

BALANS VAN HET AFGELOPEN JAAR & VOORUITZICHTEN VOOR 2024

31 december 2023 / Auteurs >> **Florian D'AGOSTINI - Dominique MARCHESE - Jean Philippe VANDERBORGHT,**
Analysts & Fund Managers

Precies een jaar geleden konden we ons niet inbeelden dat 2023 zo'n topjaar zou worden, gezien de vele hete hangijzers. Er waren veel vragen over de evolutie van de inflatie. Het conflict in Oekraïne bleef op de achtergrond. Bovenal gingen de centrale banken onverminderd door met hun cyclus van monetaire verkrapping. Dit laatste punt veroorzaakte (deels) de grootste klap voor de financiële markten in 2023, toen verschillende Amerikaanse regionale banken hun faillissement aankondigden. Tegelijkertijd werd Crédit Suisse in extremis in recordtijd gered door UBS onder het toezicht van de Zwitserse autoriteiten. Deze gebeurtenissen, die geen grote gevolgen hadden, waren een wake-upcall voor beleggers. Vervolgens werd in de tweede helft van het jaar de vertraging van de inflatie bevestigd en veranderde de toon van de centrale banken (vooral tegen het einde van het jaar). De scherpe stijging van de reële rente in dollar tijdens de zomer zwengelde echter de marktvolatiliteit aan.

Vanuit het oogpunt van economische groei, in een cyclus die uniek is zoals altijd, hebben de Verenigde Staten in 2023 goed standgehouden, met sterke steun van de consumptie en het federale begrotingstekort. In Europa waren de cijfers teleurstellender, met een meer uitgesproken vertraging, vooral in Duitsland. Aan de andere kant van de wereld bleef China de gemoederen beroeren, met een traag binnenlands herstel en een vastgoedsector die het nog steeds moeilijk heeft.

Tegen deze zeer onzekere achtergrond stegen de aandelenmarkten een groot deel van het jaar, zowel in Europa als in de Verenigde Staten. De ondertussen fameuze "Magnificent Seven" (Amerikaanse technologieleiders) en de technologiesector in het algemeen leverden de grootste bijdrage aan de stijging van de Amerikaanse markten. In Europa was het duidelijk het halffeedersegment dat echt superieur presteerde en profiteerde van de wereldwijde impuls die werd gegenereerd door artificiële intelligentie. We benadrukken ook de sterke prestaties van de banksector, fabrikanten van energieapparatuur en dienstverlenende bedrijven. Het is duidelijk dat de verschillende componenten van de wereldindex in 2023 niet allemaal evenveel stegen. We moeten voorzichtig blijven met de prestaties van ultrageconcentreerde indices. Gezondheidsaandelen (afgezien van aandelen die verband houden met obesitas en GLP-1-technologie), vastgoed, oliemaatschappijen en nutsbedrijven presteerden bijvoorbeeld vrij bescheiden.

In het obligatie-universum konden de koersen sterk opveren na een matige prestatie tot oktober, toen de druk op de rente na de zomer afnam. Uiteindelijk zijn alle obligatiesegmenten, na een catastrofaal 2022, in 2023 weer positief. Beleggingsinstrumenten met een langere looptijd kenden zelfs een bijzonder goed laatste kwartaal van het jaar.

Op valutagebied heeft het euro-dollarpaar eindelijk weer wat vaste voet gevonden na een bijzonder turbulent 2022. De yen bleef kelderen en de Bank of Japan leek te besluiteloos voor de financiële markten. De Zwitserse frank en het Britse pond zijn de twee belangrijkste valuta die in de loop van 2023 aanzienlijk terrein wonnen ten opzichte van de euro.

Nu we het nieuwe jaar ingaan, kunnen er een aantal vragen rijzen. Wat zal de uitslag van de Amerikaanse verkiezingen zijn? Zijn aandelenmarkten te duur geworden? Kan de obligatierally aanhouden? Zal China erin slagen om het tij te keren? Laten we eens inzoomen op die topics. Op weg naar 2024....

VOORUITZICHTEN VOOR 2024

MACRO-ECONOMISCHE SITUATIE

De door veel waarnemers gevreesde recessie voor het boekjaar 2023 is toch uitgebleven. We kunnen een recessie in 2024 die gewoon wordt "uitgesteld" niet helemaal uitsluiten, aangezien door het einde van covid en de verstoringen in de wereldwijde productieketens deze **cyclus moeilijk te doorgronden** is. Om nog maar te zwijgen van de "traditionele" **politieke risico's** (grote verkiezingskalender) en **geopolitieke risico's** (conflicten in Oekraïne en het Midden-Oosten)...

