

Perspectives

Analyse van de financiële markten

Macro-economisch klimaat

3

- Hoewel de Amerikaanse economie in 2023 erg goed standhield, blijft een recessie in 2024 tot de mogelijkheden behoren.
- Buiten de Verenigde Staten ligt de economie op apegapen: de eurozone flirt met een recessie en China kampt met deflatie.
- In het licht van de afkoelende inflatie heeft de Amerikaanse Federal Reserve al aangekondigd zijn richtrente in 2024 te willen afbouwen, hoewel de arbeidsmarkt geen wezenlijke tekenen van achteruitgang vertoont.

Financiële markten

9

- De concentratie op de grote beursindexen pleit voor actief beheer.
- Het lijkt erop dat de Japanse markt onwrikbaar omhoog gaat.
- De terugkeer van de centrale banken naar expansiever monetaire beleid zou positief moeten uitdraaien voor goud.

Bezoek ook onze website

www.bli.lu

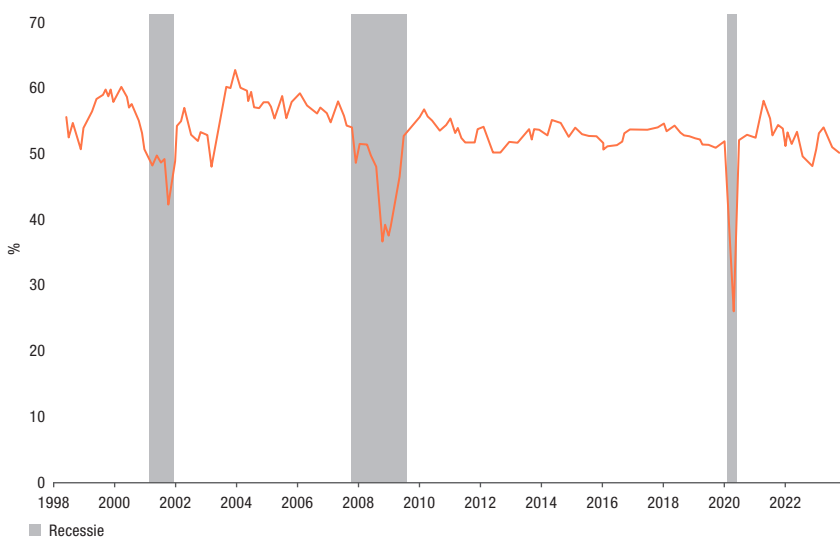
Een publicatie van

BLI - Banque de Luxembourg Investments



Macro-economisch klimaat

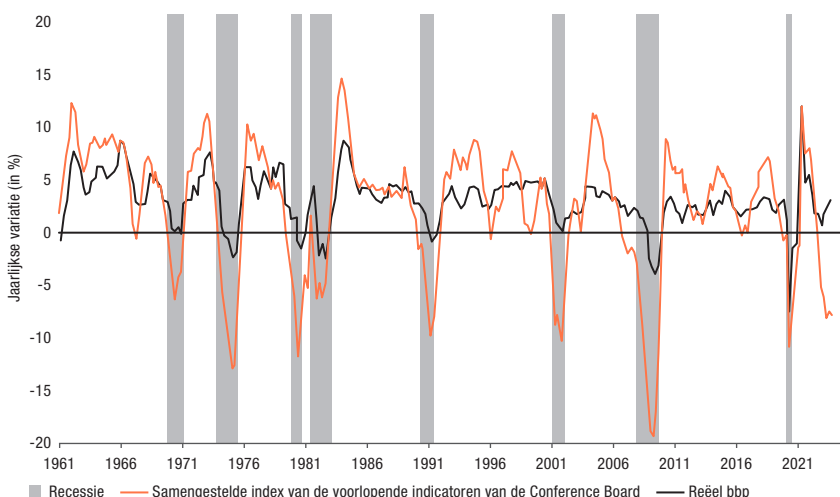
WERELDWIJDE SAMENGESTELDE PMI



Bron: Evercore ISI

De economische activiteit blijft wereldwijd sporen van vertraging vertonen. De grote uitzondering blijft de Verenigde Staten, waar nog steeds een relatief robuuste bbp-groei wordt neergezet. Zo schatten de analisten dat het Amerikaanse bbp in 2023 met 2,4% toenam, wat zelfs een versnelling is ten opzichte van de 1,9% die in 2022 werd opgetekend. In de eurozone viel de bbp-groei in 2023 evenwel terug naar 0,5%, tegenover 3,4% in het vorige jaar. Het Chinese groeitempo wordt voor 2023 op 5,2% geraamd, een aanzienlijke stijging ten opzichte van de 3,0% in 2022, maar dat is geen waarheidsgetrouwe weergave van de economische situatie. Door de sluiting van de economie tijdens de pandemie valt het basiseffect van het voorgaande jaar erg gunstig uit. Een echte hervatting van de activiteit na de heropening van de economie begin 2023 laat nog steeds op zich wachten, doordat de moeilijkheden in de belangrijke bouwsector zwaar blijven wegen op het algemene economische verhaal in het land. Globaal gezien, is de wereldeconomie broos. Dat geldt des te meer omdat we de monetaire verkrapping van de centrale banken pas in het eerste semester van 2024 echt zullen voelen.

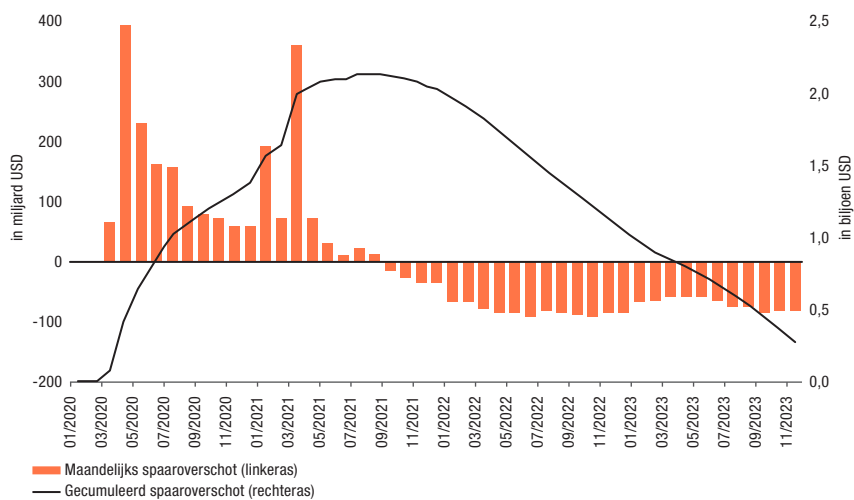
VOORLOPENDE INDICATOREN EN BBP-GROEI IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Conference Board, William Blair Equity Research

Hoewel het recessiescenario een jaar geleden de consensus was onder de analisten, wordt er thans vooral uitgegaan van een zachte landing van de Amerikaanse economie. Die ommezwaai is te danken aan de gunstige ontwikkeling van de economische activiteit in 2023, die voorsnog de betrouwbare voorlopende indicatoren tart die elke recessie na de oorlog correct voorspelden. Toch betekenen het gebrek aan een afname van de activiteit ondanks de omgekeerde rentecurve, de terugval van de samengestelde index van de voorlopende indicatoren van de Conference Board en de verkrapping van de kredietvoorwaarden door de commerciële banken niet dat een recessie in 2024 uitgesloten is. In het verleden volgde de recessie gemiddeld 22 maanden nadat de Federal Reserve de rentevoeten begon op te trekken. Aangezien de rente voor het eerst werd opgetrokken in maart 2022, leren de cycli uit het verleden ons dat de grootste impact te verwachten is in het eerste semester van 2024. En zoals de beroemde schrijver Mark Twain ooit zei: de geschiedenis herhaalt zich niet, maar ze rijmt wel vaak. Het lijkt met andere woorden een stuk waarschijnlijker dat de recessie een lichte vertraging heeft opgelopen, dan dat de economische activiteit helemaal niet zal krimpen na een van de grootste monetaire verkrappingen in de geschiedenis van de Federal Reserve.

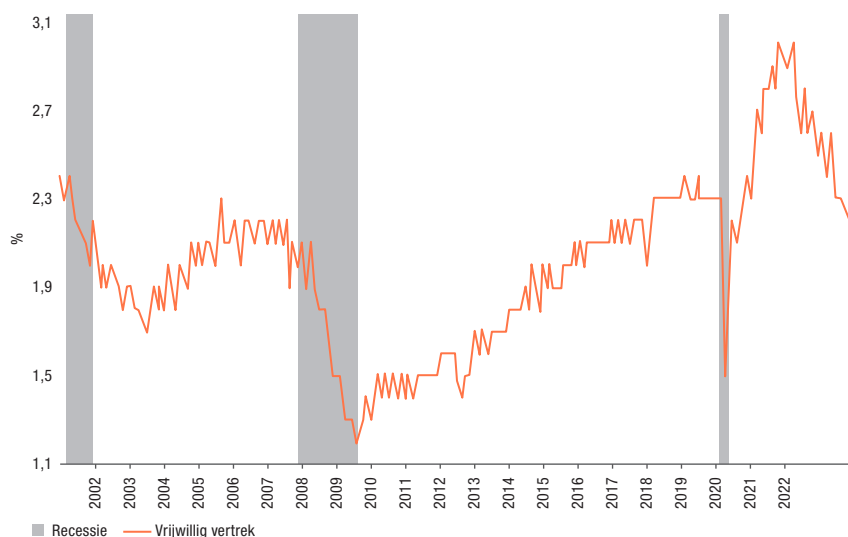
SPAAROVERSCHOTTEN IN DE VERENIGDE STATEN SINDS HET BEGIN VAN DE PANDEMIE IN 2020



Bron: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of San Francisco, Jefferies

De opmerkelijke veerkracht van de Amerikaanse economie resulteert hoofdzakelijk uit het wezenlijke gezinsverbruik en de hoge overheidsuitgaven. Het is geen nieuw fenomeen dat de gezinnen stevig blijven consumeren. Zelfs tijdens de meeste naoorlogse recessies liep het gezinsverbruik gewoonlijk niet terug, doordat diensten en niet-duurzame goederen weinig cyclisch zijn. De bankencrisis van 2008 was meer uitzondering dan regel, aangezien de crash van de vastgoedprijzen een wezenlijke impact had op de koopkracht van de gezinnen. Bij de huidige cyclus profiteert de binnenlandse consumptie onder meer van de overtollige financiële reserves die werden opgebouwd tijdens de pandemie, die de koopkrachtdaling naar aanleiding van de gestegen inflatie grotendeels compenseren. Bovendien zagen we ook nooit de bijkomende steun van zo'n hoog begrotingstekort in combinatie met zo'n laag werkloosheidscijfer. Die twee schragende factoren zouden de komende maanden evenwel stapsgewijs kunnen slinken. De koopkracht van de gezinnen zal worden aangetast door de geleidelijke uitputting van de overtollige reserves, en de implementatie van nieuwe fiscale maatregelen kan complex blijken, aangezien zowel de democraten als de republikeinen in de aanloop naar de verkiezingen van november weinig zin hebben om compromissen te sluiten.

