

31 december 2023







## Discretionair Beheer Marktcommentaar



De financiële markten presteerden sterk over het vierde kwartaal van 2023. De Amerikaanse centrale bank gaf aan klaar te zijn met het verhogen van de kortetermijnrente en liet uitschijnen dat in 2024 renteverlagingen mogelijk zijn. De daling van de langetermijnrentes met bijna 1% vanaf oktober, vuurden de obligatie- en aandelenmarkten aan. De koersen van langlopende staatsobligaties uit de Eurozone veerden op met meer dan 7%. Ook de wereldwijde referentie-aandelenindexen lieten zich niet onbetuigd met koersstijgingen tussen 3% en 6,6%.

- De combinatie van het uitblijven van een sterke krimp van de economische activiteit en dalende inflatiecijfers in de Verenigde Staten sloot de S&P 500 index 2023 af, net onder zijn recordhoogte van begin 2022. De aandelenbelegger applaudisseerde ook voor de uitlatingen van de FED-voorzitter Jerome Powell. Hij zei dat de centrale bank zich bewust was van het risico om de rente te lang op een restrictief niveau te houden. Het lossen van het monetaire gaspedaal was gestoeld op een daling van de inflatie van 3,7% jaar op jaar in september tot 3,1% in november. Bovendien was de verwachting dat de economische groei in de VS zou vertragen. Na een sterk derde kwartaal met een groei van 4,9% (omgerekend op jaarbasis) zou de groei over het laatste kwartaal uitkomen op 2,2%. De vooruitzichten van de Amerikaanse centrale bank dat de kortetermijnrente in 2024 zou verlaagd kunnen worden met 1% tot 4,5%, gaf de rentegevoelige sectoren, waaronder informatietechnologie en vastgoed, de wind in de zeilen. De energiesector was de achterblijver omdat de prijzen voor ruwe olie daalden ondanks enkele productiebeperkingen.
- De Europese economie had meer te lijden onder de

### Evolutie financiële markten 4de kwartaal 2023

<b>EUROPESE AANDELEN</b> <b>QTD*: 6,4%</b>  <b>YTD*: 12,74%</b>	<b>AMERIKAANSE AANDELEN</b> <b>6,61%</b>  <b>20,02%</b>	<b>AANDELEN GROEILANDEN</b> <b>2,98%</b>  <b>3,42%</b>
<b>STAATSOBLIGATIES</b> <b>7,23%</b>  <b>7,16%</b>	<b>BEDRIJFSOBLIGATIES</b> <b>5,61%</b>  <b>8,19%</b>	<b>CASH</b> <b>1,02%</b>  <b>3,54%</b>

hoge rentetarieven. Met een toename van het bruto binnenlands product met 0,1% over het derde kwartaal stagneerde de economische activiteit. Enquêtegegevens van bedrijven in de productie- en dienstensector voorspelden bovendien dat de economie in het vierde kwartaal naar alle waarschijnlijkheid zou krimpen. Positief nieuws viel er te rapen op het inflatiefront met de stijging van de brede inflatiegraadmeter die vertraagde van 4,3% op jaarbasis in september naar 2,4% in november. Deze economische gegevens leidden tot een verwachting van de financiële markten dat de Europese centrale bank de kortetermijnrente zou kunnen verlagen met meer dan 1,5% in 2024. In de laatste communicatie naar aanleiding van haar rentebesluit op 14 december

De referentie-indices voor de aandelen, obligaties en de cash zijn voor:

Europese aandelen:	Stoxx Europe 600 prijsindex
Amerikaanse aandelen:	S&P 500 prijsindex
Groeilandaandelen:	MSCI Emerging Markets prijsindex
Overheidsobligaties:	Iboxx € Eurozone Sovereign Overall returnindex
Bedrijfsobligaties:	Iboxx € Corporate Overall returnindex
Cash:	Euribor 3 maanden

De conversie van de wisselkoersen naar Euro gebeurt op basis van een derde partij, die de koers van 16.00 uur in Londen als dagkoers hanteert.

\* QTD geeft het rendement in euro weer over het afgelopen kwartaal. YTD staat voor het rendement in euro in het huidige kalenderjaar.



31 december 2023

## Discretionair Beheer Marktcommentaar

liet de ECB nochtans opmerken dat de inflatie op korte termijn waarschijnlijk weer tijdelijk zou aantrekken en dat het haar beleidstarieven zo lang als nodig op een voldoende restrictief niveau zou aanhouden. Het kon het optimisme van de aandelenbelegger echter niet temperen die tuk was op aandelen uit de IT-sector en industriële aandelen. Oliewaarden en aandelen uit de gezondheidssector vielen minder in de gratie in het laatste kwartaal van 2023.