Het meest plausibele scenario lijkt ons echter dat van een **zachte landing van de economie** - een prestatie die we zelden zien na zo'n brute monetaire verkrapping. Maar de solide fundamentals van de privésector, het sterke uitgangspunt van de bedrijfsmarges, een behoorlijke groei van de koopkracht van huishoudens en uiteindelijk een monetaire pivot door de belangrijkste centrale banken zijn allemaal sterke steun. De zwakke kredietverlening, de bescheiden budgettaire verkrapping en een beperkte vertraging op de arbeidsmarkt kunnen dus worden opgevangen, waardoor de groei nog steeds positief is, zij het onder het kruissnelheid.

De **Amerikaanse** consument zal waarschijnlijk de belangrijkste oorzaak zijn van de economische vertraging. Hij is goed beschermd tegen de gevolgen van stijgende rentevoeten door (her)financiering tegen vaste rente op de lange termijn, maar het heeft zijn spaarrente de afgelopen twee jaar aanzienlijk verlaagd. En het minst welvarende deel van de bevolking heeft te maken met een toename van de creditcardschuld - een teken van een recent bestedingstempo dat waarschijnlijk onhoudbaar is.

De situatie is heel anders in **Europa**, waar huishoudens het spaaroverschot dat ze tijdens de covidperiode hebben opgebouwd, niet hebben uitgegeven. Nu de inflatieschok wegebt, biedt een terugkeer van de consument hoop op een einde aan de fase van economische stagnatie in de tweede helft van 2024.

IN HET OBLIGATIESEGMENT

Na een stijging van de langetermijnrente in de zomer van 2023 hebben de obligatiemarkten zich aanzienlijk herpakt, vooral dankzij de verandering van toon van de Fed. In theorie **lijkt de macro-economische omgeving** door te gaan op zijn positieve elan in 2024. Nu ze weer enthousiast zijn, **verwachten beleggers echter dat de monetaire rente sneller en agressiever zal dalen dan ons aannemelijk lijkt**. Andere factoren, zoals aanhoudend hoge begrotingstekorten en krimpende balansen van centrale banken, zouden de daling van de langetermijnrente in de komende maanden moeten vertragen. De terugkeer van een behoorlijke **carry** op activa van goede kwaliteit, die binnen gediversifieerde portefeuilles opnieuw hun rol van decorrelatie kunnen spelen, zou echter aantrekkelijk genoeg moeten zijn voor particuliere beleggers. **We blijven dus positief voor overheidsobligaties**, vooral **gezien de lichte correctie**. Wij verwachten positieve rendementen

De **Chinese** autoriteiten merkten dat de opleving na de tsunami uit de hand liep en hebben de afgelopen maanden verschillende steunmaatregelen genomen. De uitrol van deze stimulusmaatregelen zou de groei in de komende kwartalen moeten stimuleren, maar 's werelds op één na grootste economie bevindt zich nog steeds op het pad van structurele vertraging, die vooral te maken heeft met demografie en de crisis in de belangrijke vastgoedsector.

De inflatie vertoonde een bemoedigende trend in 2023. De initiële daling was natuurlijk te danken aan de daling van grondstofgerelateerde componenten. Maar **de kerninflatie**, die in dit stadium nog steeds boven de doelstellingen van de centrale bank ligt, vertraagde in de tweede helft van het jaar aanzienlijk. Deze trend zal zich in 2024 voortzetten. Bedrijven moeten aan prijszettingsvermogen in, en dat in een omgeving met een zwakkere vraag. De huurcomponenten zullen waarschijnlijk vertragen, net als de druk van de arbeidsmarkt. Het risico van prijs-/loonspiralen lijkt aanzienlijk te zijn afgenomen door de daling van de werkelijke inflatie en de verankering van de inflatieverwachtingen. Zozeer zelfs dat **een terugkeer naar de doelstellingen van de centrale banken in 2025 binnen bereik lijkt**.

Tegen deze achtergrond is het debat over de belangrijkste **centrale banken** nu verschoven naar de timing van de eerste renteverlagingen. Het monetair beleid wordt fors aangescherpt en zou niet langer gerechtvaardigd zijn door een zwakkere vraag en dalende inflatie. **Fed-voorzitter** Jerome Powell sprak onlangs zijn tevredenheid uit over de prestaties van de economie. Zijn collega Christine Lagarde, de voorzitter van de **ECB**, bleef terughoudender en benadrukte dat het nog te vroeg was om de strijdbijl tegen de inflatie op te bergen. Na een verdere periode van observatie om na te gaan of dit scenario uitkomt, zijn wij van mening dat **de twee centrale banken vanaf medio 2024 een cyclus van geleidelijke monetaire normalisatie zouden moeten starten**.

gevoed door de carry trade en een **verdere lichte daling van de langetermijnrente** (richting 3,50% voor de Amerikaanse 10-jaars Treasury en 1,80% voor de Duitse Bund). **We zijn nog steeds tuk op bedrijfsobligaties** in een centraal scenario van een zachte landing. De verslechtering van de bedrijfsfundamentals, vooral door de stijging van de financieringskosten, en de cyclus van wanbetalingen zouden binnen de perken moeten blijven. Dat gezegd hebbende, zijn de kredietsspreads de afgelopen maanden aanzienlijk ingenomen. Met andere woorden, **de waarderingen zijn vrij duur** en laten weinig marge voor teleurstelling in het geval van een sterkere verslechtering van het economische klimaat. Qua risico-rendementverhouding geven **we daarom de voorkeur aan Investment Grade obligaties voor nieuwe beleggingen**. We zullen gericht aandacht blijven besteden aan de **selectie en de diversificatie van de effecten**.

