

Visie 2024

Auréus Group B.V.



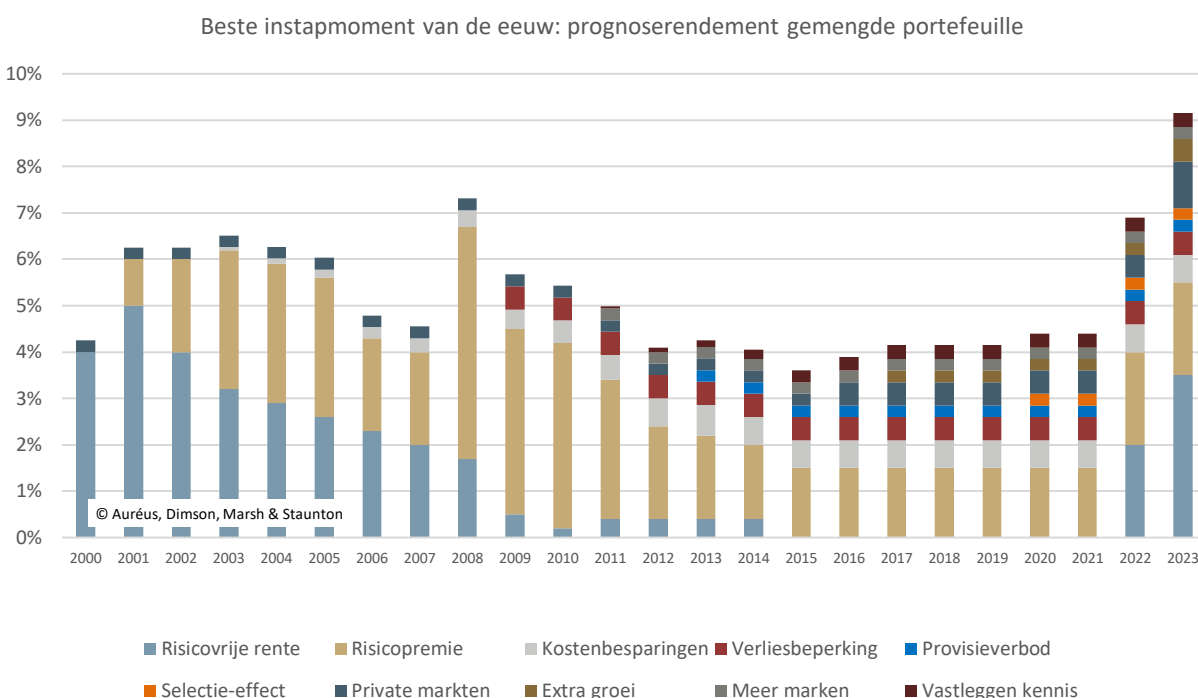
Inhoudsopgave

Beste instapmoment van de eeuw	3
Het verkiezingsjaar 2024	5
Tien redenen waarom de rente daalt	8
Een nieuwe investeringscyclus	10
Een zeepbel in de Magnificent Seven	11
Waarom private markten groeien	13
Tien redenen om in private debt te investeren	15
Biodiversiteit is het nieuwe CO2	16
De toekomst van Azië	18
Geopolitieke onrust	20
Vier scenario's voor 2024	21

“Vertrouwd, verantwoord en vooruitstrevend. Dat is hoe wij ons onderscheiden in vermogen.”

Beste instapmoment van de eeuw

Een jaarvisie kijkt per definitie 12 maanden vooruit. De gemiddelde portefeuille heeft natuurlijk een veel langere beleggingshorizon dan 12 maanden. Bovendien is voorspellen op basis van meer structurele lange termijn trends eenvoudiger dan het is om een zinvolle uitspraak te doen over waar koersen over twaalf maanden staan. Een visie op 2024 is niet veel meer dan het schetsen van verschillende mogelijke scenario's. Een jaar geleden was het nog relatief eenvoudig. Toen rekende de overgrote meerderheid met een stagflatiescenario. Gelukkig is een jaar later zowel de economische groei als de inflatie meegevallen. Het zachte landing scenario, waar een jaar geleden vrijwel niemand mee durfde te rekenen, is nu het centrale scenario en dat is een belangrijke verklaring voor de gestegen aandelenmarkt en de recente ontwikkeling van de rente. Er zijn minstens tien ontwikkelingen die het lange termijnperspectief positief beïnvloeden.



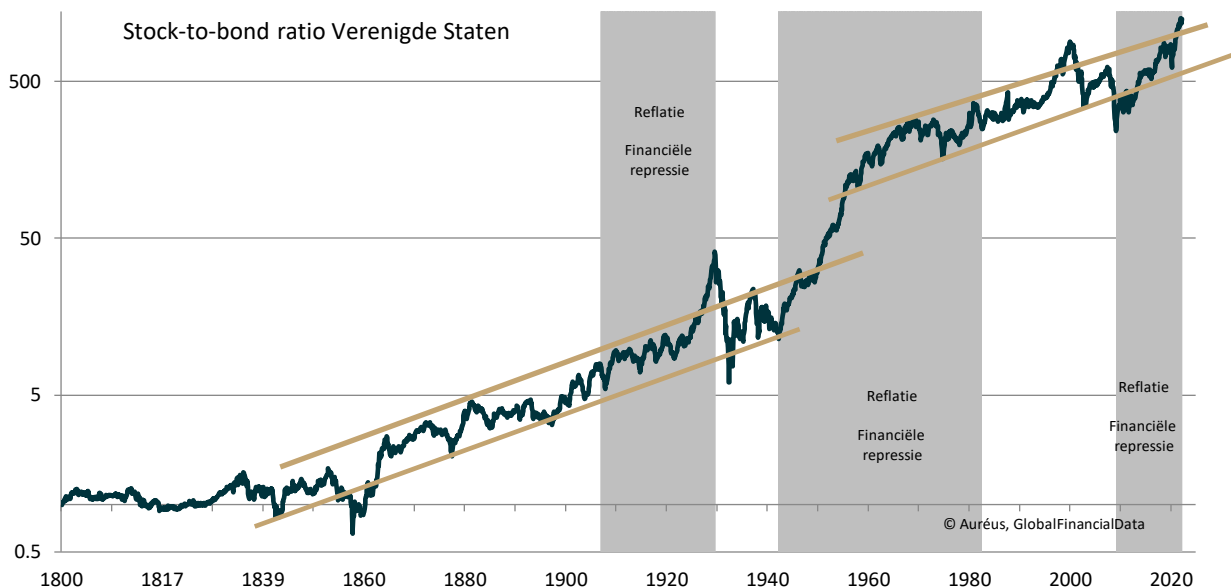
Wie langer durft te kijken, ziet dat er verschillende ontwikkelingen zijn aan te wijzen waarom juist dit het meest interessante instapmoment is voor particuliere beleggers sinds de eeuwwisseling. Zo is de rente in de afgelopen drie jaar sterk gestegen, waardoor de lange termijn rendementsprognoses voor obligaties fors zijn gestegen. Beleggers houden ook steeds meer over van het bruto-rendement doordat de kosten van beleggen, dankzij de disciplinerende werking van indexfondsen voortdurend zijn gedaald. Daardoor zijn ook de kosten van actieve beheerders en beheerders in private markten omlaaggegaan. Nieuw in 2023 is dat markt eindelijk het enorme potentieel van kunstmatige intelligentie inziet, met sterk positieve gevolgen voor de productiviteit en daarmee de economische groei in de komende jaren. Bovendien geeft de urbanisatie in Azië een extra impuls aan die groei. De bijdrage aan de groei van de wereldeconomie van landen als China en India is tegenwoordig groter dan de bijdrage van de Verenigde Staten. Hogere economische groei betekent een sterkere onderliggende winstontwikkeling en daarmee extra (aandelen)rendement.

Aandelen zijn nog altijd niet hoog gewaardeerd. Zelfs de selecte groep Big-tech-bedrijven heeft in historisch perspectief geen overdreven waardering. Het gat tussen value en groei is groot, net als het gat tussen Amerikaanse

aandelen en aandelen buiten de Verenigde Staten. De Japanse aandelenmarkt, ooit bijna 50 procent van de wereldindex, is zelfs extreem goedkoop. Alleen rekenen we door de gestegen rente niet met een hoge risicopremie. Wel is er een duidelijke ontwikkeling dat particuliere beleggers netto meer rendement overhouden. Dat komt niet alleen door de lagere kosten als gevolg van de introductie van indexfondsen, maar ook door het circa tien jaar geleden geïntroduceerde provisieverbod en het feit mensen minder dan voorheen de neiging hebben om op de top in te stappen en op de bodem de portefeuille weer te liquideren, iets wat vroeger verantwoordelijk was voor het grote rendementsverschil tussen vermogensbeheer en doe-het-zelf beleggers.

De rendementsprognoses kunnen ook omhoog omdat er op de beurs, maar vooral op private markten nieuwe beleggingsmogelijkheden bij zijn gekomen voor particuliere beleggers. Private equity is niet nieuw, maar tegenwoordig wel volwassen geworden en sinds kort tegen relatief lage kosten toegankelijk voor particuliere beleggers. Private debt is een klasse die vooral sinds de Grote Financiële Crisis sterk is gegroeid en nu optimaal profiteert van terugtrekkende banken en het strenge monetaire beleid. Real Assets zijn aantrekkelijk na de afwaarderingen als gevolg van de gestegen rente. Met de toegang tot private markten komt ook een professionaliseringslag met positieve gevolgen voor de selectie van beleggingen. Tot slot zorgt het internet met al haar toepassingen er steeds meer voor dat kennis uit het verleden wordt vastgehouden en daarmee uiteraard ook de geleerde lessen. Dat is goed voor het rendement.

