

Markupdate

December 2023

December 2023: Een onverwacht goed jaar voor beleggers

Voor beleggers is 2023 uiteindelijk een onverwacht goed jaar geworden. Vrijwel alle beleggingscategorieën zijn uiteindelijk in de plus geëindigd, met als koploper Amerikaanse aandelen die een rendement van ruim 22% lieten zien (in euro's). Europese aandelen zijn op de tweede plaats geëindigd, met een rendement van bijna 16%, ondanks de aanhoudende oorlog in Oekraïne en zwakke economische groei. Opkomende markten deden het minder goed, met 'slechts' een rendement van 6,5%. Staats- en bedrijfsobligaties deden het beter met rendementen van respectievelijk 7% en 8%. Verder was de Amerikaanse dollar een 'verliezer' in 2023: die deprecieerde met 3% ten opzichte van de euro.

De rally is vooral iets van het laatste kwartaal van 2023, en komt voor een groot deel door de verwachting van beleggers dat inflatie in 2024 verder gaat afnemen zonder dat er diepe recessies komen en dat centrale banken snel hun beleidsrentes gaan verlagen.

Die verwachting van dalende rentes is ook waarom obligaties het relatief goed hebben gedaan in 2023. Het is ook de reden dat beursgenoteerd vastgoed het in 2023 goed heeft gedaan. Naast de verwachting van lagere rentes heeft deze categorie ook geprofiteerd van een relatief aantrekkelijke waardering, aangezien het in 2022 een rendement van -40% had.



Dat verklaart deels waarom beursgenoteerd vastgoed de best presterende categorie is geweest in het laatste kwartaal van vorig jaar, met een rendement van bijna 26%.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	december	Q4	2023	12 mnd
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	3,6%	6,8%	7,1%	7,1%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	2,7%	5,1%	8,2%	8,2%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	2,9%	5,8%	12,1%	12,1%
FTSE/EPRA Europe Onroerend Goed	10,5%	25,5%	12,6%	12,6%
MSCI Europe Aandelen	3,7%	10,4%	15,8%	15,8%
MSCI North America Aandelen	3,3%	9,8%	22,2%	22,2%
MSCI Asia Pacific Aandelen	3,1%	8,0%	8,1%	8,1%
MSCI World Developed Markets Aandelen	3,4%	9,7%	18,1%	18,1%
MSCI Emerging Markets Aandelen	2,5%	7,5%	6,5%	6,5%
EUR/USD	1,4%	4,4%	3,1%	3,1%

Bron: Bloomberg

Minder economische groei dan vorig jaar, voor de meeste regio's

Met een groei van rond 3% is 2023 voor de wereldeconomie iets beter verlopen dan een jaar geleden werd gedacht. Dit is vooral te danken aan de Amerikaanse economie, die in ieder geval tot en met het derde kwartaal aanzienlijk beter presteerde dan verwacht. In de VS bleven de consumentenbestedingen op een hoog peil, mede dankzij de 'corona-spaargelden' en de historisch lage werkloosheid. Daarnaast zorgden de hoge overheidsbestedingen, mede in het kader van de 'Inflation Reduction Act' voor een extra groei-impuls.

De economie van de eurozone daarentegen balanceerde het hele jaar op het randje van een recessie. Europa bleef hinder ondervinden van de kwakkelende industrie (vooral ongunstig voor bijv. Duitsland), de tegenvallende wereldhandel (vooral ongunstig voor bijv. Nederland) en de oorlog in Oekraïne. Ook de Chinese economie beleefde een moeizaam jaar. Vooral de wankelende vastgoedsector bleef de economie onder druk zetten. Voor de wereldeconomie als geheel lijkt 2024 niet heel anders te zullen verlopen dan afgelopen jaar, met opnieuw een verwachte groei van rond 3%. Op regio-niveau lopen de vooruitzichten wel uiteen.