IN HET VALUTASEGMENT

De Amerikaanse dollar depreciëerde aanzienlijk in het laatste kwartaal van 2023, toen de verwachtingen over het gedrag van de Fed volledig keerden. Wij denken dat **een zachte landing het minst gunstige scenario is voor de greenback**, door een zekere convergentie in groei cijfers tussen de belangrijkste economieën ter wereld. Vergeet evenmin dat de dollar een relatief dure valuta blijft in vergelijking met zijn fundamentals op lange termijn. We verwachten een **bescheiden verdere depreciatie naar een niveau van rond EUR/USD 1,15 in 2024**. Een nog sterker herstel van de euro lijkt onwaarschijnlijk, omdat daarvoor ongetwijfeld een periode van sterke Europese groei nodig zou zijn. En laten we niet vergeten dat de andere grote centrale banken (behalve

IN HET AANDELENGEGMENT

Na een 2023 dat meer dan bevredigend was gezien de context (belangrijkste indexen stijgen met 15-25%), vragen we ons af wat 2024 in petto heeft. Heeft de beurs rally die begin november begon, dankzij de nieuwe verwachtingen over monetaire versoepeling, al het kruit voor de markt verschoten voor de komende maanden? De winter zal waarschijnlijk rijmen met een trage groei van de wereldeconomie. Is de pivot van de Amerikaanse Federal Reserve afgelopen december (van "higher for longer" naar de eerste denkpistes over het tijdschema voor toekomstige renteverlagingen) al meer dan weerspiegeld in de aandelenkoersen? Op welke kracht zullen de aandelenindices nog kunnen steunen? Kunnen we positieve verrassingen verwachten nu de consensus onder financiële analisten voorzichtiger geworden is? Is er met de belangrijke verkiezingen in de VS en Europa niet een risico dat geopolitieke risico's weer een grote rol gaan spelen in de hoofden van beleggers? Zijn obligatiemarkten serieuze concurrenten voor aandelen geworden? We gaan proberen deze vragen te beantwoorden in een optimistischer licht dan de rapporten van de concurrentie gewoonlijk doen uitschijnen.

Waardering: enkele algemene overwegingen en onze prestatiedoelstellingen voor 2024

Op het eerste gezicht zijn de aandelenmarkten niet bijster aantrekkelijk gewaardeerd. De belangrijkste index van de Amerikaanse aandelenmarkt, die de belangrijkste drijvende kracht is achter de wereldwijde marktkapitalisatie (meer dan 60%), noteert tegen 19 keer de verwachte winst over de komende twaalf maanden, het gemiddelde over de afgelopen vijf jaar. Deze vrij genereuze waardering wordt echter gedreven door een beperkt aantal aandelen, de inmiddels beroemde "Magnificent Seven" (Apple, Alphabet, Amazon.com, Meta, Microsoft, Nvidia en Tesla) waarvan de verwachte koers-winstverhoudingen variëren van 20 tot meer dan 50! **De grote leiders in de technologiesector, gedreven door de snelle toepassing van Artificial Intelligence (AI) en gebaseerd op verwachtingen van sterke winstgroei** (meer dan 20% per jaar in de komende twee boekjaren), **maskeren een realiteit die ongetwijfeld veel comfortabeler is**. De rest van de Amerikaanse aandelenmarkt is redelijker gewaardeerd (op ongeveer 15 keer de verwachte winst over de komende twaalf maanden) en biedt daarom een aantrekkelijker risicopremie. Europese en Aziatische aandelen zijn dan weer relatief goedkoop (13 keer de verwachte winst in 2024). Internationale (en de laatste jaren steeds meer Europese)

Japan) hun beleidsrentes ook zullen verlagen, waardoor de impact op de renteversillen beperkt blijft. De **Amerikaanse verkiezingen in november** zouden een belangrijke risicofactor kunnen worden in de loop van het jaar. Het is echter voorbarig om te proberen te anticiperen op deze gebeurtenis. We behouden een kleine blootstelling aan de Amerikaanse dollar, omdat deze valuta een **interessant instrument blijft om de portefeuille af te dekken** in een cyclische en geopolitieke omgeving die nog steeds erg onzeker is. Maar we zouden **bereid zijn om onze blootstelling verder te verlagen als de zichtbaarheid** in de loop van 2024 **verbetert**.

beleggers hebben Europese bedrijven gemeden, ondanks de toenemende internationalisering van hun activiteiten, terwijl opkomende landen hebben geleden onder de monetaire verkrapping door de Amerikaanse Federal Reserve en de downgrade van de Chinese rating. Tot slot merken we op dat het small-cap segment historisch gezien een korting, of zelfs een zeer hoge korting, heeft gehad in de eurozone, na een periode van rampzalige underperformance ten opzichte van large-cap aandelen.