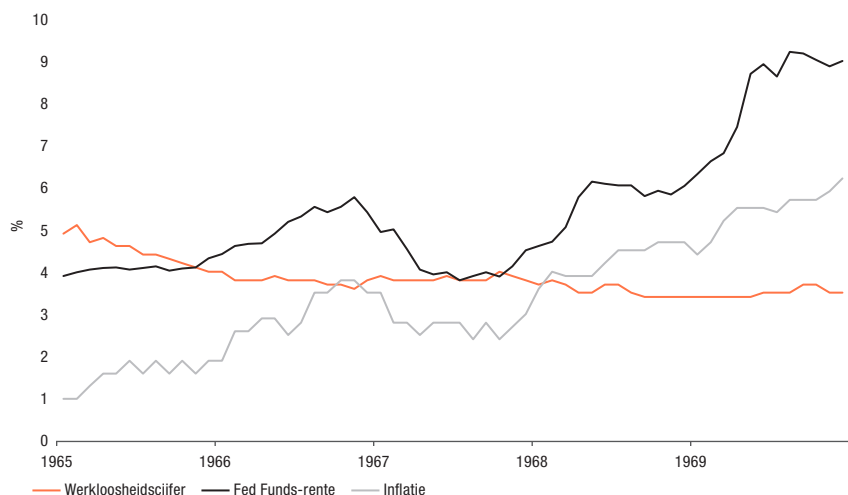
ONTSLAGCIJFERS IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Bureau of Labor Statistics, Evercore ISI

Tot dusver zagen we geen wezenlijke verslechtering van de arbeidsmarkt, die gewoonlijk de aanvang van een recessie aankondigt. Toch zien we steeds meer tekenen van zwakte, die vaak de voorbode zijn van een sterkere achteruitgang. Zo suggereren het teruglopende aantal vacatures, gevallen van vrijwillig vertrek en interimposities dat er een einde is gekomen aan het onevenwicht tussen vraag en aanbod dat de arbeidsmarkt heeft getekend sinds het einde van de herleving na de pandemie. De voorbije zes maanden werden er voornamelijk posities gecreëerd in de publieke sector, de gezondheidszorg en de sociale bijstand, terwijl de aanwervingen in de privésector sterk terugliepen. Tot nog toe hebben de ondernemingen nog niet op grote schaal werknemers ontslagen, aangezien ze net zoals de gezinnen beschikken over ruime financiële reserves, die werden opgebouwd tijdens de pandemie. Toch zullen de bedrijven onder invloed van de afnemende groei van de verkoopcijfers en de nog steeds wezenlijke loonsverhogingen binnenkort vermoedelijk de traditionele reflex ervaren om te gaan snoeien in de personeelskosten en de investeringsuitgaven om de winstmarges en de kasstromen te beschermen.

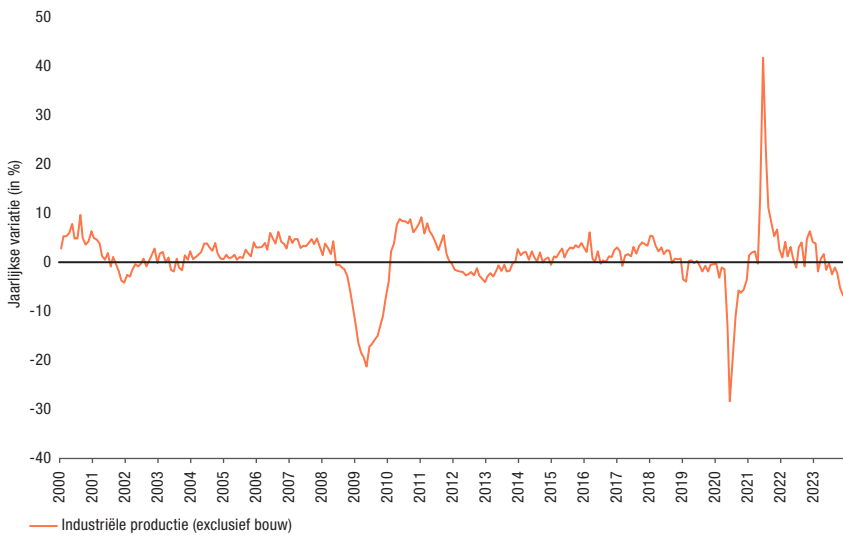
RENTEVOETEN, WERKLOOSHEID EN INFLATIE IN DE VERENIGDE STATEN VAN 1965 TOT 1970



Bron: Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Bank of New York, Bloomberg

Onze beste kans om een economische krimp te vermijden, is een vroegtijdige monetaire versoepeling door de Federal Reserve, waarbij die haar richtrente laat dalen voordat de arbeidsmarkt wezenlijk verslechtert. In dat opzicht is de huidige situatie vergelijkbaar met die van 1967, toen de Federal Reserve haar beleidsrente verlaagde na een omkering van de rentecurve, voordat het werkloosheidscijfer begon te klimmen. Het positieve gevolg van die strategie was dat de activiteit weer begon toe te nemen, vooraleer er ontslagen vielen, waardoor een recessie werd vermeden ondanks de omkering van de rentecurve: een unicum in de naoorlogse periode. Het nadeel was dan weer dat de prijzen snel opnieuw stegen, wat de basis heeft gelegd voor de buitensporige inflatie in het daaropvolgende decennium. Vandaag staan de monetaire overheden voor een gelijkaardig dilemma. Een voorbarige daling van de rentevoeten zou een recessie kunnen vermijden, maar zo'n strategie zal vermoedelijk ook een snelle terugkeer van de inflatie in de hand werken, waardoor bij de volgende monetaireverkrappingscyclus een nog ingrijpendere renteverhoging nodig zou zijn.

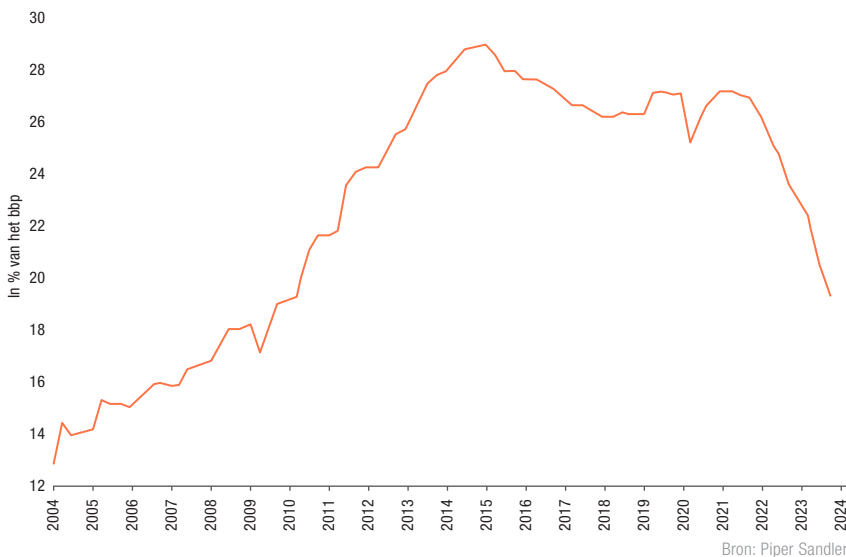
INDUSTRIËLE PRODUCTIE IN DE EUROZONE



Bron: Eurostat, Bloomberg

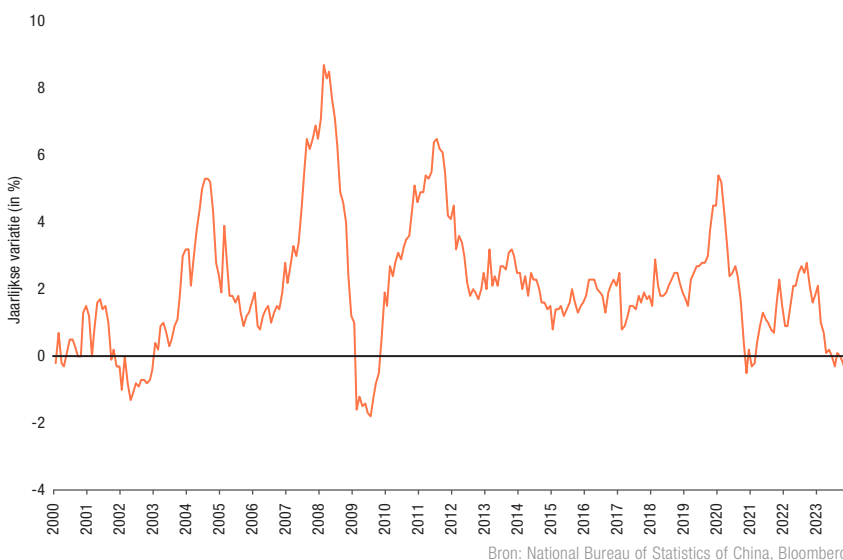
De Europese economische activiteit staat er een stuk minder goed voor dan de Amerikaanse. De duurdere energie en de beperktere fiscale steun tijdens de pandemie verklaren het verschil in groei tussen de twee regio's. De industriële productie loopt al enkele maanden terug, en ook de herleving van de dienstensector na de pandemie begint stoom te verliezen. Als het bbp van de eurozone na de daling met 0,1% in het derde kwartaal opnieuw zou zijn gekrompen in het vierde, zou de regio beantwoorden aan het technische criterium van twee opeenvolgende kwartalen met dalende activiteit dat gewoonlijk wordt aangehouden om over een recessie te spreken. Momenteel is het moeilijk in te beelden welke factoren een nieuwe economische dynamiek zouden kunnen inleiden op het oude continent. De limiet op de overheidsschulden die is opgenomen in de grondwet, beperkt de bewegingsvrijheid van de Duitse regering, die zelfs nog geen budget voor 2024 heeft opgemaakt. In Frankrijk worden de groeiverwachtingen voortdurend neerwaarts bijgesteld doordat de bedrijfsinvesteringen en het gezinsverbruik afnemen. We moeten hopen op een snelle daling van de inflatie, waardoor de koopkracht van de gezinnen wordt hersteld en de groei vanaf ten laatste 2025 weer zou kunnen aantrekken.