- Over het algemeen sloten de aandelen uit de groeilanden het vierde kwartaal van 2023 positief af. In USD-termen steeg de index met 7,45%. De daling van de dollar met bijna 4,5%, als gevolg van de verwachte rentedalingen in de VS, deed de winst afklokken op net geen 3% in eurotermen. China was opnieuw de uitzondering, waar aandelen daalden met meer dan 4% door de bezorgdheid van de belegger over de zwakkere economische groei. De Chinese consument hield de vinger op de knip en zette liever wat spaargelden opzij als antwoord op de slabakkende vastgoedmarkt. Vanuit internationaal perspectief zwakte de vraag naar Chinese goederen af door de her-industrialisering van de Westerse landen in het kader van de geopolitieke ontwikkelingen. Daarnaast ondermijnde de onzekerheid over de regelgeving het vertrouwen van de internationale aandelenbelegger in het potentieel van Chinese aandelen. De negatieve prestatie van de aandelenindex uit China werd ten dele gecompenseerd door de stijging van de Latijn-Amerikaanse aandelenindex met bijna 16% in USD-termen. Het zwaargewicht Brazilië, met een weging van 60% in de index, kon profiteren van aanhoudende tekenen van desinflatie en de verlaging van de beleids-

rente door de centrale bank. De puike prestatie van technologie-aandelen uit Taiwan en Zuid-Korea droegen ook bij tot de positieve prestatie van de groeilandenindex.

- De aanzienlijke daling van de langetermijnrente in het laatste kwartaal van 2023, gaf de obligatiemarkten vleugels met de beste kwartaalprestatie in meer dan twee decennia. De door de markten verwachte snelle en aanzienlijke versoepeling van het monetair beleid, deed de Amerikaanse 10-jaars rente dalen van 4,57% eind september naar 3,87% eind december. De Duitse 10-jaars rente sloot het kwartaal 0,81% lager af op 2,03%. Ten opzichte van de piek in de loop van oktober daalden de langetermijnrentes zelfs met (meer dan) 1 procent. De koers van de index van staatsobligaties uit de Eurozone, waarvan de gemiddelde looptijd van de onderliggende obligaties meer dan 8 jaar is, zette dan ook de beste prestatie neer met een stijging van meer dan 7%. Door de daling van de dollar lieten Amerikaanse staatsobligaties amper een positieve return zien over het vierde kwartaal. Ondanks de vertragende groeivoorzichten kende de markt voor bedrijfsobligaties een indrukwekkende rally. Soepele financiële voorwaarden deed de obligatiebelegger hopen dat een diepe recessie kon worden afgewend zodat de kredietkwaliteit van emittenten op peil kon blijven. De daling van de risicovergoeding ("spread") voor kwaliteitsvolle en meer speculatieve obligaties gaf de prestatie van dergelijke obligaties extra glans met stijgingen van meer dan 5%. Ook de obligaties uit de groeilanden sloten het vierde kwartaal positief af met koerstoenames van 4%.