Kortom, een actieve belegger die aanvaardt dat een deel van zijn portefeuille moet worden belegd buiten de grootste beursindexen (een passieve strategie gekoppeld aan een benchmark) kan perfect gelukkig zijn als zijn primaire doelstelling is om aandelen te kopen in goedkope kwaliteitsbedrijven. We denken dan aan technologie en meer in het algemeen groei: hij hoeft alleen maar te kijken naar Europese en Aziatische waarden en smallcaps. Moet hij Amerikaanse technologieleiders links laten liggen? Wij denken van niet, omdat waarderingen niet altijd losstaan van de realiteit en het winstmomentum. Toch willen we wijzen op het gevaar van overconcentratie van een portefeuille in deze bedrijven, die sinds de gezondheidscrisis steeds meer worden gezien als veilige havens, waarover zowat iedereen het eens is. Hun gedrag op de aandelenmarkt blijft sterk afhankelijk van de langetermijnrente (aanzienlijke actuariële impact op hun theoretische waardering). Ze staan allemaal op de radar van regelgevers, die zich terecht zorgen maken over hun technologische dominantie en hun invloed op de goede werking van onze democratieën. Tot slot zijn ze niet immuun voor Chinees-Amerikaanse spanningen. **Daarom raden we een veel ruimere diversificatie aan dan die van indexfondsen (ETF's), die kwetsbaarder zijn voor de factoren die we net kort hebben beschreven.**

Na een jaar in 2023 dat vooral in het teken stond van een stijging van de indexwaarderingsmultiples en niet door winstgroei (een stijging van respectievelijk amper 1% en 4% in de Verenigde Staten en Europa), wat kunnen we dan verwachten in 2024? Natuurlijk moeten we een paar eenvoudige hypothesen maken over de verdere evolutie van de bedrijfswinsten. **Om te beginnen moeten we de gezonde financiële gezondheid van beursgenoteerde bedrijven benadrukken, ondanks de gestegen financieringskosten en de wereldwijde economische vertraging.** Het klopt dat in de Verenigde Staten de winstmarges zijn teruggevallen naar het niveau van voor de crisis (normalisatie parallel met desinflatie). Toch blijven ze hoog. Bovendien is de generatie van vrije kasstroom (na investeringen) meer dan bevredigend, met een

rendement van bijna 5% van de marktkapitalisatie. Europa blijft ondertussen de rendementsmarkt bij uitstek, met een dividendrendement van 3,5%. Tel daar nog eens 2 tot 3% aan inkoop van eigen aandelen bij, wat het totale aandeelhoudersrendement op meer dan 6% brengt. Dat is in lijn met het niveau van de gegeneerde vrije kasstroom. Het belangrijkste pijnpunt blijft het niveau van de analistenconsensus, die iets te optimistisch lijkt in de context van een scenario van een zachte landing in combinatie met aanhoudende desinflatie (einde van de greedflation periode). In de Verenigde Staten voorspelt de consensus een groei van de winst per aandeel van 11,8% in 2024, voor een stijging van de nettomarge met 60 basispunten (+0,6%) tot 12,3% (bron: FactSet). **Let op voor de schok die gepaard gaat met de vertraging van de nominale groei van het Amerikaanse bbp volgend jaar (reële groei + inflatie): deze zal dalen van ongeveer 6,5% naar ongeveer 3,9%, volgens de consensus! Dit is een bepalende factor voor de verde evolutie van de marges van bedrijven. Een dergelijke vertraging van de nominale groei gaat zelden gepaard met een stijging van de winstmarges.** Natuurlijk zal veel ook afhangen van het tempo van de monetaire versoepeling in de VS en de impact ervan op de economische activiteit na de zomer van 2024 (impact op het reële bbp in volume). Over dit laatste punt zal er echter nog veel gebakkeleid worden in het eerste deel van het jaar. Met andere woorden, we hebben heel weinig vertrouwen in de winstconsensus in 2024. Als we de Amerikaanse markt eind december 2024 waarden op 19 keer de verwachte winst in 2025 (een multiple die verondersteld wordt onveranderd te zijn ten opzichte van de huidige), met een opeenvolging van winstgroei van 5% in 2024 gevolgd door +8% in 2025 (vergeleken met respectievelijk +11,8% en +11% voor de consensus), komen we uit op een verwachte prestatie van de Amerikaanse markt van ongeveer 5% in 2024, inclusief dividenden. Dit lijkt misschien eerder mager in een tijd waarin investment grade bedrijfsobligaties een gemiddeld actuair rendement van ongeveer 5% in dollartermen opleveren. Maar we vinden ons scenario eerder voorzichtig (zie hieronder). Bovendien kunnen beleggers het verwachte rendement van hun portefeuille perfect verbeteren door af te wijken van de marktbenchmark (individuele aandelselectie of stockpicking). Beleggers in de eurozone zullen echter rekening moeten houden met de prestaties van de dollar ten opzichte van de eenheidsmunt. De verwachte prestaties van Amerikaanse activa zouden in euro teleurstellender kunnen uitvallen als de Amerikaanse munt verzwakt.