VASTGOEDINVESTERINGEN IN CHINA



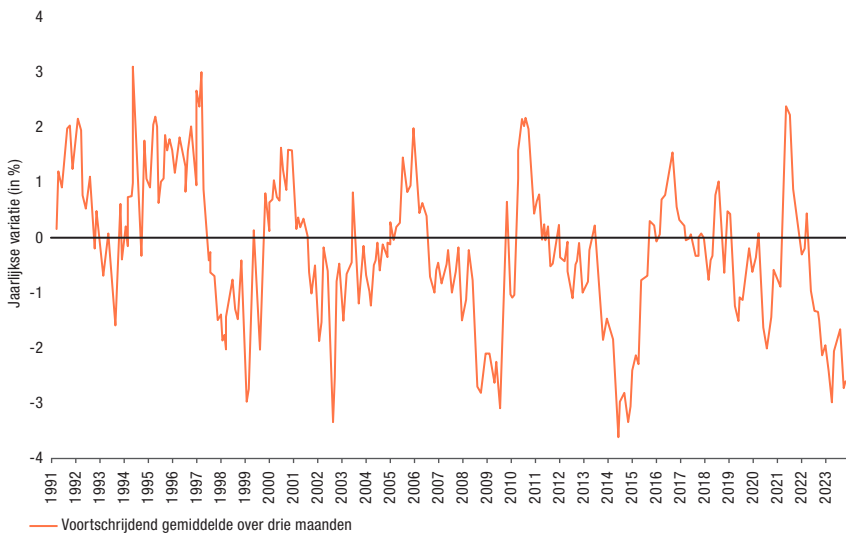
Hoewel China de bbp-groeidoelstelling van 5% voor 2023 lichtjes overschreden lijkt te hebben, blijft de economische situatie in het land complex. Sinds de heropening van de economie begin vorig jaar is de Chinese overheid er niet echt in geslaagd een dynamische economie te bewerkstelligen. De voornaamste bekommernis blijft de staat van de vastgoedsector, die een te belangrijke plek was gaan innemen in de economie. Dat is ook waarom de regering de voorbije jaren verscheidene maatregelen heeft getroffen om de groei van de sector af te remmen, waaronder met name de beperking van de mate waarin vastgoedpromotoren schulden konden aangaan. Het mantra 'huizen dienen om in te wonen, niet om mee te speculeren', dat we voor het eerst hoorden uit de mond van president Xi Jinping in 2016, is het symbool geworden van de strijd tegen buitensporige bouwdrang. Nu, acht jaar later, heeft de vastgoedsector het moeilijk om weer uit de startblokken te schieten. Tal van grote promotoren staan op het randje van een faillissement, de lokale overheden krijgen hun terreinen amper verkocht, wat nefast is voor hun inkomsten, en de bevolking heeft haar twijfels over het opbrengspotentieel van een vastgoedinvestering. Als Peking geen ingrijpendere maatregelen neemt, zal de sanering van de vastgoedsector eerder jaren duren dan maanden.

INFLATIE IN CHINA



Op korte termijn zou China geneigd kunnen zijn de groei een duwtje in de rug te geven door de exportcijfers op te drijven. Hoewel de binnenlandse vraag niet op instorten lijkt te staan, liggen de genormaliseerde verkoopcijfers in de kleinhandel nog steeds een stuk lager dan de industriële productie. Er wordt dus meer gefabriceerd dan nodig is voor de binnenlandse consumptiebehoeften. Die verstoorde balans tussen vraag en aanbod zet de prijzen onder druk, zeker nu de inflatie de voorbije drie periodes negatief was. De Verenigde Staten en Europa zullen evenwel niet aanvaarden dat de Chinese concurrentie een bedreiging gaat vormen voor de lokale producenten, en al helemaal niet op een moment dat de westerse landen hun productieketens trachten veilig te stellen en minder afhankelijk proberen te worden van de grootste fabrikant ter wereld. Zowel op middellange als op lange termijn zal China zijn model voor economische groei moeten bijsturen. De structurele problemen in de vastgoedsector, de terugval van het geboortecijfer die wijst op een stabiele of zelfs negatieve bevolkingsgroei en de geopolitieke spanningen die het exportpotentieel schaden, zouden ertoe moeten leiden dat de Chinese economie de komende jaren consequent minder sterk zal groeien.

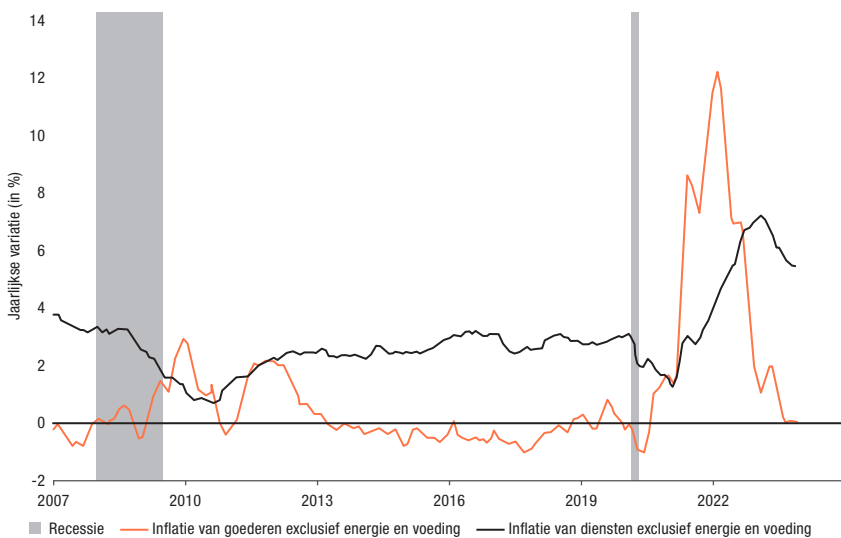
GEMIDDELD REËEL MAANDLOON IN JAPAN



Bron: Japans Ministerie van Gezondheid, Arbeid en Welzijn, Jefferies

De Japanse bbp-groei voor 2023 wordt geraamd op 2%, een versnelling tegenover de 1% van het voorgaande jaar. De economische activiteit had met name baat bij de gunstige ontwikkeling van de bedrijfsinvesteringen en de kracht van de exportsector, die werd geschaagd door de waardevermindering van de yen. De keerzijde van die zwakke yen is evenwel zijn positieve impact op de inflatie en bijgevolg op de koopkracht van de gezinnen, die reëel gezien is gedaald, in weerwil van de interessantste loononderhandelingen die Japan in meer dan dertig jaar heeft gekend. Ondanks een kerninflatie (exclusief verse voeding) van ruim 2% gedurende meer dan 20 opeenvolgende maanden heeft de Japanse centrale bank haar rentebeleid op basis van negatieve rentevoeten nog steeds niet laten varen. De recente uitlatingen van de voorzitter van de centrale bank doen vermoeden dat het monetaire beleid langzaam zal worden genormaliseerd, maar het exitplan en de timing van die actie werden nog niet toegelicht. Gezien de verslechterende groeivoorzichten op het vlak van export en bedrijfsinvesteringen na de afkoeling van de wereldwijde vraag lijkt alleen een sterk toegenomen gezinsverbruik een wezenlijke vertraging van de activiteit dit jaar in de weg te kunnen staan.

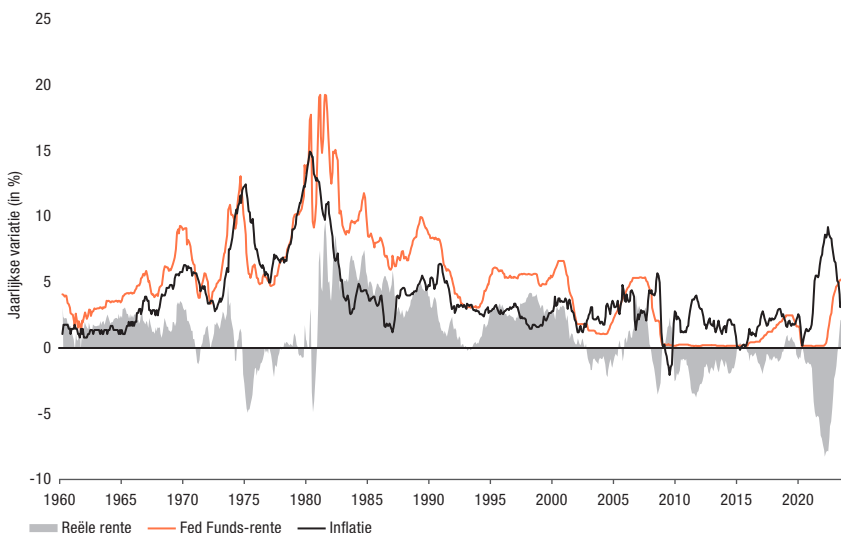
INFLATIE IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Bureau of Labor Statistics, Evercore ISI