31 december 2023

## Discretionair Beheer met fondsen en ETF's Strategie

		Wijziging strategie	--	-	=	+	++	
Aktiva-klassen	Aandelen							De vertraagde economische activiteit, afkoelende inflatie en dalende lange termijn rentevoeten ondersteunen de stijging van de aandelenmarkten. Tegelijkertijd blijven de winstverwachtingen voor de bedrijven voor 2024 op peil. Waarderingen zijn over het algemeen neutraal. De verwachte economische groei en de evolutie van de winstverwachtingen blijven echter onzeker als gevolg van de vertraagde effecten van een strak monetair beleid. De geopolitieke ontwikkelingen en de politieke retoriek naar aanleiding van de verkiezingen wereldwijd kunnen eveneens zorgen voor de nodige volatiliteit. We blijven voorlopig vasthouden aan een neutrale wegging.
	Rentedragende beleggingen							Na de forse stijging van de obligatiekoersen over de afgelopen maanden is het opwaarts potentieel de komende periode beperkt. In gemengde portefeuilles vormen kwaliteitsvolle obligaties echter een tegengewicht voor een eventuele ongunstige evolutie van risicovollere activa. Een sterker dan verwachte economische groei, opnieuw stijgende inflatie en de herfinanciering van aflopende schulden van bedrijven aan hogere rentevoeten vormen een risico.
	Diversen*							Het gewicht van de defensieve gemengde fondsen werd verlaagd om de hogere rentevergoeding op obligaties te benutten. Enkel onderling goed gediversifieerde gemengde fondsen die betere risico-return perspectieven kunnen bieden dan vastrentende beleggingen worden behouden. De positie in goud kan op langere termijn verder schitteren nu de reële rente naar alle waarschijnlijkheid zijn piek bereikt heeft.
	Liquiditeiten							De cash werd aangewend om gediversifieerd te beleggen in kwaliteitsvolle staats- en bedrijfsobligaties met een gemiddelde looptijd van 7 jaar en een jaarlijkse vergoeding van bijna 4% bruto op einddatum. Indien zou blijken dat andere activaklassen op een bepaald ogenblik een aantrekkelijker potentieel bieden, kunnen we deze posities snel ten gelde maken.
Aandelen	Europa							Waarderingen van Europese aandelen liggen onder hun historisch gemiddelde. Het strenge monetair beleid van de ECB en beperkte fiscale stimuli in de Eurozone doen het risico op een recessie toenemen. De winstmarges en -vooruitzichten van bedrijven kunnen onder druk komen nu de "greedflation" afneemt. Vanuit regionaal en relatief perspectief lijken de risico's ingecalculerd met een historisch hoge korting t.o.v. de Amerikaanse S&P 500-index.
	Verenigde Staten							De hoop op snelle en veelvuldige renteverlagingen door de FED in 2024 en de vooruitzichten van een zachte landing drijven de koers-winstverhoudingen van de top 10 aandelen in de S&P500-index verder op. De hoge waardering en het toegenomen concentratie-risico binnen de Amerikaanse aandelenindex maakt de prestatie van sommige aandelen in de index kwetsbaar voor ontgoochelingen.
	Groeilanden							Aandelen uit de groeielanden, in het bijzonder Chinese aandelen, lijken op basis van verschillende waarderingsmaatstaven vanuit internationaal perspectief het goedkoopst. De negatieve macro-economische omgeving in China is grotendeels verdisconteerd in de koersen. De katalysator voor stijgende aandelenkoersen in de groeielanden kan komen van o.m. een lange termijn trendomkeer van de dollar. Geopolitieke spanningen vormen een risico.
Obligaties	Overheid							De inrestvergoeding op lange termijn overheidsobligaties is al met meer dan 1% gezakt sinds de hoogste niveaus in oktober. Een verdere daling van de rente en stijging van de obligatiekoersen is niet uitgesloten indien de wereldwijde economie sterker verzwakt dan verwacht, de oorlogsfactoren escaleren of indien de stabiliteit van het financieel systeem onder druk komt. De energietransitie en de globalisering leveren opwaartse druk op de inflatie en rentevoeten.
	Bedrijf Kwaliteit							Het meer-rendement op bedrijfsobligaties is eerder laag in een scenario van tragere economische groei met een risico op een recessie. De rentevergoeding van ongeveer 3,5% bruto op jaarbasis, biedt evenwel voldoende bescherming tegen stijgende spreads. De gemiddelde looptijd van bedrijfsobligaties (5 jaar) is over het algemeen korter dan overheidsobligaties (8 jaar) wat hen minder volatiel maakt indien de langetermijnrente opnieuw zou stijgen.
	Bedrijf Hoogrentend							De herfinancieringsgolf die de komende jaren op o.a. de bedrijven met een lagere kredietwaardigheid afkomt, kan de obligatiekoersen onder druk zetten. Als het verschil tussen de huidige betaalde coupon op de obligaties en de marktrentevoeten hoog blijft, kunnen de interestkosten, bij herfinanciering, fors stijgen met een verder negatieve impact op de balanskwaliteit van deze bedrijven. Selectiviteit in de keuze van de sector en emittent is belangrijk.

\*Onder de categorie Diversen kunnen grondstoffen, fondsen met een gemengde asset-allocatie of alternatieve fondsen opgenomen worden.