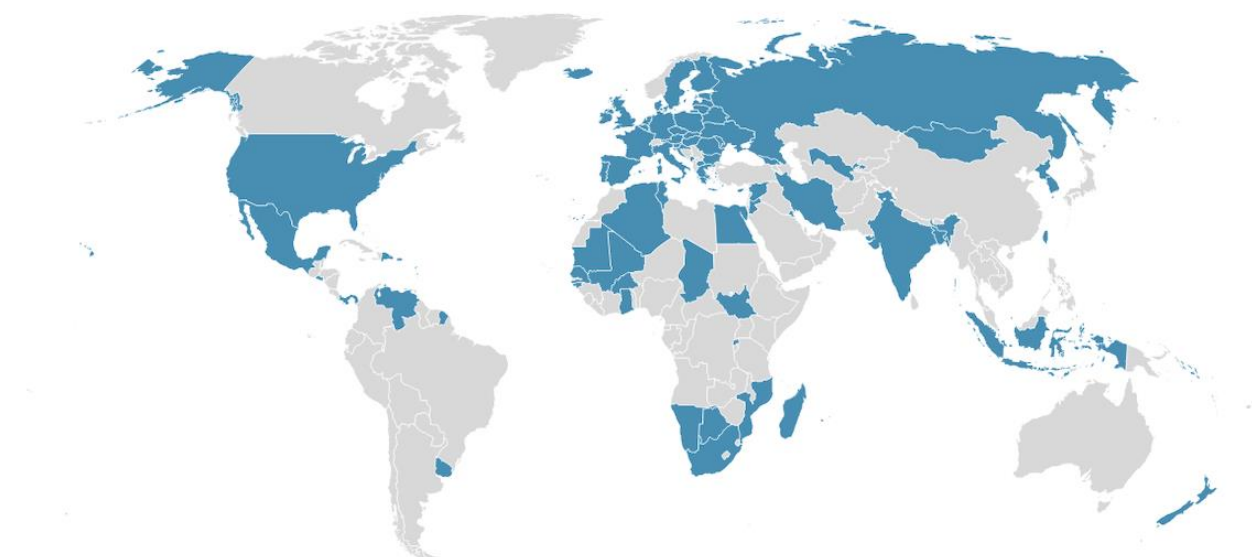
Door de grote koersverliezen op obligaties is de stock-to-bond ratio sterk doorgeschoten. Aandelen hebben het veel beter gedaan dan obligaties, een logisch gevolg van een omgeving met financiële repressie (reflatie). Toch blijft de behoefte aan reflatie groot, gelet op de omvang van de schuldenberg in relatie tot de economie. Dat is gunstig voor aandelen, die de neiging hebben om door te schieten in zo'n omgeving.



Het verkiezingsjaar 2024

Er zijn opmerkelijk veel verkiezingen in 2024. Maar liefst 40 nationale verkiezingen, waarin maar liefst 41 procent van de wereldbevolking en 42 procent van het wereld-bbp gaat stemmen. Door de geopolitieke onrust in combinatie met een steeds sterkere polarisering staat er veel op het spel. Bovendien is de rol van de overheid in de economie de afgelopen jaren sterk toegenomen. Het resultaat is dat de reactie van financiële markten op verkiezingen onvoorspelbaar is geworden. Daardoor neemt de volatiliteit in aanloop naar de verkiezingen toe. Na de verkiezingen geldt 'bezit zaak, einde vermaak'. Financiële markten hebben de neiging om te stijgen na het wegvallen van onzekerheden, simpelweg omdat er meer zekerheid is over de toekomst.

Landen die algemene verkiezingen houden in 2024



De verkiezingen in Taiwan op 13 januari 2024 kunnen een opmaat zijn voor een wijziging in de relatie tussen de Verenigde Staten en China in de komende jaren. Op dit moment gaat Lai Ching-te aan kop in de peilingen, vooral omdat hij profiteert van de versplintering bij zijn drie tegenstanders. Bij Taiwan gaat het natuurlijk om de relatie met China. Een militaire bezetting van de afvallige provincie heeft voor Peking veel nadelen, maar politiek is het China uiteindelijk ook in Hongkong gelukt. In Indonesië gaat Prabowo Subianto, getrouwd met de dochter van Soeharto, aan de leiding. Op 14 februari 2024 zijn er verkiezingen. Deze voormalige generaal onder Soeharto werd in het verleden de toegang tot de VS ontzegd vanwege het schenden van mensenrechten in Timor. Hij is onder andere voorstander van een vredesplan voor Oekraïne waarin delen van Oekraïne zouden worden bezet door de Russen. Presidentskandidaat Trump heeft al aangegeven dat hij de oorlog in Oekraïne binnen 24 uur na zijn aantreden zal beëindigen. In Zuid-Afrika dreigt het ANC op 8 mei 2024 voor het eerst sinds 1990 de absolute meerderheid te verliezen en moet het samenwerken met andere partijen. India valt op dit moment goed bij beleggers, maar dan moet zittende president Modi volgend jaar wel winnen.

Belangrijkste verkiezingen voor 2024

Jan. 13	Taiwan	VP Lai Ching-te van liberale regeringspartij DPP loopt voorop in de peilingen. Sinds de laatste ontmoeting tussen Biden en Xi is het Taiwan-risico duidelijk afgenomen.
Jan. 15	VS	Eerste Republikeinse voorverkiezing; in Iowa. Trump aan de leiding, maar Wall Street schuift Haley naar voren, die eerst ook nog even DeSantis moet verslaan. Democraten hebben geen alternatief voor Biden en die verliest het op leeftijd en op verkeerde keuzes in het Midden-Oosten
Feb. 14	Indonesië	Prabowo Subianto aan de leiding met een duidelijke meerderheid
Mrt. 5	VS	'Super Tuesday' met 17 voorverkiezingen op één dag.
Mrt. 17	Rusland	Poetin gaat op voor nog eens zes jaar, winst gegarandeerd. Is al aan de macht sinds 1999.
Apr. 10	Zuid-Korea	Parlementsverkiezingen, in tussentijdse verkiezingen won de Democratische Partij (DP) van de regerende People Power Party (PPP)
April/Mei	India	PM Modi en regerend BJP wil derde termijn van 5 jaar, absolute meerderheid maakt hervormen door Modi eenvoudig.
Jun. 2	Mexico	Claudia Sheinbaum, de vorige burgemeester van Mexico-stad, lid van regeringspartij MORENA leidt de polls
Jun. 2	Zuid-Afrika	President Ramaphosa's ANC kan voor het eerst meerderheid verliezen. De Democratische Alliantie onder leiding van John Steenhuisen wil een coalitie tussen ANC en EFF voorkomen.
Jun. 6-9	EU	Eerst parlementsverkiezing na Brexit; mogelijk rechtse meerderheid dankzij Le Pen, Wilders, Meloni, Afd en de strijd tussen Sanchez en de Partido Popular.
Nov. 5	USA	Waarschijnlijk Biden versus Trump + Huis van Afgevaardigden + 1/3 Senaat
Dec. 17	VK	Deadline uitroepen verkiezingen, oppositie Labour leidt op moment schrijven de polls met 46 procent tegen 25 procent Conservatives

Amerikaanse presidentsverkiezingen

De belangrijkste verkiezingen voor de financiële markten in 2024 zijn de Amerikaanse presidentsverkiezingen. Op moment van schrijven loopt Biden nu achter op Trump in vijf van de zes belangrijkste staten (de zogenaamde swing-states). Natuurlijk worden er vraagtekens gezet bij de leeftijd van Biden (het verschil met Trump is 3 jaar en vijf maanden) en over zijn aanpak van de economie, maar de grootste verschuiving in het kiezerslandschap is veroorzaakt door Biden's aanpak in het Midden-Oosten. Biden heeft met zijn soepele opstelling richting Iran gewed op het verkeerde paard. Bovendien is de Democratische partij nu sterk verdeeld door de terroristische aanslagen van Hamas. Biden is een zelfverklaard Zionist en dat botert niet zo met de linkse vleugel van de Democratische partij

Verder gaat het de Amerikanen natuurlijk altijd om de eigen portemonnee. De naam van het verkiezingsprogramma van Trump is Agenda47, een verwijzing dat Trump straks de 47^e president zal worden van de Verenigde Staten. Trump lijkt er alles aan te willen doen om de verwachtingen dit keer te overtreffen. Zo belooft hij te investeren in vliegende auto's en gaat hij 'freedom cities' bouwen op ongebruikte federale grond. Net als in de economische free zones in China gelden er in deze freedom cities geen regels. Nog altijd is Trump typisch een president die iets wil nalaten. Geheel in zijn stijl moet dat wel iets megalomaans zijn, mogelijk dat hij zich stort op de snelwegen. Die zijn oorspronkelijk uitgerold door Eisenhower, de favoriete president van Trump. Bovendien zijn veel Amerikaanse wegen (en bruggen) wel aan vernieuwing toe.

