocht Donald Trump opnieuw president worden dan zal het meer dan ooit 'America first' blijven. Steun aan Oekraïne en andere landen zal afnemen of zelfs stopgezet worden, wat hiervan de gevolgen zijn is op dit moment lastig te overzien. Echter, de kans op hernieuwde prijsschokken voor de wereldeconomie neemt hiermee toe. Waar de democraten in een eerder stadium fel ageerden tegen dergelijke retoriek lijken zij zich ook neer te leggen bij deze 'wens' van het volk. Hoe dan ook zal deze ontwikkeling ten koste gaan van noodzakelijke investeringen om duurzame economische groei mogelijk te blijven maken. Voorbeelden hiervan zijn het tegengaan van klimaatverandering en het voltooien van de energie-transitie.

“ *Mocht Donald Trump opnieuw president worden dan zal het meer dan ooit 'America First' zijn.*

BELEGGINGSVOORUITZICHTEN

De beleggingsvooruitzichten voor 2024 worden gedomineerd door de eerdergenoemde opgelopen beleids- en kapitaalmarktrentes. Deze zorgen ervoor dat obligaties relatief steeds aantrekkelijker worden, met name leningen uitgegeven door landen met een sterke kredietwaardigheid. Aandelenwaarderingen blijven erg hoog en de compensatie voor het extra risico ten opzichte van obligaties neemt af. Hiermee zijn aandelen minder aantrekkelijk geworden. Private Equity, dat vaak als sterk alternatief wordt gezien, krijgt het moeilijker doordat exits uitblijven en de hoge waarderingen lastiger te rechtvaardigen blijken.

Wereldwijde aandelen onder druk door hogere bedrijfslasten en gestegen kapitaalmarktrentes

De vooruitzichten voor aandelen zijn minder rooskleurig komend jaar. Met de gestegen wereldwijde kapitaalmarktrentes vormen staatsobligaties relatief gezien een steeds aantrekkelijkere propositie ten opzichte van aandelen. De afgelopen jaren waren staatsobligaties vanuit een absoluut rendementsperspectief geen realistisch alternatief voor aandelen. De rationale voor het aanhouden van veilige staatsobligaties was in deze periode vrijwel uitsluitend het beheersen van neerwaartse risico's of het noodzakelijk aanhouden van staatsobligaties vanuit een reglementair oogpunt. Met rentepercentages van nul procent of zelfs negatief was sprake van een disbalans tussen risicovolle en risicomijdende beleggingen, waarbij er geen alternatief was voor aandelen. Dit leidde ertoe dat waarderingen van aandelen sterk opliepen over de gehele breedte, in het bijzonder voor groeiaandelen waarvan winsten verder in de toekomst te behalen zijn en daarmee het meest profiteren van een lage kapitaalmarktrente (discontovoet). Nu de kapitaalmarktrentes weer stijgen is het de vraag of waarderingen van aandelen niet zouden moeten dalen om weer in balans te komen met de kapitaalmarktrentes.

De gestegen kapitaalmarktrente heeft niet alleen een negatieve weerslag op de waarderingen van bedrijven. Ook de fundamentelementen van bedrijfswinsten, met name aan de kostenkant, worden negatief beïnvloed. De hogere kapitaalmarktrente en inflatie zorgen ervoor dat de rentelasten, de loonkosten en de inkoopkosten zullen toenemen voor bedrijven. Het is de vraag in hoeverre bedrijven deze kosten kunnen doorbelasten op consumenten in een economische omgeving die wordt afgeremd door centrale banken.

Omdat de kosten voor financiering het rendement op investeringen onaantrekkelijker maken zullen beursgenoteerde bedrijven het komende jaar projecten moeten heroverwegen of annuleren. Dit heeft een tweeledig effect. Ten eerste zorgt de rem op investeringen ervoor dat winstgroei lastiger te realiseren is. Daarnaast wordt niet alleen de investerende maar ook de uitvoerende partij hierdoor geraakt. Minder investeringen betekent ook minder vraag voor bedrijven welke deze uitvoeren. Leveranciers zullen hierdoor terugvallen in winst. Hiermee vloeien de stijgende kapitaalmarktrentes en de inflatie door naar problemen in de gehele economie.