31 december 2023

## Discretionair Beheer met fondsen en ETF's Strategie



De strategie wordt aangevuld met lange termijn en/of opportunistische posities\*:

AANDELEN	Thematisch: Klimaat & Milieu	De transitie naar een groenere economie en de bijhorende massale investeringen zorgen voor een belangrijke vraag naar de activiteiten van innovatieve bedrijven die een duurzame oplossing bieden voor het klimaat en de milieu uitdagingen van onze maatschappij.
	Thematisch: Water	Door de bevolkingsgroei, verstedelijking en voedingsgewoonten neemt de vraag naar water toe. Het implementeren van oplossingen voor deze uitdagingen is essentieel om te overleven en een voorwaarde voor verdere economische groei. Via dit thema beleggen we in structurele winnaars in de waardeketen van water, zoals de verwerking van afvalwater, wateranalyses en infrastructuur.
	Multi-Thematisch	Positie in 5 à 7 megatrends die gekoppeld zijn aan technologische innovatie, demografische veranderingen, verstedelijking en schaarheid van hulpbronnen. De samenstelling van de thema's wordt voortdurend bijgesteld naarmate nieuwe thema's zoals o.a. digitale gezondheidszorg, online educatie en artificiële intelligentie zich aandienen.
	Aandelen met een lage volatiliteit	In een onzeker economisch en financieel scenario positioneren we het aandelengedeelte defensiever door te investeren in aandelen die in het verleden een lage prijsvolatiliteit getoond hebben. Een wereldwijd gespreide korf van zogenaamde "Minimum Volatility" aandelen liet in het verleden een schommelingsgraad zien die 30% lager lag dan de volatiliteit van aandelen uit de MSCI World.
	Azië ex Japan	De Aziatische regio heeft een aanzienlijk economisch potentieel. De economische activiteit wordt gestuurd naar investeringen in structurele lange termijn groeitendensen zoals duurzame energie, technologie en interne consumptie. Het voornaamste risico ligt in een verdere verslechtering van de Chinese vastgoedmarkt.
	China A-aandelen	Lokale Chinese aandelen zijn momenteel ondervertegenwoordigd in internationale beleggingsportefeuilles. Dit biedt nog een aantrekkelijk potentieel indien China economisch verder aan belang wint in de wereld.
OBLIGATIES	Groeilanden lokale munt	De obligaties uit de groeielanden, uitgedrukt in lokale munt, zijn onder invloed van de stijgende dollar en hogere inflatie in de ontwikkelde landen vanuit historisch perspectief goedkoop gewaardeerd. Deze obligaties bieden bovendien een aantrekkelijk meer-rendement.
	Flexibele obligatiefondsen	Obligatiefondsen die snel kunnen inspelen op de evolutie van de rentes, de rentecurve en diverse obligatiesegmenten. Posities in wereldwijde munten zorgen voor extra spreiding.

\* Lange termijn posities zijn posities die inspelen op beleggingsthema's die maatschappelijk en economisch toekomstgericht zijn en potentieel een hoger dan verwacht rendement kunnen opleveren. Opportunistische posities zijn posities die door economische en marktomstandigheden afwijken van hun lange termijn evolutie en een opportuniteit kunnen bieden voor de korte of middellange termijn. In het vet aangeduide lange termijn posities en/of opportunistische posities zijn nieuwe posities t.o.v. de vorige update.



