

# Rendement > Gelijk hebben

Door *Jules Stevens*, Senior Portfolio Manager



Jules Stevens  
Senior Portfolio Manager

Zo slecht als de beurskalkoen in 2022 was, des te smakelijker was ze in 2023. Eind 2022 werd voor 2023 volop recessies voorspeld en de commerciële slagzin om veiligheid in te bouwen werd te pas en te onpas boven gehaald. 2023 blijkt een jaar, waarin het gros van de ontwikkelde landen de renteverhogingen heeft kunnen verteren, de inflatie voor een groot stuk lijkt bestreden én de conjunctuur positief is gebleven.

## INFLATIE

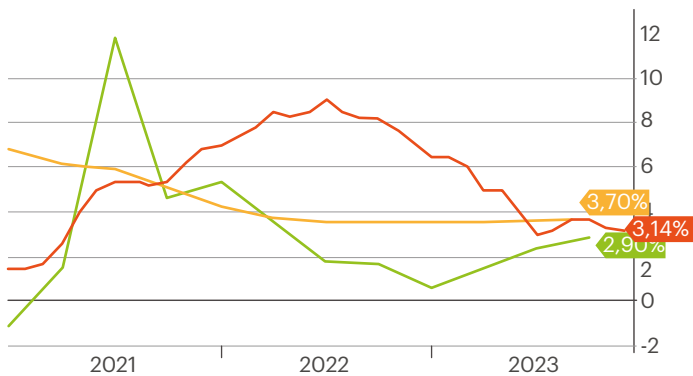
Zowel in de VS als in Europa hebben de renteverhogingen hun doel bereikt: de inflatie doen afnemen. Al zijn we er nog niet helemaal. Om het objectief van “rond de 2%” te bereiken dient er in de VS nog 1% af te gaan en in de Eurozone nog 0.4%.

Grafiek 1 toont dat, in de VS, inflatie is teruggevallen van zijn hoogtepunt 9.06% tot vandaag 3.14% (US CPI YoY), waardoor u zou denken dat dat laatste procentje ook wel moet lukken. Dat zal ook wel zo zijn, alleen ligt de moeilijkheid in het gegeven dat de Centrale Banken niet kunnen inschatten wat hun renteverhoging (1) qua impact zal teweegbrengen en (2) wanneer deze verpakt. Vandaar dat rentewijzingen stapsgewijs worden doorgevoerd. Het ideale scenario is de economie te doen afkoelen zonder dat er een recessie plaatsvindt, de zogenaamde zachte landing. Tot op vandaag lijkt dit waarschijnlijk, aangetoond door de nog steeds historisch lage werkloosheid (US Unemployment Rate (%)) en positieve GDP groei (US GDP YoY).

**Grafiek 1: Kerncijfers VS 2021-2023**

Bron: Bloomberg 21/12/2023

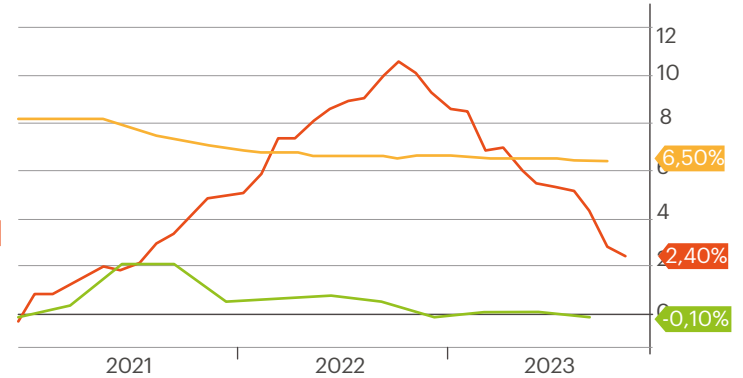
● Unemployment Rate (%) ● US CPI YoY ● US GDP YoY



**Grafiek 2: Kerncijfers Eurozone 2021-2023**

Bron: Bloomberg 21/12/2023

● Unemployment Rate (%) ● EU CPI YoY ● EU GDP YoY



Ook in de Eurozone merken we dat de inflatie stevig is afgenomen van diens hoogtepunt 10.6% tot 2.40% vandaag. Qua recessierisico liggen de kaarten hier nog iets anders verdeeld dan in de VS. Het natuurlijk werkloosheidsniveau in de Eurozone ligt rond 6.5%, al is dit cijfer minder volatiel dan in de VS omdat werknemers meer beschermd zijn. Dat het een stuk hoger ligt dan de 3.7% in de VS betekent ook niet dat we minder professioneel actief zijn, wel dat de berekening anders gebeurt. De Europese 6.5% stemt grofweg overeen met een Amerikaanse 4%. Op basis van deze indicator lijkt de motor dus nog goed te draaien, al verandert dit wanneer we het GDP vergelijken. Het derde kwartaal van 2023 was er één van negatieve groei voor de Eurozone (EU GDP YoY), en een soortgelijk cijfer wordt verwacht voor het laatste kwartaal. Twee kwartalen van negatieve groei impliceren een recessie. Maar als de negatieve groei dan beperkt blijft tot slechts -0.1%, dan kunnen we zeker spreken van een milde recessie.