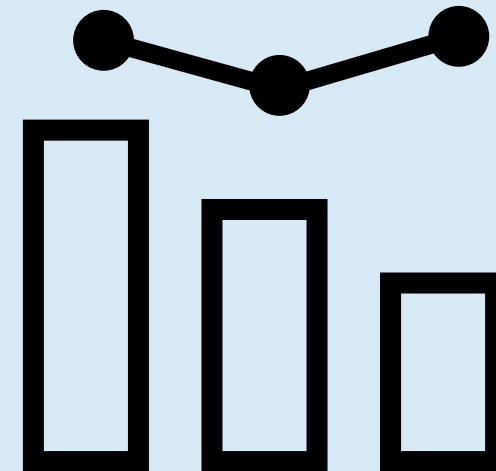
Dit is mede toe te schrijven aan verschillende rentevoorzichten. De gevolgen van het relatief steile rentepad dat de VS de afgelopen jaren heeft afgelegd (tot een huidige basisrente van 5,25%) zullen naar verwachting in 2024 pas goed merkbaar worden. Daarnaast kunnen ook het opraken van 'corona-spaargelden' en de beperkte ruimte voor extra overheidsbestedingen de groei van de Amerikaanse economie belemmeren.

Voor Europa zijn de groeivoorzichten ook niet bijzonder goed, maar na de stagnatie van 2022 en 2023 is er wel ruimte voor enig groeiherstel.

In China lijken de autoriteiten voornemens de huidige groeidoelstelling van 5% te handhaven, maar valt ook niet uit te sluiten dat ze genoeg zullen nemen met een lagere (en wellicht meer realistische) groei van rond 4,5%.

Iets betere vooruitzichten voor opkomende landen

Voor andere opkomende economieën zijn de vooruitzichten vanuit een macro-perspectief relatief gunstig, mede omdat die veelal al eerder rentes hebben verhoogd dan in de meeste ontwikkelde economieën en nu ook eerder rentes weer kunnen verlagen en/of al verlaagd hebben. Zo zijn de centrale banken van Brazilië en Chile al medio 2023 begonnen met het verlagen van hun beleidsrentes. Daarnaast zal de recente zwakte van de Amerikaanse dollar, als die doorzet in 2024, gunstig zijn voor opkomende markten met schulden in buitenlandse valuta. Echter, er zijn ook nogal wat risico's voor economische groei. Zo heeft de zwakke groei van China een relatief sterke invloed op Aziatische landen zoals Taiwan, Thailand, Zuid Korea en Vietnam en zijn er dit jaar relatief veel verkiezingen in opkomende markten (in o.a. India, Zuid Afrika en Mexico) die voor onzekerheid zorgen. Ten slotte zijn er enorme verschillen tussen opkomende markten wat betreft hun economische situatie. In China bijvoorbeeld is er sprake van deflatie, terwijl Turkije en Argentinië nog steeds kampen met hyperinflatie, dat vergroot de onzekerheid rondom beleidsrentes.



Geopolitieke risico's blijven bepalend

Afgezien van de onzekere rente-vooruitzichten, zullen ook geopolitieke risico's sterk bepalend blijven voor de ontwikkeling van de wereldeconomie in 2024. De invloed van de oorlog in Oekraïne was al eerder duidelijk, onder andere via de sterke stijging van voedsel- en energieprijzen, maar in het laatste kwartaal van 2023 is daar een tweede oorlog bijgekomen, tussen Israël en Hamas. De directe invloed van deze oorlog op de wereldeconomie lijkt tot dusver beperkt, maar indirect is deze wel merkbaar, bijvoorbeeld via de aanvallen van door Iran gesteunde Houthi-rebellen uit Jemen op de scheepvaart in de Rode Zee. De Rode Zee vormt onderdeel van een voor de wereldhandel essentiële verbindingroute tussen China en andere Aziatische landen enerzijds en Europa en de VS anderzijds. Verstoring van deze route heeft een directe impact op de wereldhandel, en daarmee op de wereldeconomie, zoals in 2021 al bleek toen containerschip Ever Given wekenlang het Suez-kanaal blokkeerde.

