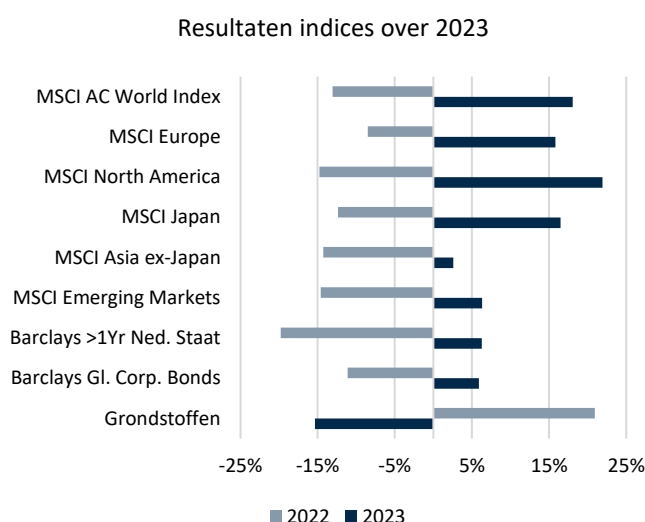


Inleidend

Een onverwacht sterk vierde kwartaal voor de kapitaalmarkten: ‘een bijna alles rally’

Het laatste kwartaal van 2023 zorgde voor een kerstcadeau voor beleggers. De toenemende verwachting van beleggers dat centrale banken de rente eerder in 2024 zullen verlagen dan aanvankelijk was verwacht, resulteerde in een ‘bijna alles rally’. De afname van de angst voor langdurig hoge rentetarieven zorgde voor een rally van groeiaandelen en ‘small caps’ maar ook waarde-aandelen konden een mooie stijging laten zien. Uiteindelijk kon de brede aandelenmarkt het jaar met een indrukwekkende +18% afsluiten. Ook staatsobligaties en kredietwaardige bedrijfsobligaties realiseerden mooie resultaten in 2023 (+6,3% respectievelijk +6,5%).



De resultaten van de financiële markten over 2023 lijken een omkering te zijn van die van 2022. De tegenstelling met 2022 is in de grafiek dan ook goed te zien. In 2022 was de Amerikaanse beurs de belangrijkste achterblijver, in 2023 was het de best presterende grote aandelenindex waarbij een flink deel van het resultaat door de technologie-gerelateerde aandelen werd behaald. Ook de twee andere belangrijkste ontwikkelde markten, Japan en Europa, lieten goede resultaten zien. Azië ex-Japan en opkomende markten behoorden vorig jaar wederom tot de achterblijvers.

Waterland portefeuilles behalen een positief rendement in het vierde kwartaal

In onze kerstbrief schreven wij al dat de Waterland portefeuilles ook hebben kunnen profiteren van de koersstijgingen van de grote technologie-aandelen, de zogenoemde “Magnificent 7”, hoewel in mindere mate door onze defensieve positionering en de sterke rentedaling. Wat wij echter belangrijk vinden is dat het merendeel van de Waterland portefeuilles het verlies van vorig jaar heeft weten goed te maken, juist omdat in de sterk dalende markt van 2022 de Waterland portefeuilles relatief sterk presteerden.

Maar wij zijn ook wat voorzichtiger dan veel beleggers

Veel beleggers lijken een “Goldilocks” scenario van snel dalende inflatie en evenredige renteverlagingen te hebben ingeprijsd - en dat allemaal tegen de achtergrond van relatief stabiele groei. Vooral de Amerikaanse aandelen- en obligatiemarkt lijkt hierop een voorsprong te hebben genomen. Anderzijds is een aantal onzekere factoren nog steeds aanwezig waardoor het spreiden van risico’s belangrijk blijft. Daarom houdt een gespreide portefeuille van beleggingen met verschillende risico-rendementskarakteristieken onze voorkeur. Hierbij hebben wij een focus op beleggingen met stabiele kasstromen. Bij aandelen zijn met name de waarderingen buiten de Verenigde Staten aantrekkelijk. Doordat kapitaalmarktrentes in vergelijking met de periode 2014-2021 weer hoog genoeg zijn, vinden wij met name kortlopende obligaties weer aantrekkelijk.