Met betrekking tot onze prestatiedoelstelling voor de Europese markt benadrukken we opnieuw het belangrijkste kenmerk van deze regio: het is bovenal een rendementsmarkt, die niet veel winstgroei nodig heeft om beleggers tevreden te stellen. Het is daarom redelijk om volgend jaar een rendement van 6-7% te verwachten, inclusief 3,5% aan (bruto) dividenden.

Potentiële groei: het beste moet nog komen

Hoewel we de afgesproken doelstellingen voor 2024 hebben opgeofferd, blijven we ervan overtuigd dat de beste manier om om te gaan met activa met een lange duration, zoals aandelen, is om het verwachte langetermijnrendement te berekenen. Maar als het gaat om de verwachte cashflows op de langere termijn, zouden de markten perfect optimistischere aannames kunnen verrekenen. **Het echte goede nieuws van 2023 was de terugkeer van de productiviteitsgroei in de Verenigde Staten, die bijdroeg aan desinflatie.** De precieze redenen voor deze opleving na jaren van vertraging zijn nog niet erg duidelijk - economen zullen het fenomeen binnen een paar kwartalen in detail

uitleggen. Zijn dit de eerste effecten van de opleving van de investeringscyclus die een boost krijgt van het federale IRA-programma (Inflation Reduction Act)? Of zijn het de gevolgen van de snelle uitrol van generatieve AI in het bedrijfsleven? Of zijn ze simpelweg het gevolg van de werking van de arbeidsmarkt die nog steeds lijdt onder de gezondheids crisis? Daar zijn ongetwijfeld veel redenen voor. **Toch is het waar dat er serieus wordt geïnvesteerd, vooral in hernieuwbare energie, batterijen en halfgeleiders, en dat die investeringen gemiddeld met ongeveer 50% zijn gestegen in de afgelopen zeven jaar!** De wereldwijde groei zal onvermijdelijk profiteren van een sterke opleving in de investeringscyclus. Er zijn immers enorme behoeften op het gebied van energietransitie, infrastructuur, AI, digitale transitie en natuurlijk op militair vlak. De schok die gepaard gaat met de snelle uitrol van generatieve AI en andere toepassingen op basis van neurale netwerktechnologieën mag niet over het hoofd worden gezien. We zullen in deze nota geen cijfers noemen, maar we benadrukken de productiviteitsschok die AI teweegbrengt in een tijd waarin veel sectoren moeilijk mensen vinden (arbeidsaanbod beperkt door demografische trends). Deze technologische revolutie, die veel belangrijker is dan de uitrol van het internet eind jaren '90, die er niet in slaagde om het groeipotentieel van de economie in het begin van de 21e eeuw te stimuleren, staat nog maar in de kinderschoenen. Uiteraard zullen landen die vooroplopen op het gebied van wetenschappelijk en technologisch onderwijs en onderzoek het meest profiteren van AI. Vanuit dit oogpunt geven Europese politici, die zich meer bezighouden met het reguleren van een sector waarin het oude continent een dwerg blijft in vergelijking met de Verenigde Staten en China, blijk van verblindings, zo niet incompetentie. De Europese braindrain naar de Verenigde Staten gaat door...

Een opnieuw positieve lange reële rente (1,7% in de VS, 0,7% in de eurozone) moet worden gezien als een positief signaal voor toekomstige economische groei. Dat toont immers aan de markten niet uitgaan van seculiere stagnatie, maar eerder van positieve potentiële volumegroei. Dit zal de bedrijfsinkomsten en cashflow (gemiddeld) met een paar procent per jaar doen toenemen. Herinner u het rendement op vrije kasstroom van wereldwijde aandelen: ongeveer 5% (in lijn met het historisch langetermijngemiddelde). Een gemiddelde jaarlijkse groei van het kasoverschot van een paar procent op de lange termijn betekent dat **de markten perfect in staat zijn om een gemiddeld rendement van ongeveer 7 tot 10% per jaar op te brengen, afhankelijk van de index (inclusief brutodividenden).** De nieuwe productiviteitswinsten zijn ook uitstekend nieuws voor het verdere verloop van de winstmarges (ten minste gehandhaafd rond de huidige niveaus).

Geografische allocatie: krijgen Europese activa weer een plaatsje op het toneel?