Naast de invloed van oorlogen en mogelijke nieuwe militaire conflicten, kunnen ook (zoals eerder genoemd) verkiezingen in veel landen komend jaar tot verhoogde geopolitieke onzekerheid leiden. Daarbij kan de verschuiving van het politieke midden richting meer radicale partijen, zoals die recent onder andere bij de parlementsverkiezingen in Nederland en de presidentsverkiezingen in Argentinië (om twee uiteenlopende voorbeelden te noemen) zichtbaar was, zich mogelijk breder manifesteren. De meeste aandacht zal daarbij ongetwijfeld uitgaan naar de Amerikaanse presidentsverkiezingen in november 2024. Tenslotte kan ook de invloed van klimaatverandering in toenemende mate concrete gevolgen hebben voor de wereldeconomie. Een recent voorbeeld daarvan is de droogte in Panama, die de doorgang van het Panama-kanaal belemmert en daarmee een extra hindernis vormt voor de wereldhandel.

Inflatie daalde snel vorig jaar, maar zou komend jaar minder snel kunnen dalen

Waar de ontwikkeling van de wereldeconomie in 2023 niet onverdeeld gunstig was, was er van het inflatiefront wel overwegend goed nieuws te melden. De 'inflatiegolf' van 2022, die in de recente geschiedenis alleen een gelijke had in de 'stagflatie' van eind jaren '70 en begin jaren '80 van de vorige eeuw, is in de loop van 2023 grotendeels verdwenen. Waar de 'headline' inflatie in de eurozone richting eind 2022 nog boven 10% uitkwam, is deze een jaar later gedaald naar 2,4% jaar-op-jaar. Voor de VS geldt een vergelijkbaar, maar iets minder extreem verhaal: daar is de inflatie afgenomen van 9% jaar-op-jaar in juni 2022 naar 3,1% nu. Ondertussen is China zelfs weer weggezakt in deflatie, met een inflatie van -0,5% jaar-op-jaar in november 2023.

Voor de komende tijd lijkt het meest aannemelijke scenario dat de inflatiedruk geleidelijk verder zal afnemen, richting de 2%-inflatiedoelstellingen van centrale banken in de eurozone en de VS. Op korte termijn kunnen basiseffecten daarbij wel voor een wat volatiel beeld zorgen. Daarnaast blijft het risico bestaan dat de prijsdruk weer toeneemt wanneer bijvoorbeeld de wereldhandel verstoord zou raken door klimaat gerelateerde of geopolitieke ontwikkelingen.

Belangrijker is echter de vraag hoe lonen zich zullen ontwikkelen. Tot voor kort bleef de loonontwikkeling in Europa en de VS achter bij de prijsontwikkeling, maar daar is inmiddels verandering in gekomen. Gemiddelde uurlonen stijgen nu harder dan prijzen, al is van een 'loon-prijsspiraal' nog lang geen sprake. Voor veel werknemers is er per saldo nog altijd sprake van koopkrachtverlies ten opzichte van de periode voor de 'inflatiegolf' van 2022. De loonontwikkeling is wel een belangrijke verklaring voor het feit dat de 'kerninflatie' (dat wil zeggen inflatie exclusief volatiele voedings- en energieprijzen) hoger blijft dan de 'headline' inflatie: respectievelijk 3,6% jaar-op-jaar in de eurozone en 4% in de VS. Hoe langer de werkloosheid zo laag blijft als nu (6,5% in de eurozone en 3,7% in de VS), hoe groter de kans dat loonstijgingen een verdere daling van de inflatie in de weg zal staan.

Rentemarkten rekenen op verdere verlaging van beleidsrentes

De snel afnemende inflatiedruk is ook aan rentemarkten niet ongemerkt voorbij gegaan. Waar tot voor kort het devies nog leek 'higher for longer', zijn rentemarkten er in de loop van het vierde kwartaal steeds meer op gaan voorsorteren dat centrale banken niet alleen klaar zijn met renteverhogingen, maar ook alweer snel hun basisrentes zullen verlagen. Aan het begin van het vierde kwartaal van 2023 gingen rentemarkten er nog vanuit dat zowel de Fed als de ECB op zijn vroegst in de zomer van 2024 zouden beginnen rentes te verlagen, maar dit is in snel tempo opgeschoven naar de verwachting dat zowel in de eurozone als de VS een eerste renteverlaging mogelijk al in maart 2024 komt. Bovendien is de verwachting nu dat zowel de Fed als de ECB daarna tot eind 2024 zo'n zes renteverlagingen op rij zullen doorvoeren. Daarmee zou de basisrente in de eurozone eind 2024 uitkomen rond 2,25-2,5% (nu 4%) en in de VS rond 3,75% (nu 5,25%).