Terwijl de algemene vertraging van de inflatie een jaar geleden al te voorspellen was, oogt de situatie nu heel wat minder duidelijk. Wat de goederen betreft, kon het niet anders dan dat het herstel van de toeleveringsketens na afloop van de pandemie en de stapsgewijze daling van de grondstofprijzen na de energiecrisis in 2022, zou leiden tot een afname van de prijsstijgingen in 2023, niet in het minst omdat de vergelijkingsbasissen intussen ongewoon hoog lagen. Toch lijkt dat desinflatieproces nu op zijn einde gekomen en kennen de goederen amper nog inflatie. In de dienstensector lijken de inflatoire spanningen hardnekkiger, gezien de rechtstreekse correlatie tussen de inflatie van de diensten en de ontwikkeling van de lonen, die de vruchten blijven plukken van de gunstige akkoorden die het voorbije jaar werden afgesloten. Dat is ook waarom eventuele aanhoudende desinflatie met name afhankelijk is van de ontwikkeling van de arbeidsmarkt. Als onze hypothese over een aanstormende recessie in de Verenigde Staten in de komende maanden wordt bewaarheid, zal de groei van het werkloosheidspercentage ertoe leiden dat de vraag naar tal van diensten zal dalen, en hun prijzen bijgevolg ook. Als de economische vertraging evenwel uitmondt in een zachte landing van de activiteit, zou de inflatie taaier kunnen blijken en hoger kunnen stranden dan de 2% die de centrale banken nastreven.

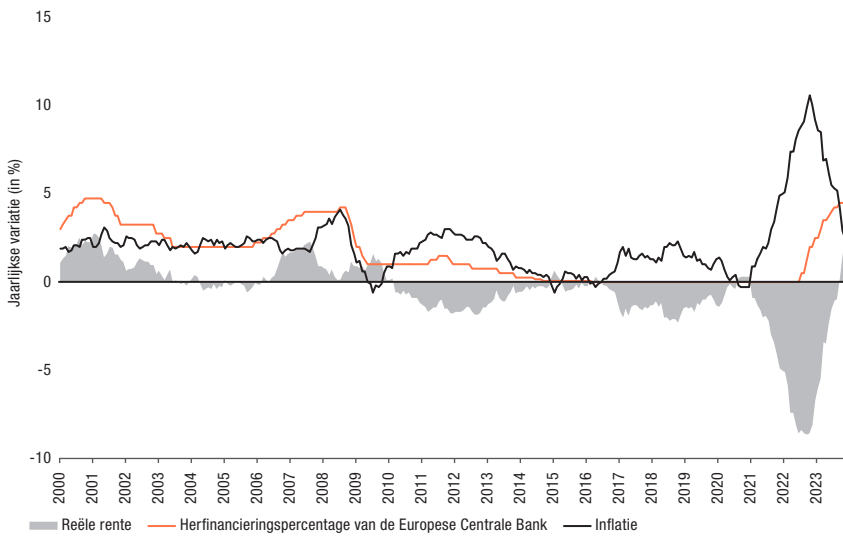
MONETAIR BELEID IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Federal Reserve Bank of New York, Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

Sinds de verhoging met 25 basispunten in juli heeft de Amerikaanse Federal Reserve haar beleidsrente niet meer bijgesteld en ligt de Fed Funds-rente tussen 5,25% en 5,50%. Bij de recentste bijeenkomst van het monetaire comité in december veranderde voorzitter Jerome Powell het geweer van schouder door voor het eerst sinds het begin van de monetaire verkrappingscampagne te laten doorschemeren dat de volgende wijziging van de beleidsrente wel eens een daling zou kunnen zijn. Die aangepaste houding was des te verrassender omdat de monetaire overheid de voorgaande weken almaar bleef herhalen dat een langduriger hogere rente de enige manier was om de inflatie naar de doelstelling van 2% te dwingen. Dat gezegd zijnde, heeft Powell de voorspellingen van de analisten wel bevestigd toen die, vanwege de geleidelijke afkoeling van de inflatie in 2023, begonnen uit te gaan van zes renteverlagingen in 2024, twee keer meer dan het monetaire comité officieel had aangekondigd. Het voornaamste risico dat gepaard gaat met een radicale monetaire versoepeling, voordat de arbeidsmarkt wezenlijk verslechtert, is dat de inflatie snel weer kan oplopen, zoals is gebeurd in 1967, met als gevolg dat er later een nog ingrijpendere monetaire verkrapping nodig is.

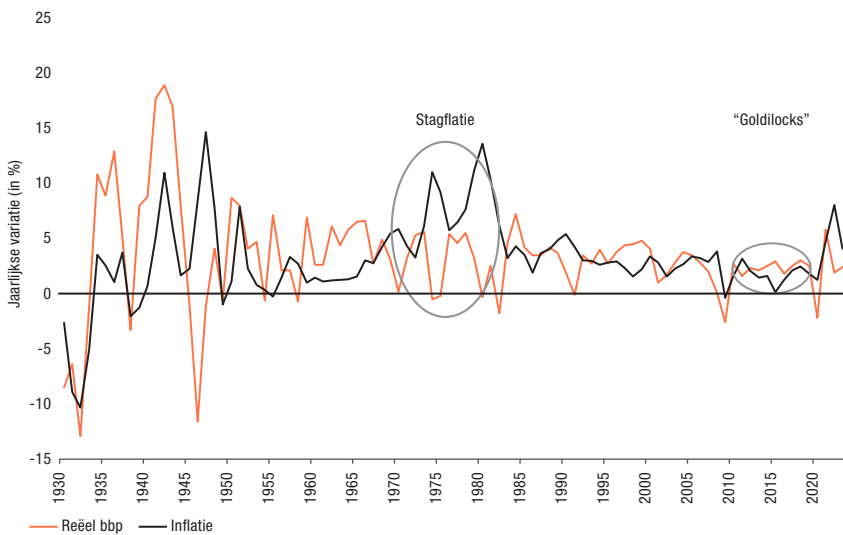
MONETAIRE BELEID IN DE EUROZONE



Bron: Europese Centrale Bank, Eurostat, Bloomberg

De Europese Centrale Bank verhoogde de richtrente voor het laatst in september. Sindsdien handhaven de Europese monetaire overheden de depositorente op 4,0% en de herfinancieringsrente op 4,5%. Ondanks de zwakkere economische groei dan in de Verenigde Staten is Christine Lagarde nog niet bereid om een wijziging van de renterichting aan te kondigen, in tegenstelling tot haar Amerikaanse tegenhanger. Een van de redenen zou kunnen zijn dat ze niet hetzelfde mandaat hebben. De ECB staat immers alleen in voor de prijsstabiliteit, terwijl de Federal Reserve ook rekening moet houden met de tewerkstellingsgraad. Een andere reden zou kunnen zijn dat ze zich in een andere fase van de economische cyclus bevinden: de ECB volgt de beslissingen van de Federal Reserve vaak met een lichte vertraging. Ondanks de onveranderde prognose van Christine Lagarde gaan de analisten ook daar uit van een daling van de beleidsrente met ongeveer 1,5% tegen december 2024, net zoals in de Verenigde Staten. Hoewel die verwachtingen sterk afwijken van de officiële boodschap, hangt de kans dat zo'n scenario wordt bewaarheid voornamelijk af van de economische ontwikkelingen in de loop van het jaar. Als de Europese economie plots sterker terrein zou verliezen, wordt zo'n fikse verlaging van de richtrente een realistische optie.

REËEL BBP EN INFLATIE IN DE VS SINDS 1930



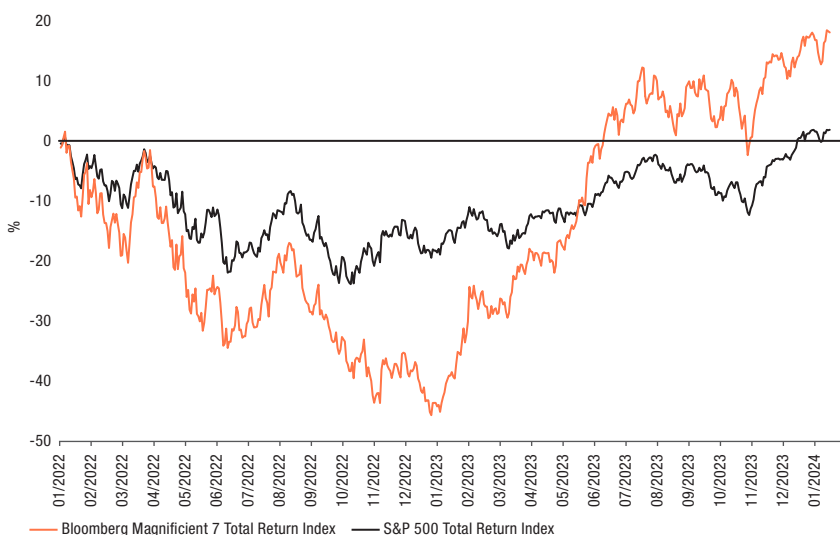
Bron: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

Het lijkt er thans op dat 2024 het jaar zal zijn waarin wordt bepaald hoe de wereldeconomie er de komende jaren uitziet. Mondt de economische vertraging in de Verenigde Staten uit in een zachte landing van de activiteit en een terugkeer van de inflatie naar 2% zonder economische krimp, en evolueren we dus naar een voor de financiële markten ideaal 'Goudlokje-scenario' met gematigde economische groei en zwakke inflatie, zoals in de periode 2012-2019, vóór de pandemie? Of verzandt die economische vertraging net in een recessie, zoals in het verleden nagenoeg altijd het geval was na een omkering van de Amerikaanse rentecurve, die dan wordt gevolgd door een volatieler economisch klimaat, waarin jaren van groei en jaren met nu eens sterke en dan weer zwakke inflatie elkaar afwisselen, vergelijkbaar met de stagflatie in de jaren 1970, en dat bovendien wordt gedomineerd door geopolitieke spanningen, een compleet gebrek aan budgettaire discipline, en een nijpend tekort aan arbeidskrachten en natuurlijke grondstoffen? Hoewel dat tweede scenario ons waarschijnlijker lijkt, kan zoals gewoonlijk slechts de toekomst het uitwijzen.