Terugblik vierde kwartaal

Dalende renteverwachtingen zorgden voor snel stijgende koersen

De stormachtige prestatie van de obligatiemarkt aan het einde van 2023 is opvallend te noemen. De Nederlandse staatsobligatie-index steeg met +7,7% in het vierde kwartaal en kredietwaardige bedrijfsobligatie met +6,7%. Door deze forse stijgingen werden eerdere verliezen weggepoetst en konden beide indices het jaar positief afsluiten. De twee belangrijkste redenen voor deze stormachtige ontwikkeling was de aankondiging van de Amerikaanse centrale bank (de 'FED') dat deze klaar is met het verhogen van de rente. Daarnaast gaven sommige deelnemers aan de vergadering van de FED aan dat de rente in 2024 mogelijk in drie stappen verlaagd kan worden van de huidige range van 5,25% - 5,50% naar 4,5% - 4,75%. Op de kapitaalmarkten gaat men zelfs uit van vijf of zes renteverlagingen in 2024. Dat zorgde voor hoop en verwachting dat de Europese centrale bank de rente ook zal verlagen. Vanuit die optiek is de enthousiaste reactie van obligatiebeleggers te begrijpen. Of de rente snel in bovengenoemde stappen verlaagd kan worden is nog maar de vraag, de Amerikaanse werkgelegenheid en de consumentenbestedingen zijn immers verrassend veerkrachtig gebleven. Dit terwijl de Amerikaanse huizenmarkt, ondanks de relatief hoge hypotheekrente, ook nog eens een duidelijk herstel laat zien. Uiteindelijk zal de Amerikaanse centrale bank de rente alleen sterk verlagen indien de economie duidelijke verschijnselen vertoont van een (sterk) afzwakkende groei of de inflatie definitief onder controle is.

Het vooruitzicht van een mogelijk dalende rente had impact op die segmenten van de aandelenmarkt die in 2022 sterk waren gedaald door de stijging van de rente. Te denken valt aan informatietechnologie en communicatieservice. Uiteindelijk liet de brede markt (MSCI ACWI) in het vierde kwartaal een stijging van +6,4% zien, gedragen door zowel Noord-Amerika als Europa. Opvallend is dat obligatiebeleggers in het vierde kwartaal dachten dat in 2024 de rente zal dalen als gevolg van een afzwakkende groei van de economie. Aandelenbeleggers kochten daarentegen ook de aandelen van cyclische sectoren zoals materialen en industrie aan terwijl dit sectoren zijn die te lijden hebben van een terugval van de economische groei. Het geeft de eerdergenoemde 'bijna alles rally' goed weer.

In 2023 zijn de directe opbrengsten van beleggingen, zoals dividend- en couponinkomsten, gestegen terwijl gedurende het jaar de inflatie is gedaald. De eerste schatting is dat de gemiddelde inflatie in Nederland in 2023 +3,8% was, een duidelijke daling van de +10% in 2022. Dit betekent dat het resultaat van onze neutrale portefeuilles duidelijk hoger is dan de inflatie plus kosten, een belangrijke lange-termijn doelstelling.

Vooruitzichten en beleid

Wat is nog mogelijk na een dergelijk goed jaar voor aandelen en obligaties? Wat zijn onze verwachtingen? Allereerst wordt het een harde landing of een zachte landing van de Amerikaanse economie? Wanneer een centrale bank zich zorgen maakt over de inflatie, kan deze de rente verhogen om het tempo van de economische groei te vertragen. Indien de rente te veel wordt verhoogd, kan dit een recessie veroorzaken - ook wel een 'harde landing' genoemd. Als de betrokken centrale bank de rente echter net genoeg kan verhogen om de economie te vertragen en de inflatie terug te dringen zonder een recessie te veroorzaken, dan wordt een zogenaamde 'zachte landing' bereikt. Indien de Verenigde Staten als leidende economie worden genomen, lijken veel beleggers aan te nemen dat de huidige solide economische activiteit gepaard zal gaan met een verdere daling van de lange rente omdat de inflatie afgenomen is en mogelijk verder daalt. Oftewel het scenario van een 'zachte landing'. Hierbij speelt ook mee dat de Amerikaanse centrale bank heeft gezegd dat de korte rente waarschijnlijk niet verder wordt verhoogd. Wij zijn echter iets sceptischer. De monetaire en fiscale maatregelen van de