Gevolgen Trump voor economie en beurs

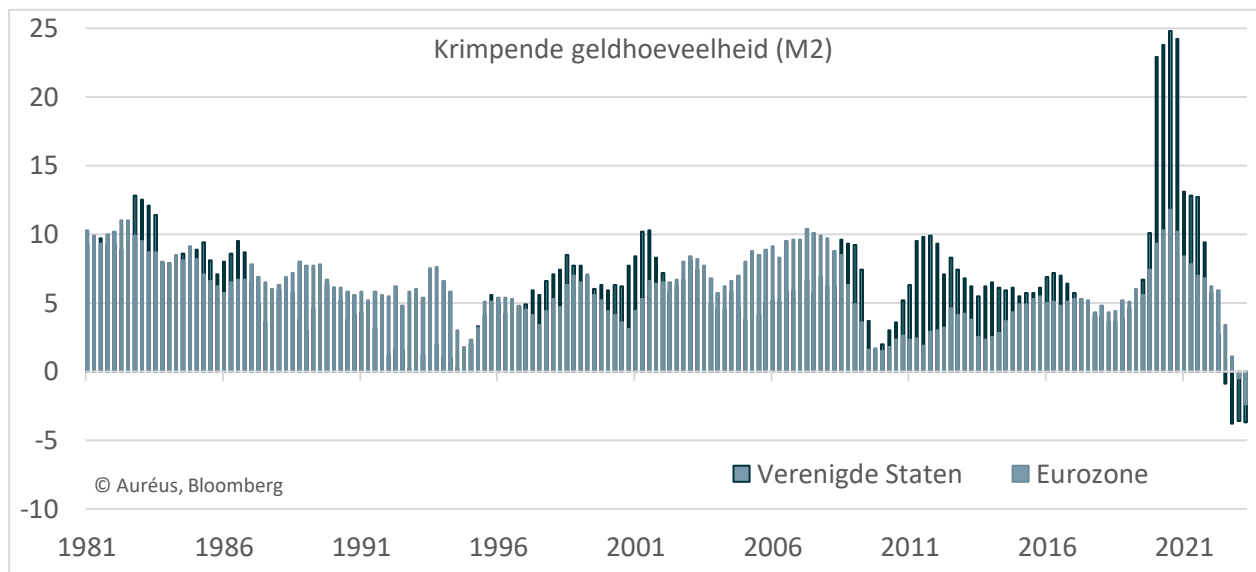
Een vaak onderschatte maatregel uit de eerste termijn van Trump was de verregaande deregulering. Sinds de bankencrisis in februari 2023 was er juist een beweging richting nog meer regulering. Regels over onder andere hogere kapitaalseisen gaan pas in 2025 in, net op tijd voor Trump om ze tegen te houden. Als Trump wint, dan krijgen ook de verschillende tijdelijke belastingverlagingen een meer permanent karakter. Gemiddeld scheelt dat per gezin 1.600 dollar per jaar, goed voor de bestedingen. Voor wat betreft de opstelling van Trump tegen China hebben de Democraten in de afgelopen jaren geprobeerd om de harde lijn van Trump te overtreffen. Wellicht het moment voor Trump om een deal te sluiten met China en de markt te verrassen. Wel komt er volgens Trump een heffing op alle producten uit landen die in zijn ogen niet eerlijk handel voeren.

Trump gaat ook ver in het stoppen met de afgelopen jaren ontstane oorlogen. Volgens Trump zou Hamas Israël nooit hebben aangevallen als hij president was. Hetzelfde zou gelden voor de invasie van de Russen. Hij belooft dat bij zijn aantreden het binnen 24 uur vrede is in Oekraïne. Ook zal Trump terugkomen op de Amerikaanse rol binnen de NAVO. Hij heeft in het verleden gedreigd om uit de NAVO te stappen als andere leden niet meer investeren in defensie. Onder de immigratie-voorstellen zijn onder andere een inreisverbod voor inwoners van moslimlanden, het oppakken van immigranten zonder geldige papier, grotere opvangcentra aan de grens en het einde van de regel dat iedereen die op het grondgebied van de Verenigde Staten is geboren automatisch Amerikaan is.

Tien redenen waarom de rente daalt

Wie terugkijkt naar rentepieken in de afgelopen veertig jaar leert dat het loont om op de piek van de rente in te stappen. In een verkrapingscyclus ligt die piek normaal gesproken ver voor de eerste renteverlaging door de centrale bank. Aandelen profiteren ook van een lagere rente, maar het voordeel van obligaties boven aandelen is dat het ook bescherming biedt tegen scenario's die niet zo goed zijn voor aandelen, zoals een recessie of een financieel ongeluk met een systeemcrisis tot gevolg. Hieronder de tien punten waarom de piek in de rente achter ons ligt.

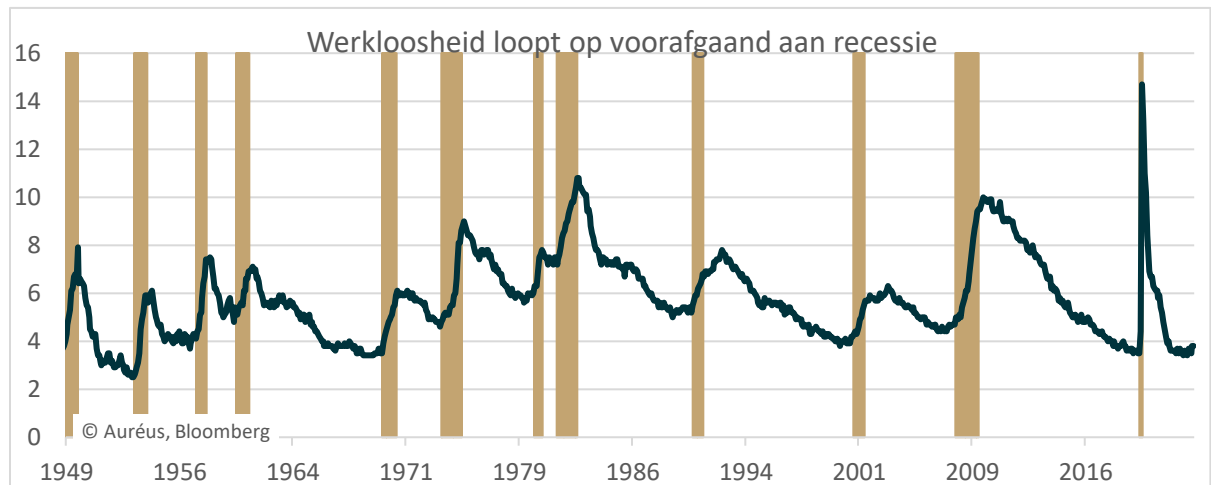
1. De lange rente is tegenwoordig in de eerste plaats een reflectie van de toekomstige beleidsrente van de Fed. Op het huidige niveau remt de rente de economische groei en is de Fed klaar met het verhogen van de rente.
2. Alle indicatoren wijzen op een oplopende werkloosheid. Waar de scherp dalende werkloosheid in de afgelopen jaren een stevige rugwind was voor de economie, is het juist de oplopende werkloosheid die een recessie in het verleden onvermijdelijk maakte. Nog altijd is een Amerikaanse recessie volgend jaar geen 'done deal', maar dat de groei afzwakt is wel duidelijk.
3. Wellicht is het nog wat onder de radar, maar de financiële problemen rondom de energietransitie zijn erg groot op dit moment. Gelet op de enorme bedragen (biljoenen) die hiermee zijn gemoeid, mag dit gerust worden gekwalificeerd als een systeemcrisis. Veel centrale banken dragen de energietransitie een warm hart toe. Deze transitie wordt nu ruw verstoord door de gestegen rente.



4. De rente is verhoogd om de inflatie te bestrijden. Het jaar 2023 is het jaar van desinflatie en de inflatie zal ook in de komende 12 maanden verder dalen. De laatste inflatiecijfers blijven verrassen aan de onderkant.
5. In de discussie of er nog wel kopers zijn voor Amerikaanse staatsobligaties is het van belang om op te merken dat het winstrendement (het omgekeerde van koers/winstverhouding) voor het eerst deze eeuw beneden het aanvangsrendement ligt op obligaties. Met de vele cash aan de zijlijn is dit voor steeds meer beleggers een aantrekkelijk instapmoment. Verder is de onrust over de financierbaarheid van de Amerikaanse staatsschuld overtrokken. Die schuld

kan in dollars namelijk altijd worden afgelost. Als de markt zich zorgen zou maken over de financierbaarheid, dan zou dat zichtbaar moeten zijn in de dollar. Niet dus.

6. Voorafgaand aan het FOMC-besluit, kwamen ook de ECB, de BoE, de BoC en de RBA met een pauze. In dat kader zou het extra bijzonder zijn als de Fed door zou gaan met het verhogen van de rente, aangezien dit vrijwel zeker een nog sterkere dollar tot gevolg zou hebben.



7. Centrale banken hebben in sneltreinvaart de rente verhoogd, maar wel vanaf een extreem laag niveau. Doordat ook veel marktpartijen zich dankzij de lage rente voor langere tijd hebben gefinancierd, werken deze renteverhogingen pas na een langer dan gebruikelijke vertraging van 12 tot 18 maanden. In 2024 zal de economie de renteverhogingen van de afgelopen 1,5 jaar in volle omvang voelen.
8. Of het nu komt door de bankencrisis eerder dit jaar of door het staartje van Basel 3, dat inmiddels wel wordt gezien als Basel 3.1 of Basel 4.0, de kredietverlening is duidelijk aan het imploderen. Normaal gesproken financieren banken tegenwoordig alleen nog maar partijen die daar geen behoefte aan hebben, maar niet uit te sluiten is dat veel banken wel tot hun nek in de financiering van de energietransitie zitten en dat doet nu even pijn.
9. Centrale banken mogen dan wel gestopt zijn met het verhogen van de rente, er is nog geen signaal dat men stopt met kwantitatief verkrappen. Nog altijd krimpen de balansen van de ECB en de Fed. De geldhoeveelheid krimpt nog altijd in Europa en de Verenigde Staten, terwijl er in de huidige omgeving steeds minder noodzaak toe is. De economie wordt ook zonder renteverhogingen al voldoende geremd.
10. Tot slot, de escalatie in het Midden-Oosten/Oekraïne/Taiwan. De kans dat één van deze conflicten uitgroeit tot een grotere oorlog is toegenomen. In tijden van oorlog moet de rente omlaag. Centrale banken zijn er dan in de eerste plaats om de overheid te financieren, het bestrijden van inflatie is van later zorg. De rente moet dan structureel beneden de nominale groeivoet van de economie uitkomen (reflatie) en financiële repressie is nog altijd een beproefd middel om schuld als percentage van het inkomen (BBP) te doen dalen.