Financiële markten

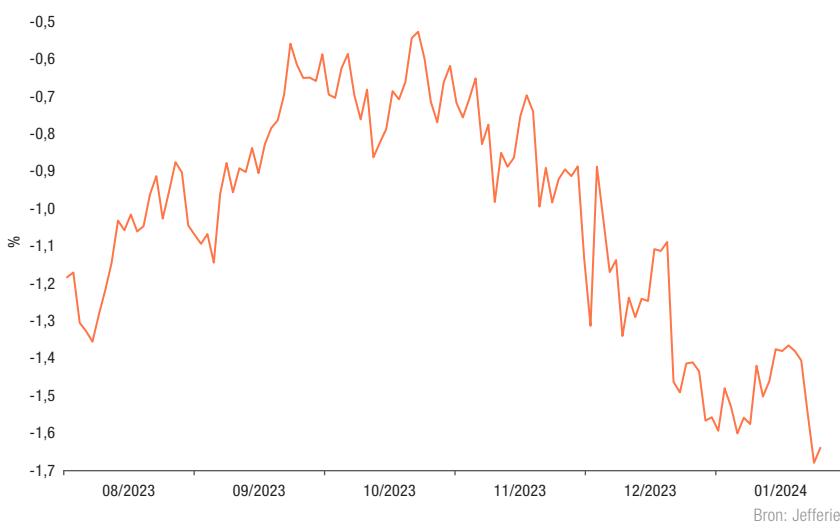
S&P 500 EN 'MAGNIFICENT 7' OP 2 JAAR



Bron: Macrobond/Bloomberg

Op de beurzen was 2023 een jaar voor de optimisten. De herleving van de beurskoersen die in het vierde kwartaal van 2022 werd ingezet, duurde voort, waardoor de voornaamste indexen de verliezen uit 2022 goed konden maken en zelfs nieuwe records konden behalen. Er leken twee factoren aan de basis te liggen van dat hervonden optimisme. Eerst en vooral is de vrees voor een Amerikaanse economische recessie langzaamaan weggeëbd en vervangen door vooruitzichten op een zachte landing van de economie. Daarnaast werd de aandacht van de beleggers gegrepen door de opkomst van het thema artificiële intelligentie, dat de grote technologiewaarden opnieuw een duwtje in de rug gaf. Dat zijn dan ook de effecten die de indexen omhoog stuwden, zoals de Amerikaanse S&P 500, die hoofdzakelijk wordt aangedreven door de prestaties van wat tegenwoordig de 'Magnificent 7' worden genoemd (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA en Tesla).

MARKTVERWACHTINGEN VOOR DE BELANGRIJKSTE RENTEVOET VAN DE FEDERAL RESERVE IN 2024 (IN %)



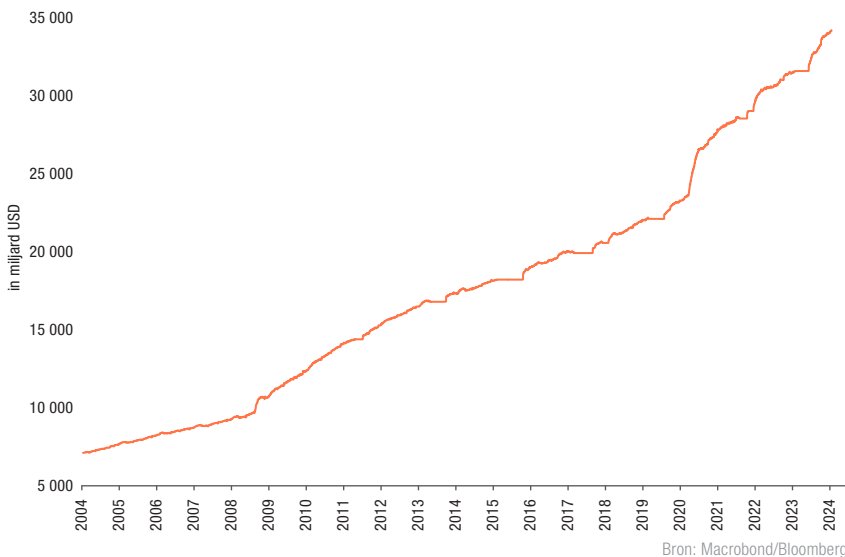
Begin 2023 maakten heel wat beleggers zich zorgen over een mogelijke recessie in de Verenigde Staten en de aanhoudende monetaire verkrapping door de centrale banken. Begin 2024 heeft die vrees plaatsgemaakt voor erg optimistische verwachtingen. Er wordt uitgegaan van een zachte landing voor de Amerikaanse economie, met een gunstige evolutie van de bedrijfswinsten tot gevolg. Tegelijkertijd rekenen de beleggers op een wezenlijke versoepeling van het monetaire beleid van de Federal Reserve, waarbij de Amerikaanse centrale bank haar beleidsrente met 150 basispunten verlaagt. Het feit dat die twee scenario's eigenlijk tegenstrijdig zijn, lijkt de markten niet te storen. Zolang de Amerikaanse economie veerkrachtig blijft, hebben de monetaire overheden immers geen reden om hun monetaire beleid zo sterk te versoepelen. Als ze zich daarentegen verplicht voelen om dat wel te doen, wil dat zeggen dat de economische activiteit veel sterker is gekrompen dan werd verwacht. En dan hebben we het er nog niet over dat de Federal Reserve in een verkiezingsjaar gewoonlijk geen belangrijke wijzigingen doorvoert in haar beleid, om achteraf niet het verwijt te krijgen dat ze de verkiezingen heeft beïnvloed.

ONTWIKKELING VAN DE KOERS-WINSTVERHOUDING VAN DE 'MAGNIFICENT 7' OP 1 JAAR



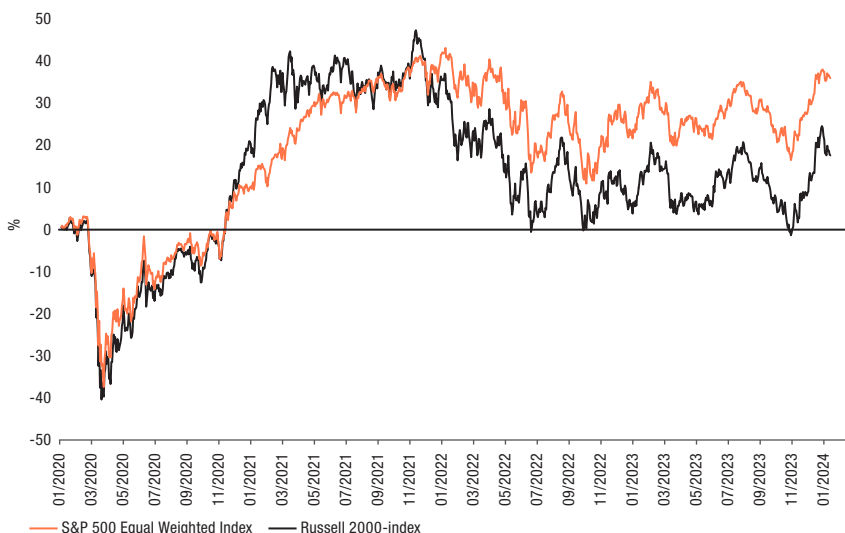
Actief beheer kende in 2023 opnieuw een erg moeilijk jaar, met name in de Verenigde Staten. Tenzij de beursindexen voortgestuwd blijven worden door een beperkt aantal waarden, zouden de zaken langzaamaan moeten veranderen. De S&P 500 is historisch sterk geconcentreerd. In het verleden was een dergelijke concentratie geen goed voorteken voor de resultaten van die index. Bovendien was de forse stijging van de 'Magnificent 7', die intussen nagenoeg geldt als een vermogenscategorie op zich, in 2023 eerder te danken aan de groei van hun waarderingsratio's dan aan die van hun winst. Die toename van de ratio's is verrassend in een klimaat met voortdurende monetaire verkrapping door de centrale banken in de eerste helft van het jaar en stijgende langetermijnrente (tot oktober). Apple, Amazon, Alphabet en Microsoft zijn zonder discussie uitstekende bedrijven, maar dat zou ook nog gelden tegen de helft van de prijs.

TOTALE UITSTAANDE OVERHEIDSSCHULDEN IN DE VERENIGDE STATEN



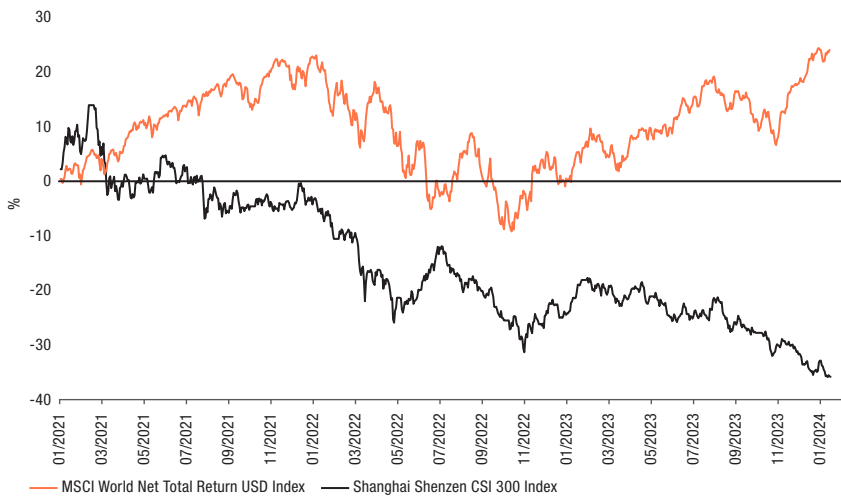
Een factor die in het voordeel van de grote Amerikaanse technologiewaarden kan pleiten en blijven pleiten, is dat ze het potentieel hebben om Amerikaanse staatsobligaties te vervangen in de portefeuilles van grote buitenlandse beleggers. Waar het de Verenigde Staten aan ontbreekt op hun handelsbalans, verschijnt als surplus in hun kapitaal. De dollars die buitenlanders bezitten door hun handelstransacties met de Verenigde Staten, zijn langdurig geplaatst in Amerikaanse staatsobligaties. De verbrokkeling van de wereldeconomie, de constante groei van de Amerikaanse overheidsschuld en het begrotingstekort, en de vrees dat de Verenigde Staten hun schulden zullen aanmunten, hebben evenwel het beleggersvertrouwen geschaad in die effecten, die van oudsher worden beschouwd als de veilige haven bij uitstek. Het is dan ook best mogelijk dat de beleggers opnieuw zullen kiezen voor de grote technologieaandelen. Dat geldt des te meer omdat die ondernemingen regelmatig hun eigen aandelen weer terugkopen, met een daling van het aanbod tot gevolg, terwijl er steeds meer staatsobligaties worden uitgeschreven onder invloed van de voortdurende begrotingstekorten.