31 december 2023

## Discretionair Beheer met fondsen en ETF's

# Economische omgeving

- **Over 2023 heeft de groei van de wereldeconomie verrassend goed stand gehouden tegenover de sterke verstrakking van het monetair beleid.** Verwacht wordt dat de wereldwijde economische groei afklokt op 3% in 2023, een beperkte daling ten opzichte van de groei van 3,5% in 2022. De hoge consumptie van gezinnen, ondersteund door opgebouwde spaarreserves en de sterke arbeidsmarkt, en hogere overheidsuitgaven stuwden de groei. Niettegenstaande de hogere financieringskost stegen ook de bedrijfsinvesteringen. De indrukwekkende kracht van de wereldeconomie in 2023, en van de Verenigde Staten in het bijzonder, betekent niet dat de economieën immuun zijn voor de soms langzame inwerking van hogere rentevoeten in het economisch weefsel. De vraag naar diensten stijgt niet langer, het volume van de wereldhandel krimpt en de groei van de wereldwijde industriële productie kalft verder af. Bovendien zijn de huidige overheidsuitgaven onhoudbaar op langere termijn. Volgens de OESO zal de wereldwijde economische groei dan ook verzwakken tot 2,7% in 2024. Vooral Azië tekent voor het leeuwendeel van deze groei. De ontwikkelde landen zouden amper 0,7% tot de 2,7% bijdragen. De stijging van de inflatie, voornamelijk veroorzaakt door de pandemie, zou in 2024 moeten vertragen tot onder de 3% op jaarbasis voor de ontwikkelde landen.
- **De voorspellingen voor de groei van de Amerikaanse economie lopen sterk uiteen.** De OESO verwacht een reële economische groei van 1,5% op jaarbasis in 2024, de consensus verwachting volgens de Amerikaanse dataleverancier Bloomberg komt uit op 1,2% groei, andere bronnen spreken over amper 0,6% groei. De verwachte groei is afhankelijk van het macro-economisch scenario dat zich zal voordoen. Zal de Amerikaanse economie een zachte landing inzetten zoals de consensus verwacht of wordt het toch een milde recessie? De vooruitzichten kunnen enerzijds negatiever uitvallen als de impact van het monetair beleid op de economie alsnog sterker blijkt dan verwacht ("hard-landing"). Anderzijds kunnen de vooruitzichten positief verrassen als de versoepeling van de arbeidsmarkt zich doorzet zonder dat de werkloosheid gevoelig stijgt en de inflatie onverminderd blijft dalen ("Goldilock").
- **De economische groei in de Eurozone zou moeten toenemen van 0,6% in 2023 tot 0,9% groei op jaarbasis in 2024.** Verwacht wordt dat de sterke arbeidsmarkt en stijgende reële inkomens de particuliere consumptie zal ondersteunen. Bedrijfsinvesteringen en voorzichtigere overheidsuitgaven zullen eveneens stijgen maar zouden een minder grote bijdrage aan de groei leveren. De krapte van de arbeidsmarkt, vooral in de dienstensector, zal, volgens de OESO, de kerninflatie tot medio 2025 hoog houden ondanks de voortdurende daling van de brede inflatiegraad met tot een verwachte stijging op jaarbasis van 2,9% in 2024.
- **Door de verschillen in het monetair en fiscaal beleid zullen de economieën van de groeielanden een uiteenlopend groeiprofiel laten zien.** In China zou een verdere versoepeling van het monetair beleid en extra investeringen in infrastructuur een tegengewicht moeten vormen voor de matige consumptiegroei en de blijvende zwakke activiteit in de vastgoedsector. Dit zou moeten resulteren in een economische groei van 4,7% in 2024 met een inflatie van de consumptieprijzen die naar verwachting zeer laag zal blijven (onder de 2%). De Latijns-Amerikaanse economieën (Brazilië, Mexico, Chili, Peru,...) zouden, na een relatief sterk 2023, groeien tussen 2% en 3% in 2024. Ook hier zou de inflatie moeten afnemen wat ook hier een herstel van de reële inkomens zou bevorderen.