De afgelopen vijftien jaar is de geografische spreiding van internationale beleggers danig veranderd door herhaaldelijke crises. De meest dramatische voor Europa was ongetwijfeld de staatsschuldencrisis van 2010-2012. Maar we kunnen stellen dat hoewel ze hun oorsprong buiten Europa vonden (de subprimecrisis in 2008), deze schokken het wantrouwen van beleggers aanwakkeren over een continent waarvan de overheidsinstellingen er vaak van worden beschuldigd verantwoordelijk te zijn voor de geleidelijke afbrokkeling van de privésector (lawine van normen). We beleven ten minste een verloren decennium qua economische groei in vergelijking met de rest van de wereld, ondanks de beloften van de eenheidsmunt. Zelfs nu nog hebben

de consumentenbestedingen in Europa nauwelijks het niveau van voor de crisis bereikt, terwijl ze in de Verenigde Staten al 10% hoger liggen. Wat betreft de aanbodschock die de Europese autoriteiten beloofden met de vele plannen die tijdens de gezondheids crisis werden aangekondigd, moeten we toegeven dat de eerste resultaten teleurstellend zijn in vergelijking met de concrete resultaten van de Amerikaanse federale programma's, in het bijzonder de laatste (Inflation Reduction Act). De vaardigheden van de beroepsbevolking blijven ontoereikend in een technowetenschappelijke wereld (een probleem dat minder acuut is in de Verenigde Staten, die de beste buitenlandse studenten en onderzoekers blijven aantrekken vanwege de geboden financiële middelen en arbeidsomstandigheden). Onderzoek en ontwikkeling als percentage van het bbp blijft achter bij Azië en de Verenigde Staten. Kortom, de Europese staten en de EU, die beweren strategisch te zijn, voeren een beleid dat in het beste geval ineffectief is (meerdere remmen op de groei), wat niets nieuws is, of in het slechtste geval contraproductief (vernietiging van waarde in veel activiteitensectoren zoals kernenergie, raffinage en metaalchemie, die essentieel zijn voor de energietransitie, of het topsegment van de Duitse autosector dat wordt bedreigd door nieuwe Chinese toetreders). In een hyperconcurrerende wereld draagt dit gebrek aan actie op het hoogste niveau bij aan de achteruitgang van Europa. Beleggers zijn zich terdege bewust van deze meer dan alarmerende situatie en zijn daarom geneigd om **Europese activa systematisch te onderwegen, vooral ten gunste van Amerikaanse activa.**

Deze verwarring tussen de hoofdkantoren van bedrijven en hun geografische regio's gaat volledig voorbij aan twee belangrijke fenomenen die de afgelopen twintig jaar zijn waargenomen. Enerzijds wordt het aanpassingsvermogen van bedrijven sterk onderschat. En toch scheen het door tijdens de gezondheids crisis en de energiecrisis. **Anderzijds hebben Europese bedrijven al lang in hun assetallocatiestrategie de noodzaak opgenomen om groei te zoeken waar die is: buiten de eurozone** (38% minder cumulatieve groei van het bbp dan in de Verenigde Staten sinds 1990, bron: Natixis)! Jammer voor de Europese investeringen en werkgelegenheid! Bovendien blijft de EU blind voor een trend die onontkoombaar is geworden: bijna 45% van de investeringen van bedrijven met hoofdkantoor in Europa worden gedaan in de rest van de wereld! Dit is uniek op wereldschaal. De herindustrialisatie waar de overheid zo prat op gaat, met name op het gebied van hernieuwbare energie en halfgeleiders, blijft vooralsnog dode letter. Terwijl honderden miljarden euro's aan overheidsgeld worden gestoken in pogingen om de productiecapaciteit in strategische sectoren weer op te bouwen, blijven veel bedrijven bezuinigen in Europa en uitbreiden op het Aziatische (exclusief China) en Amerikaanse continent. Als gevolg hiervan neemt het aandeel van de EU in de wereldwijde investeringen in feite heel licht toe (6,7% nu vergeleken met een gemiddelde van 6,5% in de periode 2016-2023, bron: Trendeo).

Maar het meest relevante punt in onze redenering is dat Europese multinationals hun Amerikaanse concurrenten niet hoeven te benijden. Internationale beleggers zullen dit uiteindelijk erkennen. Er zijn voorbeelden te over van bedrijven waarvan het winstmomentum en de marges de vergelijking doorstaan, bijvoorbeeld in de luxegoederensector (LVMH, Hermès), consumentengoederen (L'Oréal), halfgeleiders (ASML, Infineon), IT-diensten (Capgemini), in de autosector (Stellantis, waarvan de onderwaardering ten opzichte van zijn Amerikaanse concurrenten onbegrijpelijk is, ondanks het feit dat meer dan 60% van de bedrijfswinst