Start van een nieuwe investeringscyclus

Normaal gesproken gaat aan een recessie een periode van te veel investeringen vooraf. Dat is dit keer niet het geval. Dat heeft gevolgen voor de recessie (die is veel vlakker omdat er geen excessen weggewerkt moeten worden) als voor de inflatie op wat langere termijn. Omdat er onvoldoende is geïnvesteerd in de afgelopen jaren, lopen we immers sneller aan tegen de capaciteitsgrenzen.

- Er zijn sinds de Grote Financiële Crisis eerder te weinig dan te veel huizen gebouwd. Dat geldt voor de Verenigde Staten waar er een tekort is van enkele miljoenen huizen, maar ook voor Nederland waar er door het vele ingrijpen in de woningmarkt effectief geen markt meer over is. De komende jaren zal er meer worden gebouwd.
- De energietransitie is kapitaalintensief en vertrouwt voor 80 procent op vreemd vermogen. Dat in combinatie met de relatief lage kasstromen is ook de reden dat veel investeringen op dit gebied nu stilliggen, maar centrale banken zullen er 'alles aan doen' om die investeringen weer op te starten.
- Kunstmatige intelligentie is een ontwikkeling van vele jaren, maar door de komst van ChatGPT (generatieve kunstmatige intelligentie) is er opeens een 'sense of urgency' ontstaan.
- De noodzaak om te deglobaliseren neemt toe. Waar het tijdens de coronapandemie vooral ging om de afhankelijkheid van China of van één enkele toeleverancier, werd het door de oorlog in Oekraïne ook van militair-economisch belang. Zie bijvoorbeeld het opzetten van nieuwe chipsfabrieken wereldwijd.
- Er is een tekort aan arbeid en de lonen zijn sterk gestegen. Deze combinatie zorgt er vooral voor dat ondernemers meer gaan investeren in kapitaalgoederen zodat werknemers sneller en efficiënter kunnen produceren, waardoor het bedrijf uiteindelijk met minder mensen toe kan.
- Veel investeringsbeslissingen zijn tijdens het 'nieuwe normaal' uitgesteld. Bedrijven kozen er vooral voor om bestaande activa te kopen, bijvoorbeeld de eigen aandelen. Dit is een direct gevolg van de extreem lage rente. Centrale bankiers mogen dan verwachten dat investeringen toenemen als de rente omlaaggaat, de praktijk leert dat er vooral zeepbellen worden geblazen door er wordt geleend om bestaande activa te kopen. Nu moet er worden geïnvesteerd.
- Inmiddels heeft ook India (naast China) een grotere bijdrage aan de groei van de wereldeconomie. In India moet nog veel worden geïnvesteerd in infrastructuur. Tegelijkertijd is infrastructuur in de westerse wereld sterk verouderd.
- De overheid heeft post-corona een veel grotere rol gekregen. Niet alleen in de energietransitie, maar tegenwoordig klopt iedereen aan bij de overheid. Overheden gaan meer investeren en concurreren met bedrijven op de arbeidsmarkt. Schaarste die alleen is op te lossen met investeringen.

Meer investeringen betekent een hogere productiviteit, een hogere economische groei en sterker stijgende bedrijfswinsten. Het kan zelfs zorgen voor een structureel hogere reële rente.

Een zeepbel in de Magnificent Seven

De aandelenmarkt van 2023 werd gedomineerd door de Magnificent Seven (Mag 7). Deze zeven aandelen zijn gestegen tot het hoogste punt ooit. De Magnificent Seven zijn vergelijkbaar met de FANG- of FAAMG-aandelen, die al veel langer de aandelenmarkt domineren. Toch is de kans groot dat deze aandelen in 2024 verder stijgen. Dat komt doordat de winstontwikkeling van deze zeven aandelen dit jaar (+70 procent) ongeveer gelijk is aan de koersstijging (+71 procent). Daarmee zijn deze aandelen per saldo niet duurder geworden. Sterker nog, vergeleken met de afgelopen vijf jaar bevinden ze zich helemaal aan de onderkant van de bandbreedte gewaardeerd. Dat terwijl er voldoende redenen zijn om deze aandelen hoger te waarderen, gelet op de nog altijd positieve winstverrassingen en de stijgende winstmarges.

Een belangrijke reden waarom deze aandelen verder kunnen stijgen, is de komst van generatieve kunstmatige intelligentie. Normaal gesproken zitten grote bedrijven zichzelf in de weg als het gaat om innovatie. Zeker op het gebied van technologie kunnen zelfs de grootste bedrijven in enkele jaren weggevaagd worden door een klein bedrijf met een beter idee. Alleen bij kunstmatige intelligentie is dat anders. Voor de ontwikkeling en het gebruik van kunstmatige intelligentie is namelijk veel data vereist. De meeste data zit tegenwoordig geconcentreerd in de cloud. Nu zijn de aanbieders van clouddiensten beperkt tot de grote IT-bedrijven die onderdeel zijn van de Mag 7. Er is geen afnemende meeropbrengst. Groter is altijd beter.

De Big Tech-bedrijven in de Mag 7 zijn feitelijke monopolisten, vaak mogelijk gemaakt door disruptieve innovaties uit het verleden. Door de komst van het internet en de verbeteringen op handelsgebied gaat technologie tegenwoordig in korte tijd viraal. Waar een bedrijf vroeger decennia nodig had om wereldwijd een netwerk uit te bouwen, kunnen technologiebedrijven dat in enkele jaren. Snelheid is belangrijk, want uiteindelijk geldt het principe 'Winner takes All' ook hier. Dat betekent dat juist deze bedrijven met hun abonnementsmodel geen enkele moeite hebben om prijzen te verhogen. De afnemer kan niet naar de concurrent, want die is er niet. Mogelijk voordeel voor 2024 is dat – afgezien van Amazon – al deze bedrijven veel meer dan 40 procent van de omzet buiten de Verenigde Staten behalen en daarmee dus relatief profiteren van een zwakkere dollar.

Investerings in technologie zijn in de afgelopen decennia een steeds groter onderdeel gaan uitmaken van de gemiddelde bedrijfsinvesteringen. Die investeringen komen in cycli. Tijdens de coronacrisis werd er volop geïnvesteerd omdat iedereen opeens ging thuiswerken, thuiswinkelen en thuis studeren. Dit jaar (post-corona) liggen de investeringen op het laagste punt van de afgelopen 14 jaar. Toch is de behoefte om te investeren groot en dat komt onder andere door de krappe arbeidsmarkt. Die krapte kan worden opgelost met kunstmatig intelligente toepassingen die al redelijk eenvoudig zijn uit te rollen. Omdat de (minimum) lonen stijgen is er een duidelijke prikkel voor ondernemers om te investeren in technologische oplossingen. Bovendien is de komst van Chat-GPT ook in veel bestuurskamers reden om meer te gaan doen met kunstmatige intelligentie. Inmiddels zijn de meeste budgetten voor 2024 verdeeld en een groot deel gaat naar kunstmatige intelligente oplossingen. Die investeringen profiteren waarschijnlijk volgend jaar ook nog eens van een lagere rente.

Als de Mag 7 het huidige groeitempo weten vol te houden zullen deze aandelen volgend jaar zeker beter presteren dan het marktgemiddelde. Niets kan immers op tegen een winstgroei van 70 procent. Nu is zo'n

percentage bij dit soort grote bedrijven moeilijk voorstelbaar, maar Nvidia is daadwerkelijk het eerste bedrijf ooit dat vanaf zo'n grote omvang relatief fors weet te groeien. Op basis van de winstverwachtingen voor de markt is nu al duidelijk dat deze aandelen ook volgend jaar sterker groeien dan de markt, tegen hogere winstmarges en met veel betere balansverhoudingen. Een nadeel is natuurlijk dat de verwachtingen voor de Mag 7 al hoog zijn gespannen. Het komt bepaald niet over als de ideale 'tip van de week'. Toch zijn alle ingrediënten voor een voortzetting van de hype aanwezig, vooral ook omdat de waardering veel lager ligt dan in 2000 (Tech's four Horsemen) of in 1972 (Nifty Fifty). Volgens Charles P. Kindleberger (Manias, Panics & Crashes) zijn er namelijk vier voorwaarden waaraan moet worden voldaan.