ONTWIKKELING VAN DE S&P 500- EN RUSSELL 2000-INDEX OP 5 JAAR



Afgezien van de aandelen die het in 2023 bijzonder goed hebben gedaan, waartoe we ook de farmaceutische ondernemingen Eli Lilly en Novo Nordisk met hun vermaarde obesitasmedicatie rekenen, hebben heel wat aandelen amper of helemaal niet deelgenomen aan de stijging van de markten. Zij leden immers onder de stijging van de rente of de economische of geopolitieke onzekerheid, of zijn er gewoonweg niet in geslaagd om tot de verbeelding van de beleggers te spreken. Zo deden de smallcaps het een stuk minder goed dan hun grotere evenknieën. In de Verenigde Staten strandt de Russell 2000-index ongeveer 20% lager dan eind 2021, terwijl de S&P 500-index hetzelfde niveau kan voorleggen als toen. Ook op de Zwitserse markt is het duidelijk dat heel wat waarden niet konden profiteren van de stijging in het afgelopen jaar. De SMI, die een groot aantal hoogwaardige bedrijven omvat, boekte het voorbije jaar amper winst. Hij werd afgestraft door zijn eerder defensieve aard in een periode waarin de angst voor een recessie geleidelijk wegebde en door zijn gebrek aan technologiewaarden.

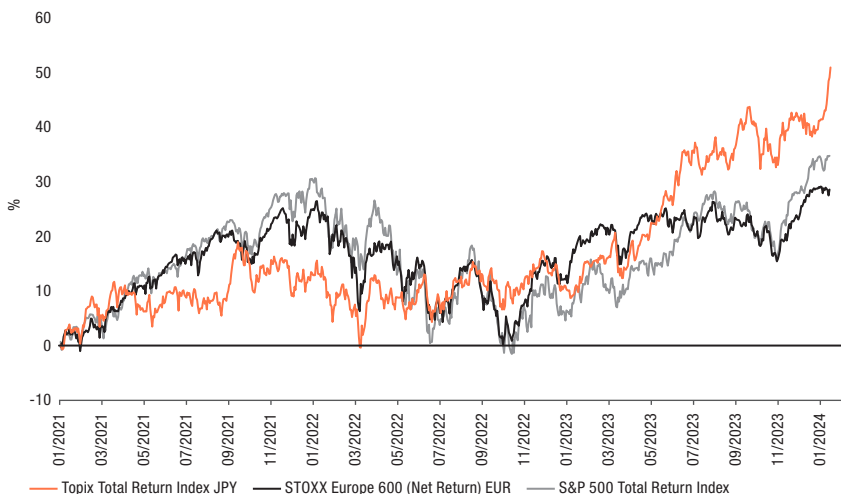
ONTWIKKELING VAN DE CHINESE MARKT EN DE WERELDWIJDE AANDELENINDEX OP 3 JAAR



Bron: Macrobond/Bloomberg

De Chinese markt heeft zijn sterke daling van het voorbije jaar voortgezet. De voorbije twee jaar bleef hij ongeveer 60% achter bij de wereldwijde index. De redenen achter die ondermaatse prestatie gaan van de geopolitieke spanningen over de economische teleurstellingen tot de angst dat de communistische partij de spelregels op elk moment kan veranderen. Aangezien de Chinese markt een belangrijke plek inneemt in de Aziatische indexen, beginnen enkele indexbeheerders zelfs indexen zonder China aan te bieden. Er zijn thans twee manieren om naar de Chinese markt te kijken. Je zou kunnen zeggen dat de regels anders zijn in China, dat de belangen van de partij duidelijk voorrang krijgen op die van de beleggers, en dat het dus beter is er niet in te beleggen. Een andere visie is dat beleggen in de Chinese markt enkel een goed idee is als de Chinese aandelen een erg hoge risicopremie bieden. Met andere woorden, de waarderingratio's moeten laag liggen, en dat is momenteel het geval. Binnen- en buitenlandse beleggers hebben de Chinese markt ontvlucht, waardoor die nu risicopremies biedt die een stuk hoger liggen dan het historische gemiddelde.

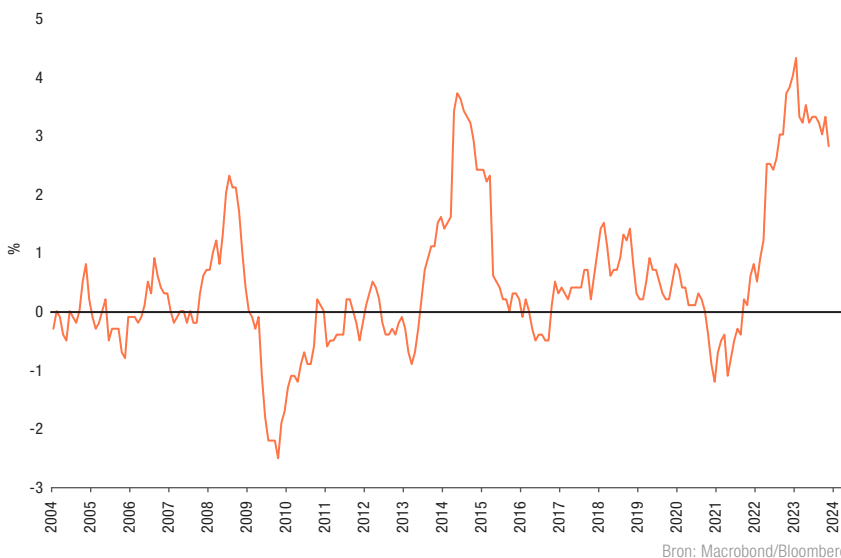
ONTWIKKELING VAN DE S&P 500-, STOXX 600- EN TOPIX-INDEX OP 3 JAAR



Bron: Macrobond/Bloomberg

De Nikkei 225-index rondde eindelijk weer de kaap van de 30.000, een peil dat voor het eerst werd bereikt in 1989. In lokale munt deed de Japanse markt het de voorbije drie jaar aanzienlijk beter dan zijn Amerikaanse en Europese tegenhangers. Tussentijdse correcties zijn altijd mogelijk, maar de Japanse markt gaat onwrikbaar omhoog. De stijging wordt geschraagd door de betere governance bij de ondernemingen. Hoewel de Japanse ondernemingen altijd blij hebben gegeven van operationele efficiëntie, oogde hun kapitaalbeheer een stuk minder indrukwekkend. Hun belangrijkste doelstelling was meer marktaandeel, wat vaak leidde tot een slechte kapitaaltoewijzing en een lage rentabiliteit op geïnvesteerd kapitaal. Bovendien werd er zelden rekening gehouden met de belangen van de aandeelhouders. Daar kwam een tiental jaar geleden verandering in onder invloed van het Abenomics-programma van oud-premier Shinzo Abe. Tegenwoordig gaat het steeds sneller door de opkomst van heel wat beleggers-activisten en onder druk van lokale institutionele beleggers.