in Noord-Amerika wordt gegeneerd en slechts een kwart in Europa), chemie (Syngenta, Air Liquide), biowetenschappen (Novo Nordisk, Novartis, AstraZeneca), kapitaalgoederen (Schneider Electric, dat slechts 20% van zijn inkomsten in West-Europa genereert), nutsbedrijven (RWE, waarvan 30% van de activa in de Verenigde Staten is gevestigd), energiediensten (Technip Energies, wereldleider in LNG) en de olie- en gassector (Shell, Total Energies, waarvan de expertise in complexe projecten meer dan onderschat wordt, vooral in hernieuwbare energie). We zouden legio voorbeelden kunnen geven van Europese bedrijven waarvan de fundamentals van vergelijkbare kwaliteit zijn, of in sommige gevallen zelfs beter, en waarvan de marktwaarderingen vaak lager zijn dan Amerikaanse normen. De bovenstaande bedrijven zijn niet willekeurig gekozen: ze presteerden het afgelopen decennium uitstekend op de beurs. Wat de meer binnenlands gerichte sectoren betreft, vestigen we de aandacht op de Europese banksector (waarvan het rendement in 2023 inclusief dividenden meer dan 25% bedraagt!). Ze zijn financieel solide na de serieuze aanscherping van de regelgeving, normen en solvabiliteits- en liquiditeitsratio's - in deze sector kunnen beleggers zichzelf feliciteren met het werk van de Europese regelgevers. De crisis bij regionale banken in de VS afgelopen voorjaar heeft de comparatieve kracht van Europese banken in de verf gezet. **Door goedkope Europese aandelenindexen te kopen, stelt u zich niet bloot aan de governanceproblemen in de EU en de eurozone, maar belegt u in wereldwijde groei en de intrinsieke kwaliteiten van onze marktleaders.**

Terwijl de meeste van onze concurrenten voorzichtig blijven over de Europese markt, benadrukken wij de prestaties sinds 27 oktober (toen de beursindexen hun dieptepunt bereikten op het hoogtepunt van de reële rente): de eurozone heeft ongeveer 13% gepresteerd, iets beter dan de Amerikaanse markt, dankzij de daling van de dollar. De prestaties zijn vergelijkbaar in lokale valuta. **Met andere woorden, de scherpe daling van de Amerikaanse reële rente is ook gunstig voor Europese activa, en zelfs nog meer door de stijging van de euro ten opzichte van de dollar.**

We sluiten af met een paar opmerkingen over de rest van de wereld. Veel waarnemers richten zich inderdaad op de Japanse aandelenmarkt en activa van de opkomende markten. Onze voorzichtige houding ten opzichte van Chinese activa (een derde van de wereldwijde opkomende indices), ondanks de aantrekkelijke risicopremie, is in 2023 volledig gerechtvaardigd gebleken (de grote indices daalden met 10-15% in dollartermen). China's bestuursproblemen moeten worden opgelost voordat we een blijvende ommekeer in de buitenlandse investeringsstromen kunnen verwachten. We vinden het erg moeilijk om te geloven dat het presidentschap van Xi Jinping voor een beleidsverandering zal zorgen. De rest van de opkomende markten bieden ook waarde, omdat ze werden afgestraft door zowel China als de monetaire verkrapping in de VS. De daling van de dollarkoers zal hen de broodnodige zuurstof geven. Om onze korte toer over de financiële markten af te ronden: het gedrag van de Japanse aandelenmarkt (gewaardeerd om zijn blootstelling aan de regio Azië-Stille Oceaan) lijkt ons te afhankelijk van het monetaire beleid van de Bank of Japan. Elke afwijking van haar strategie om de rentecurve onder controle te houden - gerechtvaardigd door het einde van de lange deflatiespiraal - zou onvermijdelijk dramatische gevolgen hebben voor de yen (die waarschijnlijk sterk zal stijgen ten opzichte van vreemde valuta) en het concurrentievermogen van exporterende bedrijven. We wijzen er ook op dat de prestatie van de Japanse aandelenmarkt uitgedrukt in euro

uiteindelijk slechts 15% bedroeg 2023 (11% daling van de yen ten opzichte van de euro), wat minder is dan de Amerikaanse en Europese indices. Dit brengt ons terug bij onze discussie over Europese aandelen, die duidelijkere comparatieve voordelen bieden (waardering, notering in euro's, blootstelling aan wereldwijde groei).

Beheerstijlen: de terugkeer van positieve reële rentevoeten en de steiler wordende rentecurve betekenen dat portefeuilles in balans moeten zijn

De vraag is nu welke beheerstijl we moeten toepassen. Sinds de normalisering van de reële rente en de terugkeer van de inflatie, leggen we uit dat het zinvol is om de juiste balans te vinden tussen groeisectoren en waarde aandelen (aandelen waarvan de marktwaardering een lage verwachting van toekomstige kasstroomgroei weerspiegelt), waarvan de aantrekkingskracht vooral ligt in het dividendrendement. We blijven bij ons gedacht. De periode van uitzonderlijke outperformance door groeiaandelen tussen 2009 en 2021 is waarschijnlijk voorbij. Alleen een terugkeer naar negatieve reële rentes zou ons van mening kunnen doen veranderen; we achten een dergelijk scenario in de nabije toekomst onwaarschijnlijk. **We raden daarom een goede sectorspreiding aan tussen kwaliteitsgroeiaandelen in een vertragende economie en waardedsectoren zoals energie, financiële sector en industrie, die bekend staan om hun vermogen om**

CONCLUSIE

Net als 2023 zal het nieuwe jaar synoniem zijn met uitdagingen en kansen voor geduldige beleggers. We hopen dat u

veel vrije kasstroom te genereren gedurende de cyclus en die nog steeds aantrekkelijk gewaardeerd zijn op de markt.