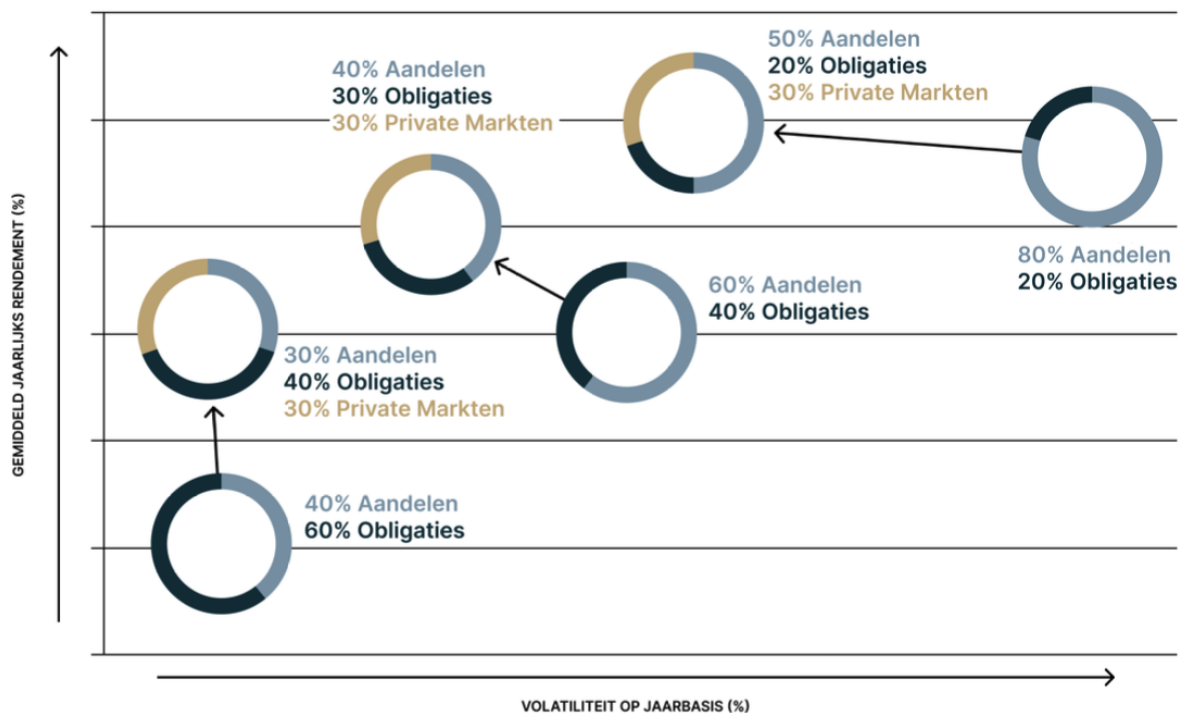
1. Allereerst moet er sprake zijn van een *verschuiving in de economische realiteit*. Die verschuiving is er in de vorm van kunstmatige intelligentie. Waar de industriële revolutie ging over de automatisering van de menselijke spierkracht gaat deze IT-revolutie over de automatisering van de menselijke denkkraft. De economische gevolgen zijn groter dan de komst van het internet of de komst van de iPhone. Daarmee is de impact op productiviteit en daarmee economische groei ook groter.
2. Er moet wel sprake zijn van een *belofte in de verre toekomst* die op dit moment niet eenvoudig is te kwalificeren. Bij de dotcombubbel was dat de komst van het mobiele internet, iets wat uiteindelijk pas duidelijk werd met de komst van de iPhone in 2007. Ook bij kunstmatige intelligentie hebben we nog wel enige tijd nodig om te overzien wat de mogelijkheden allemaal zijn.
3. Het derde vereiste is de verbreding is van de beleggersdoelgroep. Tot dit jaar was een investering in bijvoorbeeld Nvidia voorbehouden aan techbeleggers. Uiteraard zijn er tegenwoordig ook grote groepen indexbeleggers die in elke bedrijf beleggen. Technologie zit nu feitelijk in alle sectoren, software is eating the world. Daarnaast zijn er ook beleggers die instappen in de Mag 7 als alternatief voor defensieve bedrijven, onder het motto dat het met zo'n marktpositie en groei uiteindelijk wel goed komt. Het is zelfs een betere veilige haven om in te beleggen dan in langlopende Amerikaanse staatsobligaties die in de afgelopen 3 jaar zijn gehalveerd. Dan is er een groeiende groep 'tracking-error'-beleggers. Gelet op de grote dispersie tussen de Mag 7 (+71 procent) en de 493 overige aandelen uit de S&P (+6 procent) willen steeds meer beleggers de Mag 7 niet onderwegen.
4. De laatste voorwaarde is liquiditeit, brandstof voor de beurs. Die is op dit moment nog altijd uiterst krap, maar dat zal in 2024 verbeteren. Het risico op korte termijn is dat defensieve beleggers hun slecht presterende defensieve aandelen uit de sectoren consument defensief, nutsbedrijven en voedingsbedrijven inruilen voor meer grote techbedrijven. Daarmee krijgt de vlucht naar de Mag 7 een zelfversterkend effect door de grote dispersie tussen aandelen. Als volgend jaar de liquiditeit verbetert en de rente daalt, dan kan de Mag 7 nogmaals sterk stijgen.

Waarom private markten groeien

Op het eerste gezicht is het onderscheid tussen private markten en publieke markten relatief klein. Het verschil wordt namelijk bepaald door het al dan niet hebben van een beursnotering. In theorie zorgt die beursnotering voor een hogere waardering, beleggers eisen immers geen liquiditeitspremie. Dankzij de communicatietechnologie zijn beurzen virtuele marktplaatsen geworden. Via een virtuele marktplaats is alles verhandelbaar en daarmee ook liquide. Neem bijvoorbeeld de huizenmarktplaats Funda of de veilingwebsite Catawiki. Zoiets zal in de toekomst ook met private markten gaan gebeuren. Zodra door de toegenomen transparantie koper en verkoper het eens kunnen worden over een prijs ontstaat er liquiditeit. Dat kan een sterke impuls geven aan investeren in private markten, maar zal natuurlijk ook voor de nodige uitdagingen zorgen.

Waarom beleggen in Private Markten?

Risico - Rendement



De effecten van regulering

Die uitdagingen zijn er veel minder op de publieke markten. Het essentiële verschil zit namelijk in de mate van regulering. Publieke marktplaatsen zijn steeds verder gereguleerd om te voorkomen dat de koper een kat in de zak koopt. Nu is de bescherming van de koper veel waard, maar het kan de verkoper ook afschrikken. Een mooi voorbeeld is de Sarbanes- Oxley wetgeving. De geëiste verslaglegging is zo transparant dat ook concurrenten daarmee hun voordeel kunnen doen. Daarbovenop komt de kennelijke noodzaak om bestuurders van bedrijven aan te spreken op zaken waarvoor ze wel verantwoordelijk zijn, maar waarop ze relatief weinig invloed hebben. De ultieme sanctie is zelfs dat bestuurders van een beursgenoteerd bedrijf de gevangenis in gaan. Dan zijn er nog de stakeholders, die dankzij nieuwe wetgeving ook steeds meer macht

krijgen. Maatschappelijk gezien wellicht een positieve ontwikkeling, maar het kan de eigenaar van een bedrijf er wel van weerhouden om te opteren voor een beursnotering. Tot slot zijn bedrijven niet meer verplicht om op de beurs geld op te halen. De markt voor private equity is volwassen geworden en het is daar veel eenvoudiger om kapitaal op te halen.

Vastgoed is op de beurs een andere belegging

Ook voor vastgoed is een gang naar de beurs geen voor de hand liggende ontwikkeling meer. Beurskoersen kunnen sterk afwijken van de onderliggende waarde en daardoor oogt beursgenoteerd vastgoed onnodig risicovol. Bovendien worden vastgoedbedrijven na een beursgang ook meer vastgoedondernemers. Ze gaan zich gedragen als een echt bedrijf dat aandelen inkoopt en weer uitgeeft, actief is op het gebied van projectontwikkeling en streeft naar een plek in belangrijke indices. Daarmee lijken ze steeds meer op reguliere aandelenbeleggingen en minder op een pure belegging in vastgoed. Veel vastgoedbeleggers hechten er bovendien aan dat een investering een kop en een staart heeft, waardoor ze ook beter kunnen inschatten of er voldoende rendement staat tegenover het risico. En er blijft een behoefte om de stenen te kunnen zien.

Kredietverlening buiten de banken om

Relatief nieuw is de categorie private debt. Die is juist ontstaan omdat publieke markten niet goed meer functioneren. Zo is de bankensector in de afgelopen decennia vergaand gereguleerd en gelden er tegenwoordig tal van kapitaalseisen. Het probleem met die algemene regels is echter wel dat er specifieke gevallen zijn die tussen de wal en het schip vallen. Wie een grachtenpand dat nu dienstdoet als kantoor wil verbouwen naar appartementen, klopt tevergeefs aan bij een bank voor een lening. De risico's worden door de wetgeving veel te hoog ingeschat. Private markten stappen in dit gat en maken hoge rendementen. Tal van kredieten die vroeger via het financiële systeem liepen, gaan nu via de private markten, alleen omdat de vinkjes niet kunnen worden gezet. Door de groei van de private markten is ook de toegevoegde waarde van investeringen in deze markten vanuit portefeuilleperspectief fors toegenomen. Ze verbeteren de verhouding tussen risico en rendement en zorgen voor financiële rust.

Tien redenen om in private debt te investeren

Door de beperkte liquiditeit op private markten, zijn private markten vooral geschikt als structurele allocatie in een beleggingsportefeuille. Toch zijn er wel degelijk cycli in private markten. Vastgoedcycli zijn relatief lang, tot wel twintig jaar, waarbij er grote geografische verschillen zijn. De private equity-cyclus loopt meer mee met de economische cyclus, waarbij vooral wanneer er sprake is van een recessie er meestal sprake is van hogere rendementen. Private debt loopt in principe mee met de kredietcyclus, maar de laatste tijd spelen er ook structurele factoren waardoor er sprake is van een aantrekkelijk instapmoment:

1. Centrale banken zorgen voor een *krimpende geldhoeveelheid*. In plaats van kwantitatieve verruiming is er nu sprake van kwantitatieve verkrapping. Het gevolg is dat het veel moeilijker is om aan krediet te komen.
2. Begin dit jaar was er een *bankencrisis* in de Verenigde Staten. De oorzaak van die bankencrisis was de gestegen korte rente in combinatie met papieren verliezen op langlopende activa (voornamelijke Treasuries). Gelet op de verdere stijging van de rente zijn de problemen daar eerder groter dan kleiner geworden.
3. Banken worden niet alleen terughoudender met krediet verlenen door de bankencrisis, maar ook door *hogere kapitaalseisen* uit Bazel III. Dat is de reden dat veel Duitse financiers zich terugtrekken uit Nederlands vastgoed.
4. Financiering vanuit de reguliere banken is door alle regelgeving de laatste jaren hopeloos inflexibel. Bij private debt is er veel meer *flexibiliteit* mogelijk. Direct lending, mezzanine, distressed debt, special situations, venture debt en vooral de financiering van kleine en middelgrote bedrijven.
5. De stijgende rente op de obligatiemarkt zorgt ook voor *stijgende rentes op private debt*. In combinatie met andere factoren is de vergoeding op dit moment aantrekkelijk, zodat private debt kan concurreren met alle andere beleggingscategorieën.
6. Private debt maakt in toenemende mate gebruik van *technologie*. Waar banken vaak nog vastzetten in oude systemen, kan technologie veel waarde toevoegen in de selectie, maar bijvoorbeeld ook in de controle en de terugwinning.
7. De *integratie van duurzaamheid* is met private debt veel eenvoudiger dan met andere vormen van krediet. Een bancaire instelling heeft meestal op meerdere vlakken relaties met een cliënt, waardoor flexibiliteit op dit gebied ontbreekt.
8. Private debt zijn vooral leningen met een *variabele rente*. Daardoor ligt het risico op een stijgende rente niet bij de investeerder, maar bij de kredietnemer. Bij een stijgende rente is private debt om die reden aantrekkelijk. Helemaal risicovrij is dit overigens niet. Als de rente zo sterk stijgt dat de kredietnemer in de problemen komt, is er sprake van extra kredietrisico.
9. Met de sterke groei van de private debt markt zijn er veel meer mogelijkheden voor selectie en ook *meer mogelijkheden om te spreiden*. Een goede kredietportefeuille moet nu eenmaal sterk gespreid zijn om de specifieke risico's kwijt te raken.
10. Private debt kan veel toevoegen aan bestaande portefeuilles. In de afgelopen twee jaar beweegt de aandelenmarkt per saldo zijwaarts. Juist in zo'n periode is de relatief hoge vergoeding van private debt aantrekkelijk. Een bron van rendement *wanneer beurzen zijwaarts bewegen*.

Biodiversiteit is het nieuwe CO2

De film 'An inconvenient truth' van Al Gore heeft gezorgd voor een sterke tunnelvisie op CO2. In één klap kon de dreigende klimaatcrisis worden opgelost met het reduceren van een eenvoudig te meten gas, genaamd CO2. Was het maar zo simpel. CO2 is niet het enige gas dat bijdraagt aan het broeikaseffect. Om CO2 te reduceren moet er worden overgeschakeld op een economie zonder fossiele brandstoffen. Dat klinkt eenvoudiger dan het is.

We hebben er 150 jaar over gedaan om meer dan 100 miljoen vaten olie per dag te produceren en te consumeren. Ook moeten er eerst veel fossiele brandstoffen worden verstoekt om over te schakelen naar alternatieve energie. Daardoor is het inherent onmogelijk om op korte termijn – bijvoorbeeld 2030 of zelfs 2040 – beoogde klimaatdoelstellingen te halen. Bovendien hebben veel maatregelen ook de nodige negatieve neveneffecten. Dat laatste kan deels ondervangen worden door niet specifiek naar de 'carbon footprint' te kijken, maar in plaats daarvan naar de 'environmental footprint'. Dan is er meer oog voor de totale impact inclusief negatieve neveneffecten.

Bij broeikasgassen wordt er een onderscheid gemaakt tussen die gassen die direct worden veroorzaakt door de mens en de gassen waar de mens geen invloed op heeft. Maar alle broeikasgassen absorberen infrarode straling, waardoor de warmte van de zon wordt gevangen in de atmosfeer. Veruit het belangrijkste broeikasgas is waterdamp. Het komt in de atmosfeer via verdamping en valt weer terug op aarde, meestal in de vorm van regen. De veronderstelling dat de mens geen invloed heeft op de hoeveelheid waterdamp in de atmosfeer is niet juist. Zo zijn er steeds meer aanwijzingen dat ontbossing een veel grotere invloed heeft op het klimaat dan de uitstoot van CO2. Een hogere temperatuur zorgt voor meer verdamping en dus ook voor meer waterdamp. Een bos zorgt juist voor afkoeling. Er wordt wel gesteld dat 1 boom gelijk is aan 10 airconditioners. Nu is er in de afgelopen 100 jaar meer bos verdwenen dan in de 9.000 jaar daarvoor. Niet zo vreemd dat de aarde opwarmt

Aandacht voor de verkeerde details

Door de focus op CO2 is er zoals zo vaak sprake van aandacht voor de verkeerde details. Bovendien zijn de oplossingen om CO2 te reduceren bepaald discutabel, ook in financieel opzicht. Zo is ervoor gekozen om fors te investeren in elektrisch aangedreven auto's. Alleen wordt er bij de productie van zo'n auto veel CO2 geproduceerd. Bij auto's met grotere batterijen is het daarom maar de vraag of er per saldo CO2 wordt bespaard. Datzelfde geldt overigens ook voor zonnecellen, windmolens en andere maatregelen. Bij de productie daarvan gaat de CO2-uitstoot eerst omhoog en pas op lange termijn omlaag. Bovendien zijn dit investeringen die veel kapitaal vergen. Dat wordt grotendeels gefinancierd met vreemd vermogen, maar door de gestegen rente zijn die investeringen zonder meer subsidie niet opportuun. Ook rijden elektrische auto's in Nederland nog altijd op steenkool. Immers de marginale aanbieder van elektriciteit in Nederland zijn de overgebleven drie steenkolen centrales. De laatste drie in Nederland draaien weliswaar op een derde van de capaciteit (de overige capaciteit van deze centrales mag iedere Nederlander afkopen via de energierekening), maar vanwege de sterk gestegen vraag naar elektriciteit kunnen die centrales niet dicht. Het mag duidelijk zijn dat de marginale vraag naar elektriciteit komt van elektrische auto's. Zonder die auto's werd er duidelijk minder elektriciteit verbruikt. Op de huidige manier dragen elektrische auto's alleen maar

bij aan de hogere CO₂-uitstoot. Als dan de subsidies voor elektrische auto's vergeleken worden met de kosten van het herbebossen is het verschil wel erg groot. Gelukkig hebben elektrische auto's ook positieve neveneffecten. De uitstoot van fijnstof gaat er een beetje door omlaag. Het meeste fijnstof komt niet uit de uitlaat, maar van autobanden.

Oplossen van een complex probleem

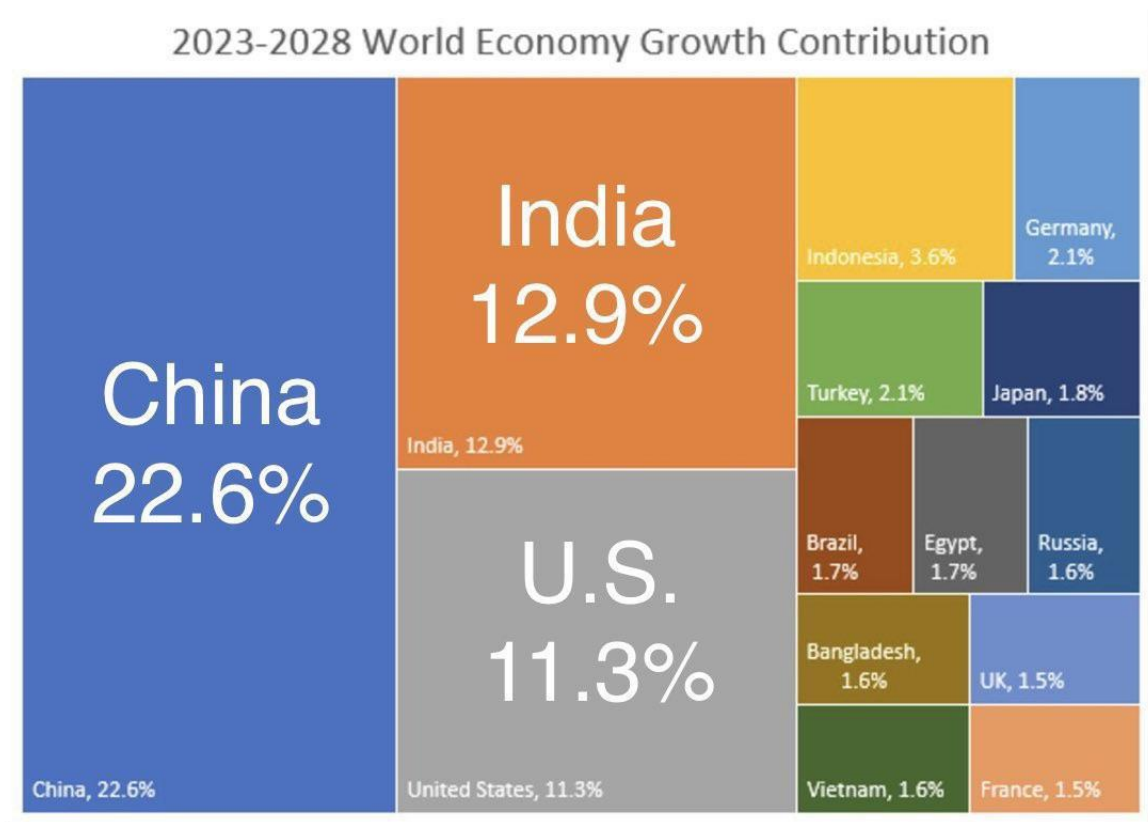
Het voordeel van de nieuwe focus op biodiversiteit is dat wordt erkend dat het probleem complex is en dat er daardoor meer oog is voor negatieve neveneffecten van bepaalde maatregelen. Het nadeel is dat biodiversiteit veel minder eenvoudig is te meten dan de hoeveelheid CO₂ in de atmosfeer. Daar kan de techniek (Big Data, Internet-of-things, cloud computing) wel bij helpen, al is het op dit moment niet eenvoudig om dit te vertalen naar daadwerkelijke keuzes op beleggingsgebied. Bovendien willen overheden dit complexe probleem oplossen door de staart met de koe te laten zwaaïen. Terwijl het juist aan de overheid is om hier de pijnlijke keuzes te maken, niet de markt. Een vrijemarkteconomie kan goed worden bijgestuurd door wetten en regels, desnoods met boetes en subsidies, maar niet doordat de overheid de rol over wil nemen van de 'onzichtbare hand' van die vrije markt. En dat is wat de overheid (Brussel) met duurzaam beleggen probeert te doen. Daarmee gaan te veel voordelen van de vrije markt verloren.