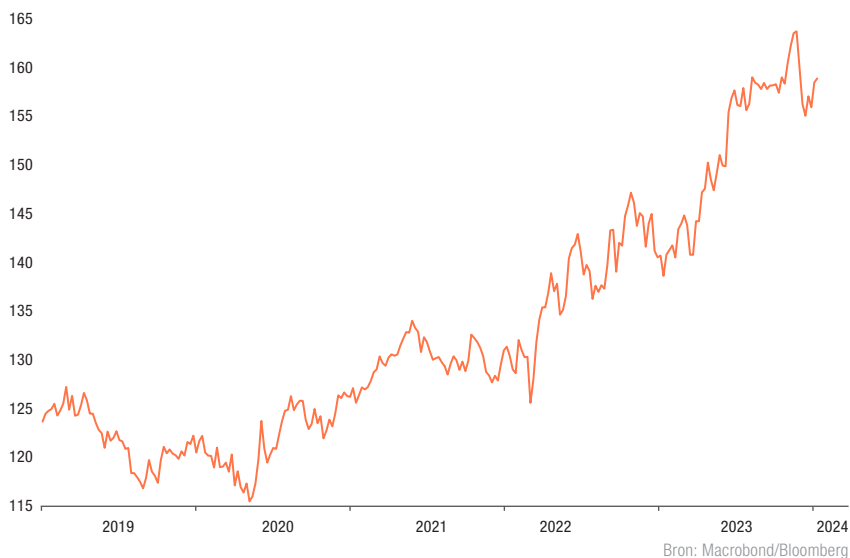
INFLATIE IN JAPAN



Bron: Macrobond/Bloomberg

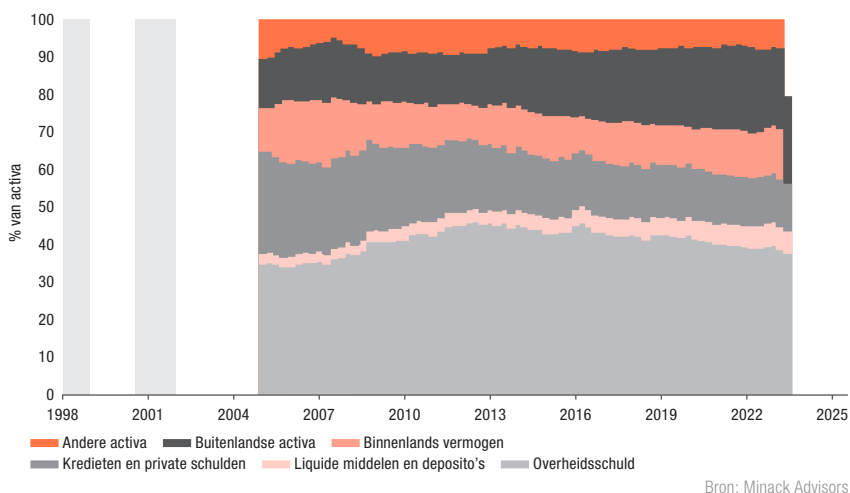
Hoewel de verbetering van de bedrijfs-governance het voornaamste argument is dat in het voordeel van de Japanse markt pleit, spelen er ook andere bevorderlijke factoren. De afloop van de deflatieperiode heeft een positieve invloed op de bedrijfsresultaten. Het is namelijk een stuk eenvoudiger de omzet te stimuleren bij 3% à 4% nominale groei (1% à 2% reële groei + 2% inflatie) dan bij 0% (1% à 2% reële groei - 1% à 2% inflatie). In een verbrokkelende wereldeconomie lijkt Japan te kunnen bogen op een goede geopolitieke positie. Het land zou de vruchten moeten plukken van de economische integratie van Eurazië. Japanse ondernemingen horen vaak ook bij de wereldwijde marktleiders in hun sector. Hun waarderingratio's zijn aantrekkelijk, zeker als we er rekening mee houden dat hun balans nog een stuk efficiënter kan. Bovendien is hun schuldenberg ook een stuk kleiner dan die van de andere oosterse landen. We mogen evenwel niet vergeten dat de Japanse markt eerder cyclisch is van aard en dat tal van Japanse ondernemingen sterk getroffen zouden worden door een sterk vertragende wereldeconomie.

ONTWIKKELING VAN DE WISSELKOERS EUR/JPY OP 5 JAAR



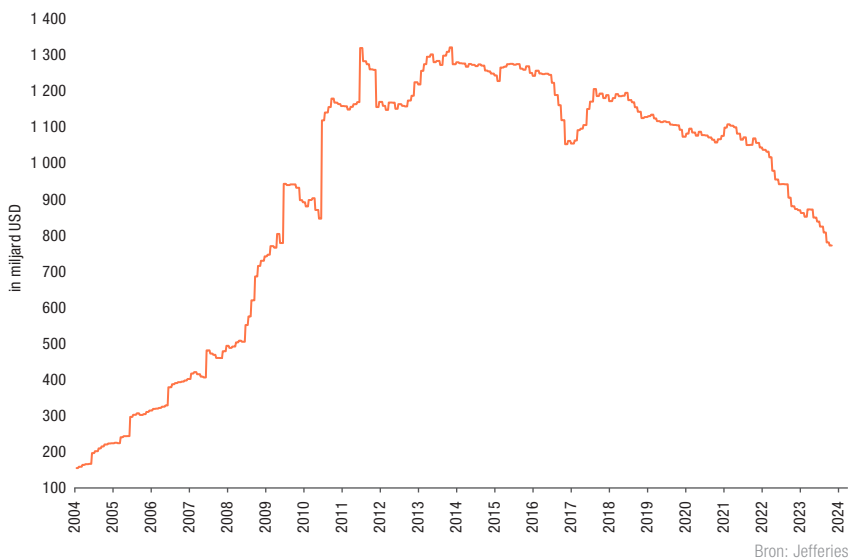
Beleggers in euro zagen een groot deel van de goede prestaties van de Japanse markt in 2023 verdampen door de waardevermindering van de yen. De Japanse munt is sinds 2020 met meer dan 25% gedaald tegenover zowel de euro als de dollar. Die waardevermindering is te wijten aan het renteverval tussen die beide munten en de yen. Enerzijds hebben de Amerikaanse en Europese centrale bank gekozen voor een fikse verkrapping van hun monetaire beleid. Anderzijds handhaafde de Japanse centrale bank haar nulrentebeleid en haar controle over de rentecurve. Zo is de yen een financieringsmunt geworden, waarin beleggers geld lenen om het vervolgens te beleggen in andere valuta. Er is evenwel verandering op til. Zowel in Europa als in de Verenigde Staten lijkt de monetaire verkrapping voorbij en hebben de overheden aangegeven dat ze de rente in 2024 willen verlagen. Bovendien liet de nieuwe voorzitter van de Japanse centrale bank duidelijk doorschemeren dat hij het monetaire beleid wil normaliseren. Hoewel de Japanse rente niet in lijn zal komen met de Amerikaanse of de Europese, zou een krimp van het renteverval in het voordeel van de enorm ondergewaardeerde yen moeten spelen.

PERCENTAGE VAN DE ACTIVA VAN JAPANESE PENSIOENFONDSEN EN VERZEKERINGSBEDRIJVEN DAT BELEGD IS IN BINNENLANDSE AANDELEN



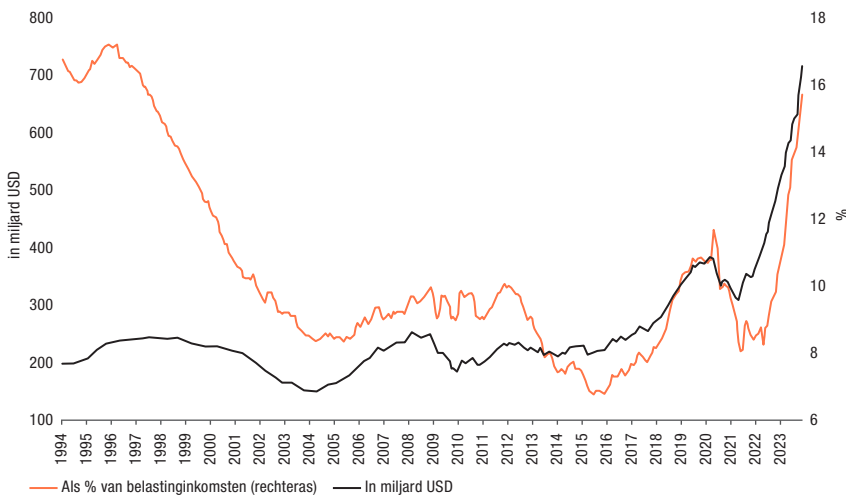
In tegenstelling tot wat men zou kunnen verwachten, kunnen een waardestijging van de yen en een toename van de rente in het geval van Japan beschouwd worden als gunstige factoren voor de beurs. Eerst en vooral nodigen ze uit om kapitaal terug te halen uit het buitenland, dat vervolgens kan worden belegd in lokale activa. Japan laat vooralsnog een wezenlijke surplus optekenen in zijn handelsbalans en blijft een schuldeiser. Heel wat experts schatten dat een tienjaarsrente van 1% de pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen in staat zou stellen hun activa en passiva in evenwicht te brengen, aangezien die instellingen dan minder redenen zouden hebben om in het buitenland op zoek te gaan naar rendement. Tegelijkertijd blijven de binnen- en buitenlandse beleggers sterk onderbelegd in aandelen. Bovendien zou een stijging van de yen de bedrijfsresultaten niet in gevaar brengen. De exportbedrijven hanteren gemiddeld een wisselkoers van ongeveer 135 USD/JPY in hun winstramingen. Die is enorm concurrentieel tegenover de huidige koers. Een geleidelijke en gecontroleerde stijging van hun munt zou hen dus niet afstraffen.

AMERIKAANSE STAATSOBLIGATIES IN HANDEN VAN CHINA



De obligatiemarkten hebben een bewogen jaar achter de rug. Na een daling van januari tot maart kende de Amerikaanse tienjaarsrente een sterke herleving tot in oktober, alvorens weer sterk te krimpen in de laatste twee maanden van het jaar en 2023 op nagenoeg hetzelfde niveau af te sluiten als het werd aangevat. Veel gedoe om niets dus, ware het niet dat de angst voor een onevenwicht tussen vraag en aanbod voor de eerste keer werkelijk zijn opwachting maakte. Wat het aanbod betreft, waren de fikse en groeiende financieringsbehoeften van de overheid af te lezen in de aanzienlijke uitgaven van staatsobligaties. Aan de vraagzijde waren een aantal landen die gewoonlijk hun overschotten onderbrengen in Amerikaanse staatsobligaties, daar plots niet meer toe bereid, en kozen ze er zelfs voor om hun posities af te bouwen. Die kloof tussen de vraag naar en het aanbod van obligaties zal vermoedelijk steeds verder groeien. Op korte termijn zou een sterker dan voorziene afname van de Amerikaanse economische activiteit de vraag evenwel kunnen stimuleren. Bij een recessie reduceert de Federal Reserve haar beleidsrente gewoonlijk met zo'n 300 à 400 basispunten. Als dat nu opnieuw zou gebeuren, kan de Amerikaanse langetermijnrente wederom tijdelijk onder de 3% duiken.