De vraag is wel of rentemarkten daarmee nu niet al te hard van stapel lopen. Weliswaar deed Fed-voorzitter Jerome Powell in december 2023 weinig moeite om de rentemarkt op een ander idee te brengen, maar in de eigen voorspellingen houdt de Fed eerder rekening met drie renteverlagingen in 2024 dan met zes. ECB-voorzitter Christine Lagarde maakte duidelijk dat renteverhogingen niet heel waarschijnlijk meer lijken, maar ook dat de ECB voorlopig nog niet aan renteverlagingen toe is. Met de op korte termijn nog onzekere inflatie-vooruitzichten, lijken renteverlagingen vanaf maart aan de vroege kant, tenzij in de tussentijd economische tegenslag (bijvoorbeeld een onverwacht zware recessie in de VS) die nodig zouden maken.

Rentes lijken (te?) ver naar beneden doorgeschoten en/of aandelen (te?) ver naar boven

De verwachting dat 2024 eerder een jaar zal worden van renteverlagingen door centrale banken dan van hoog blijvende rentes, lijkt ons terecht. De vraag is wel of financiële markten na de recente bewegingen niet in een 'overdrijvingsfase' zijn aanbeland. De hoeveelheid en het tempo van renteverlagingen dat nu wordt ingeprijsd, lijkt vooral aannemelijk in een scenario waarin niet alleen de inflatiedruk in snel tempo verder blijft afnemen, maar ook de groeivoorzichten sterk onder druk komen te staan. In een dergelijk scenario zijn de huidige renteniveaus wellicht wel passend, maar lijken aandelenkoersen (te?) ver naar boven doorgeschoten. In het economische scenario dat ons het meest waarschijnlijk lijkt, dat van geleidelijk afnemende inflatiedruk in combinatie met gematigde groeivoorzichten, lijken aandelen minder overgewaardeerd, maar zijn eerder rentes te ver naar beneden doorgeschoten.

Uitgaande van dit scenario zien wij lange rentes eerder stijgen vanaf de huidige niveaus dan verder dalen, wat nadelig is voor zowel staats- als bedrijfsobligaties. Voor aandelen zijn de vooruitzichten in dit scenario gemengd, maar zien wij nog wel enige ruimte voor verder koersherstel van beursgenoteerd vastgoed, dat weliswaar in de laatste twee maanden van 2023 zo'n 25% is gestegen, maar ten opzichte van twee jaar geleden nog altijd ca. 30% lager staat. De relatieve aantrekkelijkheid van cash zal afnemen naarmate centrale banken rentes gaan verlagen, maar dat is vooralsnog niet het geval. Met een huidige ECB-basisrente van 4% is het risicovrije rendement nog altijd hoog in historisch perspectief.



Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. vermogensbeheer is een beheerder van Beleggingsfondsen en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft. Het is a.s.r. vermogensbeheer toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen: het beheren van een individueel vermogen, het verstrekken van beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten. a.s.r. vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van dit document is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van dit document, waaronder eventuele berekende waarden en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in dit document is eigendom van a.s.r. vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk. Dit document is niet bedoeld als beleggingsadvies, aangezien geen rekening wordt gehouden met de persoonlijke situatie van de klant en de presentatie ook niet is gericht op een individuele klant. De in/via dit document verstrekte informatie is bovendien geen aanbod of enigerlei financiële dienst.

De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r. vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde a.s.r. vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via www.asrvermogensbeheer.nl, waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd. De producten van a.s.r. vermogensbeheer zijn alleen bedoeld voor professionele beleggers.

A.S.R.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht

57552_0124