Biodiversiteit is het nieuwe CO₂

Een manier om de mate van biodiversiteit in kaart te brengen, is door te kijken naar zogenaamde 'planetary boundaries'. In het kader van 'There is no Planet B' zitten er grenzen aan wat het ecosysteem van de aarde kan dragen. Klimaatverandering (en ook CO₂) is daar een onderdeel van, maar ook niet meer dan dat. Wie kijkt naar de andere onderdelen ziet meteen dat er meer voordelen zitten aan herbebossing, en eigenlijk meer nadelen aan de introductie van elektrische auto's, zonnecellen, windmolens etc. Wel is de uitkomst bij de planetary boundaries minder optimistisch dan bij het meten van enkel CO₂. In het geval van CO₂ is er nog zicht op een oplossing zolang we maar 'Paris Aligned' blijven. In het geval van de planetary boundaries lijkt het er verdacht veel op dat we te laat zijn. Daarvoor zijn veel verdergaande maatregelen vereist, bijvoorbeeld in de vorm van 'groene krimp', waarbij we een voorbeeld kunnen nemen aan Japan. Daarnaast lijkt de overheid zelf al in te zetten op maatregelen waarmee we ons aanpassen aan de nieuwe realiteit. Dankzij de laatste 'green bond' van de Nederlandse overheid wordt vol ingezet op hogere dijken en dat kan natuurlijk alleen maar door meer CO₂ uit te stoten. In dat kader heeft de overheid het dan ook over 'blue expenditures' en niet langer over de 'vergroening' van de economie. Voor de Nederlandse overheid is blauw dus het nieuwe groen. Blijft alleen nog de vraag of die dijken bijdragen aan de biodiversiteit.

De toekomst van Azië

India draagt meer bij aan de groei van de wereldeconomie dan de Verenigde Staten. Samen met China zijn het de twee belangrijkste landen die bepalen hoe sterk de wereldeconomie groeit. Toch is het gewicht van China in de wereldindex iets meer dan 3 procent en India haalt de 2 procent niet eens. In de afgelopen jaren kozen veel beleggers ervoor om indirect te beleggen in Azië, via bijvoorbeeld multinationals die voor een groot deel afhankelijk zijn inkomsten uit Azië. Het is maar de vraag of dat in de toekomst zo kan blijven. De koude oorlog tussen China en de Verenigde Staten zorgt er voor dat Amerikaanse bedrijven steeds moeilijker toegang krijgen tot China. En er gaat geen week voorbij of een Amerikaans Congreslid dringt aan op de uitsluiting van een Chinees bedrijf. Toch zijn vier van de vijftien meest populaire apps in de Verenigde Staten Chinees: Temu, Shein, TikTok en CapCut. Dankzij een thuismarkt van 1,2 miljard mobiele internetgebruikers liggen de kansen voor Chinese internetbedrijven tegenwoordig vooral buiten China.



Source: Bloomberg

China is inmiddels ook de grootste exporteur van elektrische auto's in de wereld en speelt een centrale rol in het mogelijk maken van de energietransitie. India staat op het kantelpunt waarop de economische groei kan versnellen. Het land profiteert van een neutrale rol in een gepolariseerde wereld, net als Zwitserland en Zweden in het verleden tijdens de koude oorlog met de Russen. Economisch staat India nu waar China rond de millenniumwisseling stond. In absolute omvang is de economie van de voormalige kolonie inmiddels groter dan die van het Verenigd Koninkrijk.

De verwachtingen voor China zijn niet hooggespannen. De problemen op de huizenmarkt zetten een sterke rem op de consumptie, ook omdat Chinezen normaal gesproken bijna 80 procent van hun vermogen in het huis hebben zitten. Het grootste risico van de Marxistische agenda in Peking is dat het de 'animal spirits' te lang onderdrukt zijn om goed te herstellen. Dat terwijl een groot deel van Azië draait op het ondernemerschap van de Chinezen.

Vietnam en Japan als alternatief voor China

Begin 2023 is de overweging van China in portefeuilles gereduceerd ten gunste van Vietnam. Dat land voldoet aan alle verwachtingen voor wat betreft een opkomende markt. Mogelijk dat deze frontier markt in 2024 ook daadwerkelijk een opkomende markt zal worden. Naast Vietnam is Japan in Azië aantrekkelijk gewaardeerd en hebben meer dan tien jaar Abenomics het gewenste effect. Het is ook één van de weinige landen waar inflatie een positieve invloed heeft op de economie. Het belangrijkste exportland van Japan is tegenwoordig China en werkelijk alles in Japan is goedkoop, daarbij geholpen door de halvering van de Japanse yen in de afgelopen jaren. Bovendien loopt Japan voorop voor wat betreft robotica en de circulaire economie.

Valutaire meewind

Sinds de piek in de Amerikaanse rente eind oktober is de dollar verzwakt. Daarmee is er ruimte voor Aziatische valuta om aan kracht te winnen. In Azië zijn met name de Chinese renminbi en de Japanse yen interessant. De Chinese renminbi profiteert van grotere discipline van de Peoples Bank of China op het gebied van inflatie. Deze centrale bank lijkt op de Bundesbank. Beide banken zien inflatie als het grootste risico. Dat terwijl Fed en ECB veel meer focussen op economische groei. Zo gingen er eind jaren zestig nog vier D-mark in een dollar en stond de Duitse rente boven de Amerikaanse rente. Begin jaren tachtig ging er 1,5 D-mark in een dollar en stond de Duitse rente beneden de Amerikaanse rente. Dit is ook het lange termijn beeld voor de renminbi versus de dollar. Op kortere termijn kan de Japanse yen aantrekken, zeker op het moment dat meer Japanners ook daadwerkelijk in Japan gaan beleggen en investeren. De munt staat nu op het laagste niveau sinds 1990, gecorrigeerd voor inflatie zelfs op het laagste niveau sinds begin jaren zeventig. Normaal gesproken heeft een zwakke economie een zwakke munt, maar de Japanse economie en het Japanse bedrijfsleven draaien beter dan in de afgelopen decennia.

De eeuw van Azië

In 1960 waren de Verenigde Staten, West-Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk de vier grootste economieën van de wereld. In 2027 zal de economie van India groter zijn dan die van Duitsland. Voor het eerst in meer dan 300 jaar staat er dan geen Europees land meer in de top vier. Na de Verenigde Staten volgen China, Japan en India. Driehonderd jaar geleden was het inkomen per hoofd van de bevolking in Europa gelijk aan de genoemde landen in Azië. Daarna begon de grote divergentie. De belangrijkste reden van de Amerikaanse antipathie tegen China is gebaseerd op het feit dat in de komende jaren de Chinese economie de Amerikaanse economie zal inhalen. Het zal lange tijd duren voordat Azië zowel wat betreft hard power (economisch en militair) als soft power (media en cultuur) de Amerikaanse hegemonie zal overtreffen, maar het proces is in gang gezet en zal in de komende jaren gaan versnellen.

Geopolitieke onrust

De belangstelling voor geopolitieke risico's is groot. Het wordt zelfs gezien als één van de grootste bedreigingen voor de wereldeconomie. Na het interbellum dat liep van de val van de muur tot aan de aanslagen van 11 september is de geopolitieke stress alleen maar toegenomen. Dat kwam ook door gebeurtenissen als Brexit, de reacties op de Grote Financiële Crisis, Covid-19, het opkomende populisme, de oorlog in Oekraïne, de groeiende rivaliteit tussen China in de Verenigde Staten en recent door de terroristische aanslagen in Israël.

Wat men vreest bij geopolitieke onrust is escalatie. Toch blijken geopolitieke gebeurtenissen negen van de tien keer vooral een eenmalige gebeurtenis en financiële markten nemen die al snel voor kennisgeving aan. Er gaan echter decennia voorbij waarin niets gebeurt en daarna weken waarin decennia zich voltrekken, vrij vertaald naar Lenin. Er zijn bij geopolitieke gebeurtenissen ruwweg twee dimensies: het effect op de lokale politiek en het effect op de wereldorde.

Lokale politiek

Sinds het einde van de koude oorlog (met de Russen) staat in het Westen het sociale contract tussen overheid en burger onder druk. Globalisering zorgt dan wel voor economische groei, maar de voordelen zijn ongelijk verdeeld. Gecombineerd met vergrijzing en snelle technologische ontwikkelingen wordt de welvaartsstaat onbetaalbaar. Dit heeft gezorgd voor de opkomst van het populisme wat een motor is voor geopolitieke veranderingen: Brexit, de rivaliteit tussen China en de VS en de Russische invasie in de Oekraïne. Allemaal in de eerste plaats ontstaan als gevolg van binnenlandse politiek.

Wereldorde

De koude oorlog werd gekenmerkt door een bipolaire wereld tussen de Verenigde Staten en de Sovjet-Unie. Na de koude oorlog waren de Amerikanen de enige overgebleven wereldmacht. Gelet op de recente gebeurtenissen wordt er steeds vaker gesproken over een multipolaire wereld. De laatste keer dat er gesproken kon worden van een multipolaire wereld was voor de Eerste Wereldoorlog met landen als het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, Japan, Rusland, de Verenigde Staten en zelfs Italië en Oostenrijk-Hongarije als de verschillende polen. Wat we nu zien is op zijn best een bipolaire wereld tussen China en de Verenigde Staten. Tegelijkertijd zijn deze twee landen economisch veel meer geïntegreerd dan Rusland en de Verenigde Staten ooit waren. De wereld opdelen in twee geïsoleerde blokken is niet in het belang van deze twee landen. De strijd tussen beide landen zal zich toespitsen op technologie, economische standaarden en innovatie. China wil met de energietransitie bewijzen dat het Marxistische systeem beter is dan het kapitalisme, vergelijkbaar met de ruimterace tussen de Russen en de Amerikanen. De winnaars zijn de landen die neutraal blijven en met beide blokken handeldrijven. Ook is er een gevecht om grondstoffen. Verder zitten er aan deze tweestrijd ook voordelen. Innovaties zoals het internet, robotica en vaccins zijn door hoge R&D investeringen ontstaan.