Amerikaanse bedrijven hebben minder last van fluctuaties in energieprijzen wat een productievoordeel geeft tegenover energie importafhankelijke gebieden als Europa. Wel zijn deze aandelen aanzien-

lijk duurder dan Europese aandelen. Ook is de huidige kapitaalmarktrente in de VS hoger dan dat deze in Europa zal worden. De hoge rente in combinatie met de hogere waardering maakt het vooruitzicht voor de Amerikaanse markt minder positief.

Wij verwachten dat met name groeibedrijven het lastig gaan krijgen door de hoge financieringskosten. Veel groeimodellen steunen op vreemd vermogen voor snelle groei. Deze leningen zijn in veel gevallen voor bedrijven zonder kasstroom lastig te verkrijgen door striktere financieringscondities welke door kredietverstrekkers worden gehanteerd. Als er al kapitaal beschikbaar is, dan is dit veelal in de private sector tegen hoge rentelasten. Een plaatsing van nieuw uitgegeven aandelen zal volgend jaar ook onaantrekkelijk zijn. Kapitaalbeschikbaarheid zal verder afnemen en hiermee ook de interesse van beleggers, een reeks slechte beursgangen aan het eind van dit jaar ondersteunen deze verwachtingen.

Per saldo zijn we in het huidige economische klimaat niet positief over aandelen. Voorzichtigheid en betrouwbaarheid zijn sleutelwoorden de komende periode. Indien kapitaalmarktrentes weer wat dalen

en de volgende kredietcyclus is voltooid zal het toevoegen van risico weer gaan lonen. Echter, wij verwachten dat dit in het beste geval pas aan het einde van 2024 jaar zal zijn.

Obligaties aantrekkelijker door piekende rente en dalende inflatie

Het belangrijkste en meest zichtbare gevolg van de aanhoudende hoge inflatieverwachtingen zijn de hoge kapitaalmarktrentes. Obligaties genieten hierom voor 2024 de voorkeur boven aandelen, omdat deze inflatieverwachtingen reeds volledig in de koersen zijn verdisconteerd en centrale banken beleidsrentes naar verwachting langer op het huidige (hoge) niveau houden. De reële rente, het verschil tussen de verkregen rente en inflatie, zal hiermee nog wat toenemen de komende periode door de langzaam verder afnemende inflatie.

Wij verwachten dat de centrale banken lang zullen wachten met het besluit tot een eerste beleidsrenteverlaging. De centrale banken hebben het primaire doel om de inflatie structureel onder de 2% op jaarbasis te krijgen en houden. Een te snelle renteverlaging waarbij de inflatie

Figuur 6: Ontwikkeling Equity Risk Premium



Bron: Robeco (Refinitiv Datastream)

weer terugkeert zullen zij ten alle tijden willen voorkomen. De eerste daling zal dan ook te laat komen. Wij verwachten de eerst rentestap van de Amerikaanse centrale bank ik Q3 van 2024 waarop de ECB een kwartaal later zal volgen.

Qua positionering heeft veiligheid de voorkeur boven opportunisme. De couponvergoeding voor het risico van 'high yield' obligaties houdt in onze optiek te weinig rekening met een (aankomende) stijging van het aantal faillissementen. De herpositionering van de markt van deze stijging zal zorgen voor koersverliezen voor bezitters van dit schuld papier maar ook aantrekkelijke instapmomenten voor de geduldige belegger. Verder kijkend dan 2024 vormen deze categorieën wél een interessante optie om rendement toe te voegen aan de portefeuille, maar 2024 zal te vroeg komen. Hierom zijn bedrijfsobligaties onderwogen binnen onze asset allocatie.