afgelopen vijf jaar hebben er mogelijk voor gezorgd dat de economische cyclus anders verloopt dan voorheen. Het verruimende beleid, zowel monetair als fiscaal, is wellicht een goede verklaring voor de tot nu toe aanwezige economische veerkracht. Wij denken echter niet dat het inflatiespook volledig is verjaagd en de door de markt voorziene rentedalingen zijn onwaarschijnlijk totdat de economie een daadwerkelijke verzwakking laat zien. In onze optiek is het heel goed mogelijk dat renteverlagingen pas later dan verwacht zullen plaatsvinden. Zoals gezegd, veel zal afhangen van de economische ontwikkelingen die vrijwel onvoorspelbaar lijken te zijn.

Het is bijzonder hoe het marktsentiment omsloeg aan het einde van het jaar maar dat betekent ook dat dit sentiment bij een minder gunstige ontwikkeling wederom kan omslaan. Veel van het goede nieuws met betrekking tot een lagere rente lijkt al te zijn verwerkt. Bovendien zijn er voldoende onzekerheden zoals geopolitieke spanningen, verkiezingen in een aantal belangrijke landen, de toename van en de betaalbaarheid van overheidsschulden en de te optimistische verwachtingen over stijgende winsten en marges van analisten. Daarom blijft het denken in verschillende scenario's zo belangrijk en is spreiding van de portefeuille een belangrijke speerpunt van ons beleid. Hierbij zijn een begrijpelijke waardering van de onderliggende beleggingen en beloning voor het risico dat wordt gelopen belangrijke voorwaarden.

In onze aandelenportefeuille ligt de focus op solide gefinancierde ondernemingen met goede kasstromen en aantrekkelijke waarderingen. Daarbij richten wij ons op ondernemingen die hun marges weten te beschermen en een recessie kunnen overleven. Doordat sommige Amerikaanse sectoren qua waardering minder aantrekkelijk zijn, kijken wij ook naar andere regio's waaronder Japan. Daarnaast blijven aantrekkelijk gewaardeerde aandelen in sectoren die een positieve impact hebben bij de energietransitie voor ons belangrijk.

Bij vastrentende waarden hebben wij vooralsnog een voorkeur voor obligaties met een korte looptijd. Eind 2023 was het verwachte rendement van kortlopende obligaties 3,6% terwijl Nederlandse staatsleningen met een looptijd van 10 jaar een verwacht rendement van 2,3% hadden. In onze optiek is het nog te vroeg om het renterisico van de portefeuille te verhogen, zeker na de forse daling van de rente in het vierde kwartaal. Liever beperken wij het renterisico. Bij voldoende beloning (lees verwacht rendement) willen wij ook zeer solide obligaties met de hoogste kredietrating en een langere looptijd aan de portefeuille toevoegen. Maar zover zijn wij momenteel nog niet.

In onze kerstbrief schreven wij over onze overwegingen voor 2024. Daarbij kunnen wij herhalen dat wij, ondanks onze voorzichtigheid, voldoende beleggingsmogelijkheden zien. Door de gestegen rente gaan wij uit van hogere verwachte directe rendementen dan een jaar geleden, terwijl de waardering van sommige aandelsectoren en marktsegmenten aantrekkelijk is. Hypes zullen wij trachten te vermijden en onze focus is gericht op het genereren van stabiele kasstromen middels dividenden en coupons.

Mocht u nog vragen of opmerkingen hebben, dan horen wij dat graag en zoals gebruikelijk staan wij natuurlijk voor u klaar.

Met vriendelijke groet,

Waterland Investment Services B.V.

Disclaimer:

Deze nieuwsbrief is uitsluitend informatief van aard en kan en mag niet worden opgevat als een beleggingsaanbeveling of research. Wij beogen slechts enig inzicht te geven in het door ons in de afgelopen periode gevoerde beleggingsbeleid, de overwegingen die daarbij een rol hebben gespeeld en de afwegingen die wij hebben gemaakt. Verder geven wij aan wat onze vooruitzichten zijn voor de middellange termijn.