Vier scenario's voor 2024

Zachte landing, recessie, systeemcrisis of een hype

Wie de toekomst op de financiële markten wil voorspellen doet er verstandig aan om te denken in scenario's. Het basisscenario voor volgend jaar is opvallend genoeg het scenario van een zachte landing. Een jaar geleden leek de kans op zo'n zachte landing klein, de overgrote meerderheid rekende op een recessie in 2023. Het feit dat de zachte landing het basisscenario is geworden, verklaart een groot deel van de ontwikkeling op de financiële markten in 2023. Nu bestaat de wereld voor aandelenbeleggers voor meer dan twee derde uit Amerikaanse aandelen. De invloed van de Amerikaanse economie gaat nog een stuk verder, mede gelet door de rol van de dollar als reservemunt. Europa wordt vooralsnog geconfronteerd met het gevreesde stagflatiescenario, maar met enige goede politieke wil is zelfs hier een zachte landing mogelijk, wellicht geholpen door Azië. Het betekent overigens niet dat een recessie voor 2024 van tafel is, alleen is de kans daarop duidelijk afgenomen. Naast een recessie bestaat er ook nog een scenario dat de financiële wereld getroffen wordt door een nieuwe systeemcrisis, een direct gevolg van de gestegen rente. Naast de twee negatieve scenario's met een recessie of een systeemcrisis, is er ook een veel positiever scenario. De kans op een hype volgend jaar is duidelijk toegenomen. De neutrale portefeuille die geoptimaliseerd is met de toevoeging van private markten is de beste portefeuille voor deze verschillende scenario's.

Zachte landing

In een zachte landing-scenario is er geen sprake van een recessie. De rentestijging die we in de tweede helft van dit jaar hebben gezien, was in de eerste plaats het gevolg van het uitprijzen van zo'n recessie. Als er geen recessie komt, dan hoeft de rentecurve immers niet meer invers te zijn. Het laatste zetje werd gegeven door de Fed, die beloofde de rente langer hoog te houden. Eigenlijk was dit tegen beter weten in. De Fed ziet de inflatie dalen en de arbeidsmarkt afkoelen, maar zit liever fout door te lang doorgaan met een te hoge rente dan dat ze inflatie niet onder controle krijgen. Een zachte landing maakt het ook mogelijk om de rente langer hoog te houden. Er zijn namelijk slechts twee redenen om de rente in snel tempo te verlagen en dat is een recessie of een systeemcrisis.

Wel of geen recessie?

Op zich zijn er voldoende argumenten voor een recessie volgend jaar. Er is sprake van een positieve reële rente die de economische groei remt. De geldhoeveelheid krimpt in Europa en de Verenigde Staten en veel banken zijn opeens opvallend terughoudend in de kredietverlening. In de Verenigde Staten dalen de leidende indicatoren al 18 maanden. Bovendien is de curve nog altijd invers en is de werkloosheid in de VS inmiddels met een 0,5 procentpunt gestegen, weliswaar vanaf een historisch dieptepunt. Verder duurt het dit keer langer voordat de renteverhogingen hun volledige effect doen voelen, maar dat zal in 2024 wel het geval zijn. Toch zijn er ook argumenten tegen een recessie. Zo wordt een recessie normaal gesproken voorafgegaan door een periode met excessen. Dat hebben we dit keer niet gezien. Er zijn eerder te weinig dan te veel huizen gebouwd. Verder is 2024 een echt verkiezingsjaar en zittende politici zullen er alles aan willen doen om een recessie te voorkomen. Ook is de arbeidsmarkt nog altijd krap, waardoor ook de investeringen hoog

blijven. Naast de krapte op de arbeidsmarkt zijn er ook investeringen te verwachten uit de energietransitie, deglobalisering en niet in de laatste plaats kunstmatige intelligentie. De rente mag dan wel hard gestegen zijn, in historisch perspectief is de rente niet zo hoog, zeker niet als de neutrale rente (R^*) door de positieve effecten van kunstmatige intelligentie een stuk hoger blijkt te liggen.

Toegenomen kans op een systeemcrisis

Een andere reden voor de centrale bank om snel de rente te verlagen is een systeemcrisis. De kans op een systeemcrisis na een lange periode van lage of negatieve rentes is groot. *Only when the tide goes out do you discover who's been swimming naked.* Niet eerder is in zo'n korte tijd de rente zo snel gestegen. Een voor de hand liggende kandidaat voor zo'n systeemcrisis is de energietransitie. De transitie is kapitaalintensief en vertrouwt voor minimaal 80 procent op vreemd vermogen. Investerings waar vooralsnog weinig positieve kasstromen tegenover staan. De kosten van de energietransitie toen de rente nog op nul stond werden becijferd op 5 biljoen euro. Met de gestegen rente zijn die kosten prohibitief hoger. Zeker de ECB zal volop prioriteit hieraan willen geven, zodra er weer sprake is van een enigszins toonbare inflatie. Net als de Azië-, LTCM- en de Ruslandcrisis eind jaren negentig zorgt de reactie van centrale banken voor een forse liquiditeitsinjectie en dat is de brandstof waar de beurs al twee jaar op zit te wachten.

De kans op een hype

Naast de verrassing dat de zachte landing nu het basisscenario is geworden is 2023 vooral een overwinning gebleken voor thematisch beleggers. Dat was in 2023 eigenlijk de enige manier om de markt te verslaan. De performance dit jaar wordt grotendeels bepaald door het thema kunstmatige intelligentie. Het had geen zin om dit jaar fundamenteel te kijken op basis van waardering, economie en liquiditeit. Het thema van de kunstmatige intelligentie was dit jaar allesbepalend voor het rendement. Dit thema is niet nieuw. Onder de noemer robotica, de vierde industriële revolutie of zelfs de Cambriëse explosie heb ik dit thema zelf in het verleden meerdere keren onder de aandacht gebracht. Nieuw dit jaar was een soort omgekeerd Minsky-moment, opeens zag iedereen de ongekende mogelijkheden van kunstmatige intelligentie. Toch is er nog steeds geen sprake van een hype. Dat blijkt althans niet uit de waarderingen van de Magnificent Seven. Die zijn dit jaar weliswaar met 70 procent gestegen, maar ook de winsten zijn met 70 procent gestegen. Verder voldoet de mogelijke hype in de Magnificent Seven volgend jaar aan alle vier door Kindleberger gestelde voorwaarden: de verschuiving in de economische realiteit, de belofte in de verre toekomst, de verbreding van de beleggersdoelgroep en de toenemende liquiditeit. De verschuiving wordt veroorzaakt doordat na de automatisering van de menselijke spierkracht in de tweede industriële revolutie nu sprake is van de automatisering van de menselijke denkkraft. Dat verklaart ook de belofte in de verre toekomst, dit is groter dan het internet en de iPhone bij elkaar. De verbreding van de beleggersdoelgroep komt doordat deze aandelen als veilige haven worden gezien (in plaats van obligaties) en anders zijn er altijd nog wel tracking error-beleggers die instappen. Als volgend jaar centrale bankiers dan ook het beleid gaan versoepelen, kan de hype starten.

Conclusie

Voordat iedereen vol inzet op de Magnificent Seven, zoals eerder aangegeven is een goede portefeuille bestand tegen verschillende scenario's. In een recessie of een systeemcrisis zullen met name staatsobligaties goed presteren. Overigens is een recessie veroorzaakt door inflatie minder diep dan een recessie veroorzaakt door deflatie. Reken dus niet op een koersdaling van 50 procent zoals we deze eeuw al twee keer eerder hebben gezien. In een zachte landing zullen aandelen het waarschijnlijk beter doen dan obligaties, al is het verschil niet zo groot. Alleen in de hype doen aandelen het veel beter, maar daarvoor is een versoepeling van het monetaire beleid en een lagere rente wel een vereiste.

DISCLAIMER

Auréus streeft ernaar om correcte en actuele informatie te verstrekken afkomstig van betrouwbare bronnen, maar kan de juistheid en volledigheid van de informatie in deze publicatie niet garanderen. Aan deze publicatie kunnen derhalve geen rechten worden ontleend. Auréus aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan.

Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financieel instrument en moet evenmin worden beschouwd als een persoonlijk beleggingsadvies, aangezien de inhoud van deze publicatie niet is toegesneden op de individuele (financiële) situatie en doelstellingen van beleggers. Potentiële beleggers worden er nadrukkelijk op gewezen dat aan beleggen financiële risico's zijn verbonden. Zij dienen dan ook goed kennis te nemen van de inhoud van relevante informatie over desbetreffende belegging (prospectus, informatiememorandum, essentiële-informatiedocument etc.) en worden geadviseerd onafhankelijk advies in te winnen om zich een goed oordeel te kunnen vormen over die risico's en/of deze risico's passen in/bij hun beleggingsdoelstellingen, financiële situatie, risicoprofiel en risico acceptatie. De waarde van een belegging kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers bij verkoop of beëindiging van hun belegging minder terugkrijgen dan hun inleg. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Contactgegevens

Auréus Group B.V.
Piet Heinkade 55
1019 GM Amsterdam

+31 (0)20 522 52 52

info@aureus.eu

www.aureus.eu



Auréus

ONDSCHIEDEND IN VERMOGEN