31 december 2023

## Discretionair Beheer met fondsen en ETF's Transacties en positionering

- **De prestatie van de S&P 500 index sinds begin 2023 werd gestuurd door een krans van technologiebedrijven die profiteerden van de groeiende belangstelling voor artificiële intelligentie.** De marktkapitalisatie van deze bedrijven is de laatste 10 jaar sterk gestegen waarbij de top 10 aandelen een historisch hoge weging van 32% vertegenwoordigen in de marktkapitalisatie gewogen S&P500 index. De winstbijdrage van de top 10 bedrijven aan de totale bedrijfs-winsten van alle aandelen in de S&P500 is echter teruggelopen van 33% eind 2021 naar 23% in december 2023. Dit alles zorgt voor een hoge waardering en een hoge concentratie van de top 10 aandelen in de S&P500 index. **We vonden het dan ook opportuun om een gedeelte van de positie in de S&P500 te verkopen en te vervangen door de goedkopere en meer gediversifieerde S&P500 Equal Weight index.** Deze index kent aan alle aandelen een gelijke weging toe. Als gevolg is deze index evenwichtiger samengesteld wat in 2023 echter woog op de prestatie van deze index. Op het moment van aankoop (begin oktober 2023) noteerde de gelijk gewogen S&P 500 index met een kleine winst over 2023. De achterstand ten opzichte van de marktkapitalisatie gewogen S&P 500 index was opgelopen tot meer dan 11%. Door de bijkomende opname van de S&P500 Equal Weight ETF en de vermindering van het gewicht in onder andere de ETF's die de prestatie van de S&P500 volgen, verminderen we het concentratierisico van (technologie-)aandelen met een hoge waardering in de portefeuilles.
- **We hielden de neutrale weging van aandelen t.o.v. obligaties over het laatste kwartaal van 2023 aan. Na de sterke prestatie van aandelen van eind oktober tot midden december beslisten we om het aandelengedeelte defensiever te positioneren.** We verhoogden de positie in aandelen die een lagere volatiliteit vertonen dan de brede aandelenmarkten. De top 10 posities van de iShares Edge MSCI World Minimum Volatility vertegenwoordigen slechts 13,66% van de ETF. De lage concentratie van aandelen binnen de ETF wordt weerspiegeld in de gewichten van de belangrijke posities zoals de wereldwijde leverancier van netwerkkapparatuur Cisco en het voeding- en drankenconcern Pepsico met wegingen van resp. 1,49% en 1,34%. De volatiliteit op jaarbasis van de "World Minimum Volatility"-index ligt, over de afgelopen 5 jaar, bijna 30% lager dan de MSCI World-index. De "World Minimum Volatility" ETF kende bijvoorbeeld in het correctie-jaar 2022 een daling van slechts +/- 4% t.o.v. een daling van +/- 13% voor de MSCI World ETF.
- **De opeenvolgende schokken van de Covid-19 pandemie en de monetaire en fiscale stimuli die in reactie daarop werden gegeven, gevolgd door het uitbreken van de oorlog in Oekraïne veroorzaakten enorme verstoringen in de economische en financiële cycli.** Als gevolg kenden we voor het eerst in decennia een sterke inflatie-opstoot. Tegenover deze ontwikkelingen verhoogden beleidsmakers de rentetarieven met een ongekenne snelheid en op een bijna ongeziene schaal. Het is dan ook koffiedik kijken hoe, na deze acties van de centrale banken, het "nieuwe normaal" er uit zal zien. Waarschijnlijk zal het pad naar iets anders gepaard gaan met grotere economische volatiliteit waarbij de risicopremie voor het aanhouden van activa hoger zal zijn. In 2024 zal de volatiliteit nog versterkt worden door de onzekere evolutie van de oorlogsconflicten en de politieke retoriek naar aanleiding van de drukke verkiezingsagenda wereldwijd.



31 december 2023

## Discretionair Beheer met fondsen en ETF's Transacties en positionering

- De verwachting voor de realisatie van het één of ander economische scenario en de bijhorende marktreacties wisselen elkaar snel af. De laatste marktevolutie verdisconteert in grotere mate een zachte landing van de economie en mogelijk een “goldilock” scenario waarbij de monetaire verstrakking van de afgelopen twee jaar zal zorgen voor een economie en arbeidsmarkt die geleidelijk aan weer in evenwicht gebracht wordt. Dit scenario achten wij weinig waarschijnlijk. De sterke arbeidsmarkt, gebruikte spaarreserves, de lage schuldgraad, de tot nu toe lage herfinancieringsbehoefte van een groot deel van de bedrijven en consumenten, allerhande steunprogramma's naar aanleiding van de pandemie en andere tijdelijke en uitzonderlijke fiscale stimuli vormden een tegengewicht voor de hogere rente en hebben de consumptie (kunstmatig) ondersteund. We verwachten dat de kracht van deze ondersteunende factoren geleidelijk aan wegebt en dat tegelijkertijd door een dalende inflatie de reële korte termijn rente nog een tijd hoog blijft en verder inwerkt op het economisch weefsel. Bovendien wijzen de voorlopende economische indicatoren, de inverse rente-curve en andere marktindicatoren al langere tijd op een groter risico op een (sterke) afkoeling van de economie. Onverwachte negatieve gebeurtenissen met betrekking tot geopolitieke ontwikkelingen, de wereldwijde verkiezingen en de stabiliteit van de financiële economie, die vele malen groter is dan de reële economie, kunnen een eventuele milde recessie snel doen uitmonden in een harde landing van de wereldwijde economie. Het alternatieve scenario van een zogenaamde “no landing” waarin de Amerikaanse economische groei sterk blijft en de huidige vertraging van de Europese economie zou omslaan naar een groei, kan in eerste instantie positief zijn voor de financiële markten. Opnieuw aantrekkende inflatie en hogere rentevoeten kunnen in dit scenario op termijn de prestaties van de meeste activaklassen echter parten spelen.
- In een scenario van een milde recessie, die mogelijk zich realiseert in de tweede helft van 2024, is de huidige verwachte winstgroei voor de bedrijven van de verschillende regio's te optimistisch. Voor Amerikaanse aandelen bijvoorbeeld is de verwachte winstgroei driemaal de verwachte nominale groei van de economie. Aangezien we in de late fase zitten van de economische cyclus, is het risico op neerwaartse bijstellingen groot. Bovendien is het winstrendement van aandelen niet veel hoger dan het rendement op obligaties, wat wijst op een relatief hoge waardering van aandelen. Samen met de geopolitieke spanningen, lijkt het ons dan ook raadzaam om 2024 in te gaan met een neutrale weging in aandelen ten opzichte van obligaties.
- Regionaal blijven we het accent iets meer leggen op Europese aandelen. De winstverwachtingen zijn iets gematigder, wat minder kans op ontgoocheling biedt. Met een korting (-34%) ten opzichte van Amerikaanse aandelen, die meer dan het dubbele bedraagt van de historische korting (-16%) over de afgelopen 20 jaar, en een kleiner gewicht in Europese aandelen van de internationale aandelenbelegger, is het neerwaarts risico beperkter tenzij de Europese economie in een sterke recessie terecht komt. Aandelen uit de groeielanden zouden in de loop van het jaar moeten profiteren van eventuele renteverlagingen door de Amerikaanse centrale bank. Een als gevolg lagere dollar koers zou in toenemende mate de groeielandaandelen de wind in de zeilen moeten geven.