VERENIGDE STATEN: BETALING VAN NETTO-INTERESTEN ALS PERCENTAGE VAN DE BELASTINGINKOMSTEN



Bron: Jefferies

Nog een element dat de eventuele herleving van de rente kan temperen, is de kostprijs van de overheidsschuld. De rentestijgingen in de voorbije twee jaar hebben ervoor gezorgd dat het gedeelte van de belastinginkomsten dat nodig is voor interestbetalingen, is opgelopen van 8% tot ruim 15%. In tegenstelling tot de ondernemingen, die hebben geprofiteerd van het lagerenteklimaat om hun schuldenlast te herfinancieren en de looptijd ervan te verlengen, heeft de overheid voornamelijk financiering verworven op basis van kortetermijnemissies. Meer dan de helft van de Amerikaanse overheidsschuld moet worden gefinancierd tegen eind 2026. Het lijkt onvoorstelbaar dat de monetaire overheden zullen aanvaarden dat de kostprijs van de schulden blijft stijgen en zo hun bewegingsruimte in de andere overheidsuitgavencategorieën beperkt. Zo zouden we kunnen worden geconfronteerd met een soort van financiële onderdrukking, waarbij de rente lager wordt gehouden dan wenselijk is in het licht van de economische kerncijfers. Tegelijkertijd kunnen de overheden een hogere inflatievoet welig laten tieren om de reële kostprijs van de schulden geleidelijk af te bouwen. Na zijn herleving van de voorbije achttien maanden zou de reële rente (voor inflatie gecorrigeerde nominale rente) dan weer kunnen dalen. Op de inflatie geïndexeerde obligaties zouden baat hebben bij zo'n scenario. Het hoeft dan ook niet te verbazen dat de Duitse regering eind 2023 heeft aangekondigd zulke kredieten niet langer te zullen uitgeven.

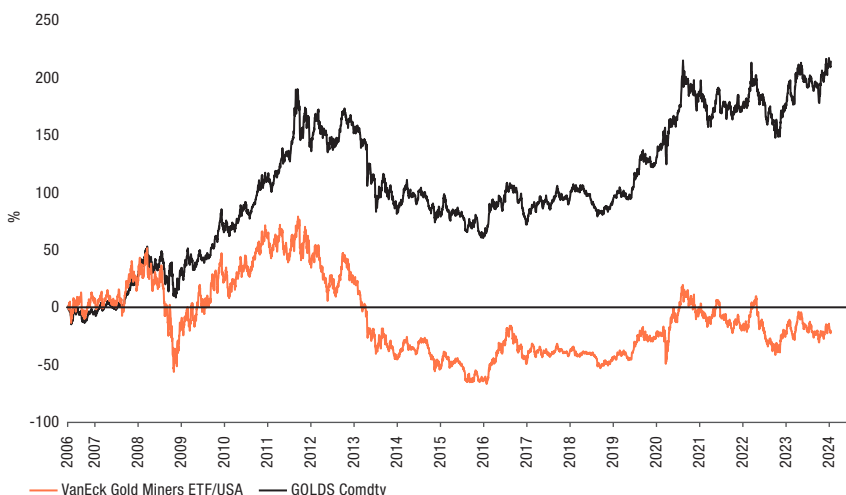
ONTWIKKELING VAN DE GOUDPRIJS



Bron: Macrobond/Bloomberg

Goud bleef het goed doen in 2023. De koers van het gele metaal liet 13% winst optekenen tegenover de dollar en de euro. Die stijging is nochtans niet vanzelfsprekend in een klimaat met aantrekkende reële rente. In het verleden vertoonde de goudprijs een negatieve correlatie met de reële rente, wat logisch is, aangezien het gele metaal geen interesten uitbetaalt. De stijging van de reële rente in 2023 heeft financiële beleggers ertoe gedreven aanzienlijke hoeveelheden goud te verkopen. We zagen een soortgelijk verhaal op de beurs, waar heel wat geld wegstroomde uit op de beurs verhandelde goudproducten (ETC, exchange-traded commodities). Die uitstromen werden evenwel ruimschoots gecompenseerd door de toename van de vraag naar fysiek goud, met name in de vorm van aankopen door voornamelijk oosterse centrale banken. Ze getuigen van het wantrouwen dat de niet-westerse landen hebben opgebouwd ten opzichte van de dollar en de Amerikaanse obligaties, en weerspiegelen het verlangen van die landen, met China voorop, om een alternatief te implementeren voor het huidige financiële systeem op basis van de Amerikaanse munt. Sindsdien wordt er steeds meer goud versluisd van west naar oost.

ONTWIKKELING VAN DE GOUDKOERS EN VAN DE INDEX VAN DE GOUDBEDRIJVEN OP 20 JAAR



Bron: Macrobond/Bloomberg

De omstandigheden lijken thans ideaal om de goudprijs nog hoger te stuwen. De vraag naar fysiek goud zou robuust moeten blijven en in het licht van de verwachte versoepeling van het monetaire beleid door de Federal Reserve zou ook de vraag langs de zijde van de financiële beleggers weer moeten aantrekken. Die vraag zou zo sterk kunnen oplopen, dat de centrale banken bij een hernieuwde stijging van de inflatie in de onaangename positie zouden belanden dat ze moeten kiezen tussen de inflatie bestrijden of de kostprijs van de schulden beperken. Aangezien goud eerder beschermt tegen inflatie in de monetaire sfeer dan in de echte economie, zou de koers van het gele metaal een duwtje in de rug krijgen zodra de centrale banken opnieuw zouden kiezen voor soepeler monetair beleid, of zelfs voor kwantitatieve versoepeling. Na een sterke start van het jaar stelden de goudbedrijven opnieuw teleur. Hun ondermaatse prestatie in vergelijking met die van het metaal is gedeeltelijk te wijten aan het gebrek aan beleggersinteresse in de sector, maar ook aan hun toenemende kosten, die vaak sterker stijgen dan de goudkoers. Daar komt nog bij dat beleggers die ondernemingen wantrouwen, omdat ze hun aandeelhouders in het verleden vaak teleurstelden op het vlak van waardecreatie. Ook die ondermaatse prestaties brengen evenwel opportuniteiten met zich mee, als beleggers bereid zijn de wezenlijke volatiliteit van de vermogenscategorie te aanvaarden.

Samenvatting

Samenvattend kunnen we stellen dat er begin dit jaar heel wat inschikkelijkheid heerst op de financiële markten. De consensus van de analisten is dat de ondernemingen van de S&P 500 ruim 10% winstgroei zullen laten optekenen, maar ook dat de Federal Reserve haar richtrente met bijna 150 basispunten zal laten dalen, hoewel zo'n monetaire versoepeling in principe niet nodig is in een klimaat dat zo'n winstgroei in de hand werkt. De markt bereidt zich met andere woorden voor op stevige renteverlagingen, maar lijkt wel niet te geloven dat de economische activiteit zo sterk verzwakt dat zulke verlagingen gerechtvaardigd zijn. Ook de geopolitieke onzekerheid en de verkiezingen in de Verenigde Staten en Taiwan zijn factoren die nopen tot voorzichtigheid, zeker na de fikse stijging van de beurskoersen in de laatste maanden van het voorbije jaar.

Op middellange en lange termijn geven we evenwel de voorkeur aan reële activa boven monetaire activa en dus aan aandelen boven obligaties. Hoewel de centrale banken de voorbije twee jaar weer wat aan geloofwaardigheid hebben gewonnen, rest hen niet veel tijd meer om zich vastberaden te tonen in de strijd tegen de inflatie. Hoge overheidsschulden en de noodzaak om groeiende begrotingstekorten te financieren vallen eenvoudigweg niet te combineren met hoge reële rente. Voor zover aandelen en obligaties de twee voornaamste beleggingscategorieën zijn, werken de problemen van de ene in het voordeel van de andere, al liggen de waarderingsratio's van de grote westerse waarden zeker niet laag. Dat gezegd zijnde, worden beleggingen in staatsobligaties momenteel gerechtvaardigd door het risico op een wezenlijke economische vertraging.

Ook de concentratiegraad op de beurzen, waar de Verenigde Staten goed zijn voor ongeveer 70% van de wereldwijde index en de 'Magnificent 7' voor ruim 30% van de Amerikaanse index, zet aan tot voorzichtigheid. Die situatie houdt evenwel ook kansen in voor actief beheer. Wij geven de voorkeur aan defensieve kwaliteitsondernemingen, zowel om 'bottom-up'- (aantrekkelijke waarderingsratio's) als om 'top-down'-redenen (winst is minder afhankelijk van de wereldeconomie). Op regionaal niveau zou de Japanse markt moeten blijven profiteren van structureel gunstige factoren.

Goud is nog altijd op zijn plaats in een evenwichtige portefeuille. De intrinsieke kracht van het gele metaal werd aangetoond door de groei in 2023, in weerwil van de stijgende reële rente.

Als u onze publicatie "Perspectives" niet meer wilt ontvangen,
kunt u zich uitschrijven via het onlineformulier

www.bdl.lu/noperspectives

Dit document werd met de grootst mogelijke aandacht en zorg opgesteld door BLI - Banque de Luxembourg Investments (BLI). De standpunten of meningen in deze publicatie zijn die van de auteurs en zijn in geen geval bindend voor BLI. De financiële en economische informatie in deze publicatie wordt louter ter informatie verstrekt op basis van de gegevens die bekend waren op de publicatiedatum. Deze informatie vormt geen beleggingsadvies, noch een verzoek of aanbeveling om te beleggen, en mag evenmin worden gezien als fiscaal of juridisch advies. Alle informatie moet met de grootste omzichtigheid worden gebruikt. BLI geeft geen enkele garantie met betrekking tot de juistheid, de betrouwbaarheid, de recentheid of de volledigheid van deze informatie. De aansprakelijkheid van BLI kan niet worden ingeroepen als gevolg van het verstrekken van deze informatie of van beslissingen die een persoon, al dan niet een cliënt van BLI, op basis daarvan neemt, aangezien deze persoon de volledige verantwoordelijkheid voor zijn beslissingen draagt. Potentiële beleggers moeten zich ervan vergewissen dat ze de inherente risico's van hun beleggingsbeslissingen begrijpen en mogen slechts beleggen na rijp beraad, in overleg met hun eigen professionele adviseurs, over de vraag of de voorgenomen beleggingen geschikt zijn in hun specifieke financiële situatie, in het bijzonder rekening houdend met alle boekhoudkundige, fiscale en juridische aspecten. Wij herinneren eraan dat in het verleden behaalde resultaten van financiële instrumenten geen garantie bieden voor de toekomst.

Nr. **178** – 1^e kwartaal 2024

Perspectives

Redactie beëindigd op:
15/01/2024

Redactie en verantwoordelijke uitgever:
BLI - Banque de Luxembourg Investments
16, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Tel.: (+352) 26 26 99 33 18
info@bli.lu
www.bli.lu