Conclusie aandelenmarkten

De markten, die gerustgesteld zijn door de veerkracht van de wereldeconomie in 2023, houden nu rekening met een scenario van een zachte landing en een sterke monetaire versoepeling door de belangrijkste centrale banken, gedreven door het desinflatieproces. Zoals gewoonlijk lijken de geopolitieke belangen in dit stadium grotendeels onderschat te worden - en ze zullen ongetwijfeld nog belangrijker worden in de aanloop naar de Amerikaanse presidentsverkiezingen. Beursindexen lijken een correct beeld te geven van een voor hen gunstig scenario (een aanzienlijke daling van de rentevoeten in combinatie met een gematigde vertraging van de wereldeconomie in het eerste semester). Toch is het onwaarschijnlijk dat het nieuwe beursjaar soepel zal verlopen en daarom moeten portefeuilles geografisch en sectoraal goed gediversifieerd zijn. **Dit betekent niet dat aandelen geen potentieel meer bieden: winstmarges en vrije kasstroomrendementen ondersteunen een royaal beleid voor aandeelhoudersrendement. Productiviteitsstijgingen (vooral in de VS) en de investeringscyclus die wordt aangedreven door de energietransitie en generatieve AI blazen de potentiële groei van de economie nieuw leven in en boosten zo de toekomstige bedrijfswinsten.**

dankzij onze analyses meer duidelijkheid zult zien in een mistige omgeving. We willen u hierbij ook onze beste wensen voor 2024 overmaken.

DISCLAIMER

De bovenstaande inhoud is opgesteld en wordt verspreid door Pure Capital S.A. Hij dient uitsluitend ter informatie en is bedoeld om de beheeractiviteiten van Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital") te presenteren en informatie te verstrekken over haar beleggingsstrategieën. De informatie of gegevens (inclusief tekst en fotomateriaal) in dit document zijn auteursrechtelijk beschermd en elke reproductie of distributie ervan aan derden, geheel of gedeeltelijk, zonder voorafgaande toestemming van Pure Capital, is verboden.

Pure Capital behoudt zich het recht voor om de informatie in dit document te allen tijde zonder voorafgaande kennisgeving te wijzigen of aan te passen. Dit document mag niet worden opgevat als een aanbod om een financieel instrument te kopen/verkopen of als een verzoek om financiële instrumenten of beleggingen te kopen of te verkopen. Alle hier gepubliceerde informatie is uitsluitend bedoeld ter informatie en vormt geen beleggingsadvies. Desondanks kan geen garantie worden gegeven voor de juistheid of volledigheid ervan. Deze informatie is niet opgesteld in overeenstemming met de wettelijke vereisten voor onafhankelijk onderzoek op beleggingsgebied en moet derhalve worden beschouwd als marketingmededeling. Hoewel er geen verbod is op het gebruik van deze inhoud voorafgaand aan de verspreiding ervan (bijvoorbeeld om orders uit te voeren), streeft Pure Capital er niet naar om hier winst uit te halen. Voor meer details over de beleggingsproducten zijn de officiële verkoopdocumenten (het document met essentiële beleggersinformatie, het prospectus, het halfjaarverslag en het jaarverslag) kosteloos verkrijgbaar op verzoek bij Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital") (tel: +352 26 39 86) of door de website www.purecapital.eu te bezoeken.

De informatie in dit document wordt te goeder trouw verstrekt en Pure Capital aanvaardt hiervoor geen enkele aansprakelijkheid.

Er kan geen garantie worden gegeven dat de beleggingsdoelstellingen zullen worden bereikt. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare leidraad voor toekomstige resultaten. De prestaties kunnen schommelen doorheen de tijd. De netto-inventariswaarde van de portefeuille is afhankelijk van de marktevolutie. Elk beleggingsfonds is derhalve onderhevig aan marktschommelingen en het is mogelijk dat de belegger slechts minder terugkrijgt dan zijn inleg. Uw rekeninghouder kan u een jaarlijks bewaarloon aanrekenen. Dat verschilt van instelling tot instelling. Voor meer informatie kunt u contact met ons opnemen.

Dit document wordt verstrekt met dien verstande dat het niet zal worden gebruikt als een primaire basis voor beleggingen. Elke belegging moet het resultaat zijn van een voldoende geïnformeerde en goed onderbouwde beslissing.