31 december 2023

## Discretionair Beheer met fondsen en ETF's Transacties en positionering

- **Bedrijven met solide winststromen en sterke balansen zijn beter gepositioneerd om de druk te weerstaan van hogere rentevoeten, een vertragende economische groei en mindere vraag.** Maar zelfs met **de keuze van kwaliteitsvolle aandelen dienen we omzichtig om te gaan.** Bij de samenstelling van de modelportefeuilles hoeden we er ons voor om te veel in dezelfde vijver te vissen als het merendeel van de internationale aandelenbeleggers. **Sommige aandelen zijn dermate prominent aanwezig in ETF's, actief beheerde (duurzame) aandelenfondsen en thematische beleggingen, dat het concentratierisico van deze aandelen in een aantal indexen te hoog en de winstbijdrage relatief te laag is vanuit historisch perspectief** (cfr. grafieken top 10 - S&P 500 op pagina 9). Als het verleden een leidraad is voor de toekomst, dan dienen we enkel te refereren naar de hoge concentratie van de TMT (technologie-, media- en telecom-) aandelen en het gewicht (30%) van de financiële aandelen in de Eurostoxx 50, in respectievelijk de jaren 2000 en 2007. Wat volgde, waren ontgoochelende prestaties voor de lange termijn belegger van heel wat van de overgewaardeerde ster-aandelen van toen. **In de modelportefeuilles is er in de huidige onzekere context dan ook plaats voor gelijk-gewogen indexen, aandelen met een relatief lage volatiliteit en sectoren (bv. telecom) die gedecorreleerd zijn met de evolutie van de referentie-aandelenindexen.** Ook wat de **keuze van de aandelenregio's** betreft, wensen we meer een weerspiegeling te krijgen van het economisch gewicht van de verschillende regio's in de wereld dan louter het financieel gewicht. Het gewicht (70%) van Amerikaanse aandelen in de wereldindex is bijvoorbeeld meer dan het dubbele van het economisch gewicht (30%) van de Verenigde Staten in de wereldwijde economie. Vandaar dat we voor de lange termijn belegger vasthouden aan de positie in groeilandaandelen met een focus op Azië, niettegenstaande de specifieke (korte termijn) uitdagingen van sommige landen in deze regio.
- **De volatiliteit van de wereldwijde obligatiemarkten over de afgelopen 2 jaar was ongezien.** Ondertussen zijn obligaties in een iets rustiger vaarwater gekomen. Naar alle waarschijnlijkheid zullen kwaliteitsvolle rentedragende beleggingen de volgende jaren een aantrekkelijke vergoeding geven dankzij een hogere coupon, een zwakkere economische groei en een minder streng monetair beleid. **Op korte termijn is het opwaarts potentieel echter beperkt** aangezien obligaties over 2023 een instroom kenden van 240 miljard USD, het dubbele van de aandelenmarkten. Bovendien houden een record aantal investeerders een overwogen positie in obligaties aan. Een andere reden waarom obligaties de komende kwartalen kunnen ontgoochelen is het risico op verdere stijgende budgettaire tekorten en een hoger dan verwacht aanbod van obligaties op de markt.
- **In het obligatiegedeelte van de modelportefeuilles hebben we over 2023 de gemiddelde looptijd verlengd tot 7 jaar, dicht bij de gemiddelde looptijd van de referentie-index** (staatobligaties in EUR van de Eurozone). Voor dit gedeelte wensen we de nadruk te leggen op veiligheid met **posities in staats- en bedrijfsobligaties van de hoogste kredietwaardigheid, hoofdzakelijk in EUR.** In USD houden we enkel staatsobligaties aan. **De hoger renderende obligaties beperken zich tot obligaties in de groeilanden in lokale munt.** Volgens sommige modellen noteren de groeilandmunten met een korting van 20% ten opzichte van hun werkelijke waarde.