In Europa zal op het gebied van staatsobligaties het verschil in rentepercentages oplopen tussen landen. Beleggers zoeken naar veiligheid waardoor ze de meest kredietwaardige landen zullen selecteren in tijden van onzekerheid. Een mogelijk probleem in dit verband is de financiële situatie van Italië. Italië is al sinds de oprichting van de euro niet in staat gebleken de overheidsfinanciën op orde te brengen door de zwakke economische en demografische groei evenals een gebrek aan economische hervormingen. Dit zou moge-

lijk voor een tweedeling kunnen zorgen en de ECB in een spagaat kunnen duwen. Echter, vanuit de financiële crisis is gebleken dat de ECB in staat is dergelijke problemen op te lossen en een eurocrisis te voorkomen. Wij verwachten dan ook niet dat dit nu wel zal gebeuren. Gegeven de kredietwaardigheid van staatsobligaties en de verwachte dalingen in kapitaalmarktrentes zijn wij relatief positief over deze categorie. Met name ook in de VS waar de kapitaalmarktrentes nog hoger zijn dan in Europa en er dus ook meer ruimte is voor aankomende verlagingen welke een positief effect zullen hebben op de koersen van obligaties.

Concluderend, verwachten wij dat staatsobligaties van ontwikkelde landen komend jaar sterker voor de dag zullen komen. Dit is de reden dat wij deze categorie een overweging geven binnen onze strategische mix.

In opkomende markten zijn er teveel uiteenlopende onzekerheden om van schuld papier in het algemeen een aantrekkelijke belegging te maken. Centrale banken zijn hier vroeg begonnen met het verhogen van de beleidsrentes om een kapitaalvlucht te voorkomen. Nu naar verwachting de beleidsrentes in ontwikkelde economieën hoog zullen blijven komend jaar kunnen deze landen niet beginnen met het verlagen van de beleidsrente om de economie te stimuleren. Dit zou de wisselkoers onder druk kunnen zetten en alsnog een kapitaalvlucht

“ *In Europa zal op het gebied van staatsobligaties het verschil in rentepercentages oplopen tussen landen.* ”

aanmoedigen. Ook hebben nabij China gelegen landen een grote afhankelijkheid tot de Chinese economie. Met de verslechtering van de economische condities aldaar kan dit nabijgelegen economieën mee het gat in trekken.

Exit mogelijkheden Private Equity lopen terug

Wat betreft het realiseren van exits, oftewel de verkoop van portefeuillebedrijven, zijn private equity huizen in 2023 geconfronteerd met een dieptepunt in de afgelopen 10 jaar. De hoge kapitaalmarktrentes en geopolitieke spanningen zorgen ervoor dat het moeilijker is bedrijven te verkopen voor de prijs waartegen ze gewaardeerd zijn. Daarbij zijn ook IPO's (beursgangen) een stuk minder aantrekkelijk gezien de benarde huidige situatie en de mindere vooruitzichten voor groei-aandelen. Private Equity fondsen met een

focus op “buyout” kiezen steeds vaker voor onconventionele methoden om toch distributies te kunnen realiseren. Voorbeelden hiervan zijn ‘private stock sales’ en ‘continuation funds’ (vervolgfondsen). Verder zorgen de hoge kapitaalmarktrentes ervoor dat ook het ophalen van financiering steeds moeilijker is geworden. Investerders zijn minder scheutig met het toezeggen van commitments.

Het blijft de vraag of de huidige waarderingen gerealiseerd kunnen worden door private equity huizen. Wij zijn daarom iets voorzigtiger geworden over de toekomst van Private Equity. Wat betreft nieuwe investeringen bieden de huidige marktomstandigheden veel kansen, maar de slechte economie en hoge financieringskosten voor jonge bedrijven zorgen voor nog grotere uitdagingen op dit moment. Gelijk aan de andere categorieën is hier dus voorzichtigheid geboden in 2024 en geven wij de categorie een neutrale weging.

Figuur 7: Marktpositionering

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

Bron: Commenda

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