31 december 2023

## Discretionair Beheer met fondsen en ETF's Transacties en Positionering



Weging van de top 10 aandelen in de S&P 500

% van de marktkapitalisatie van de S&P500



Winstbijdrage van de top 10 aandelen in de S&P 500

Gebaseerd op de winstpublicaties van de afgelopen 12 maanden



Source: FactSet, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management.  
(Left) The top 10 companies used for this analysis are held constant and represent the S&P 500's 10 largest index constituents at the start of 2023. The top 10 stocks are: AAPL, MSFT, AMZN, NVDA, GOOGL, BRK.B, GOOG, META, XOM, UNH, and TSLA. The remaining stocks represent the rest of the 494 companies in the S&P 500. (Right) The top 10 companies used for these two analyses are updated monthly and are based on the 10 largest index constituents at the beginning of each month. As of 12/31/2023, the top 10 companies in the index were AAPL (7.0%), MSFT (6.9%), AMZN (3.5%), NVDA (3.0%), GOOGL (2.1%), META (2.0%), GOOG (1.8%), TSLA (1.8%), BRK.B (1.6%), AVGO (1.2%) and JPM (1.2%).  
Guide to the Markets – U.S. Data are as of December 31, 2023.

Bron: JP Morgan AM—Guide to the markets 1Q 2024

- Bij een correctie van de financiële markten zoeken we in de aandelenmarkten naar opportuniteiten die mogelijks kunnen liggen in aandelen met een kleinere marktkapitalisatie en themabeleggingen omtrent de energietransitie en duurzame energie die desgevallend een hogere weging kunnen krijgen. Voor de obligatiemarkten liggen er opportuniteiten bij hoogrentende obligaties van zodra het meer-rendement (“spread”) een voldoende compensatie vormt voor het hogere risico als gevolg van een (sterk) afkoelende economie. Ook het gewicht van flexibele obligatiefondsen kunnen we desgevallend verhogen.

Indien u nog verdere toelichting wenst, aarzel niet om contact op te nemen met uw Portfolio Manager.



Redactie: Philippe Mahieu, CFA. Philippe is als gedelegeerd bestuurder verantwoordelijk voor het beleggingsbeleid bij FinFactor. Hij is gastdocent asset allocatie en portefeuillebeheer aan de EHSAL Management School. Tevens was hij grondlegger en jurylid van de Investment Management opleiding binnen de Private Banking Associatie – Febelfin Academy die de certificatie voor dit domein verleent aan de Private Bankers in België.

Dit volledige document (9 pagina's) wordt louter ter informatie gepubliceerd. De informatie in dit document is geen beleggingsadvies volgens het financieel recht. Belegt u zelf op basis hiervan, zonder uw FinFactor adviseur te raadplegen, dan is dit uw persoonlijke beleggingsbeslissing. FinFactor NV, noch haar aangestelden kunnen aansprakelijk gesteld worden, behoudens zware fout of bedrog, voor eventuele (in)directe schade naar aanleiding van een mogelijk ongeschikte of niet-passende belegging, die u op eigen initiatief zou doen. De informatie in dit document komt van diverse bronnen. FinFactor NV besteedt de grootst mogelijke zorg aan de keuze van die bronnen en het doorgeven van die informatie. Toch kunnen fouten of weglatingen in die bronnen of processen niet a priori worden uitgesloten. De samenvatting valt niet onder de noemer “onderzoek op beleggingsbeleid” zoals bedoeld in de Gedelegeerde Verordening van de Commissie van 25 april 2016 houdende de aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU. De wettelijke vooruizichten ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsbeleid zijn er niet op van toepassing. Dit document mag uitsluitend gereproduceerd worden met het voorafgaand schriftelijk akkoord van FinFactor NV. De intellectuele eigendomsrechten van FinFactor NV dienen te allen tijde nageleefd.