De crux van beide grafieken is niet zozeer om voorspellingen te maken, wel om te illustreren dat eind 2022 slechts weinigen dit scenario voor ogen hadden. Onze conclusie is dus dat het voorspellen van een recessie uiterst moeilijk is. De feiten zijn vandaag wat ze zijn, de inflatie is afgenomen, ook al zijn we er nog niet helemaal. Te vroeg de rem lossen kan ervoor zorgen dat we de afslag missen en opnieuw aan een lange rit beginnen. Volgens de markt zijn we op een kantelpunt gekomen waarbij de eerste renteverlagingen ingecalculereerd worden voor 2024,

wat een katalysator kan zijn voor economische groei, maar ook inflatie terug kan aanwakkeren.

## RENTE

Inflatie en rente gaan hand in hand, al trekken ze wel beide in een andere richting. En dit jaar trokken de centrale banken de beleidsrente omhoog, zodat de inflatie daalde. Lenen werd duurder en dus nam de vraag naar krediet af. Al was de kostprijs niet het enige wat parten speelde, het faillissement van verschillende Amerikaanse banken en Credit Suisse zorgde voor een vertrouwensverlies in het financieel systeem. De grote boosdoener was, vooral in de VS, de hogere rente die de waarde van bancaire obligatieportefeuilles met hoge duratie deed kelderen. Dat zadelde deze banken op met grote boekhoudkundige verliezen. Allemaal geen probleem zolang er voldoende liquiditeit is, maar wanneer te veel klanten hun geld kwamen opvragen dienden de banken dit papier met verlies te verkopen om over de nodige liquiditeiten te beschikken. Op zo'n moment wordt boekhouding realiteit.

Dankzij het Amerikaanse Bank Term Funding Program enerzijds maar zeker ook door de overname van de geplaagde banken door grote sectorgenoten anderzijds kon een bankencrisis afgewend worden. Zoniet, waren we heel waarschijnlijk in een deflatoire toestand terecht gekomen.

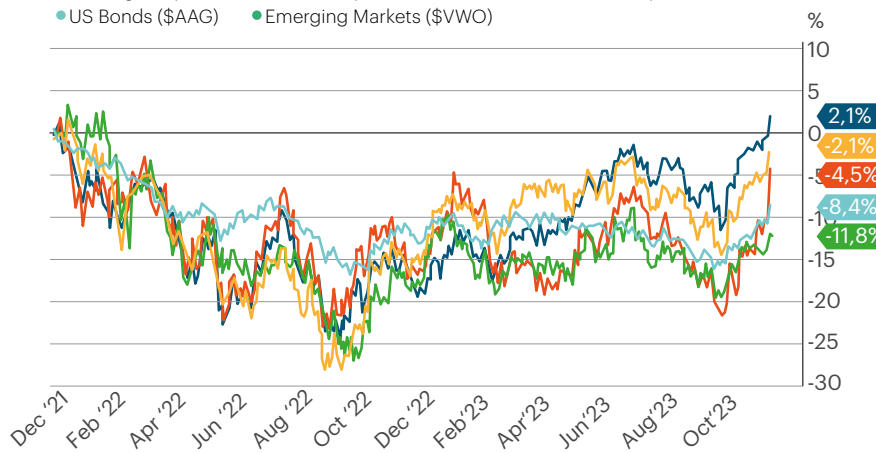
De rentestijging heeft dus direct en indirect geleid tot de gewenste afkoeling van de economie.

**Het voorspellen van een recessie is uiterst moeilijk. De feiten zijn vandaag wat ze zijn, de inflatie is afgenomen, ook al zijn we er nog niet helemaal.**

### Grafiek 3: Totaal rendementen 1 jan 2022 – 14 dec 2023

Bron: Peter Mallouk, Creative Planning

● US Large Caps (\$SPY) ● Developed ex-US (\$VEA) ● US Small Caps (\$IJR)  
● US Bonds (\$AAG) ● Emerging Markets (\$VWO)



#### AMERIKAANSE LARGE CAPS

Hogere rentes zorgen voor een strengere verdiscontering van uw beleggingen. U wil een hogere risicovergoeding, aangezien veiligere beleggingen plots meer rendement geven. Duurdere aandelen zijn hier gevoeliger voor dan goedkopere. Verrassend voor sommigen waren dus de beursprestaties op grafiek 3. Hier zien we dat de winnaar van dit jaar de grote, typisch duurdere, Amerikaanse bedrijven waren, met als voortrekkers de fameuze Magnificent Seven, en dus niet het goedkopere China waar zovelen van overtuigd waren. Dit heeft volgens ons verschillende redenen gehad.

De eerste en belangrijkste reden is dat deze bedrijven kwaliteitsvol zijn. Dit houdt in dat ze stabiele marges kunnen vasthouden en tegen een cyclisch stootje kunnen. Vanwege de hogere productie- en levenskost waren het precies deze winstmarges die sterk in de gaten werden gehouden. Inflatie dient namelijk door iemand betaald te worden. Bedrijven met prijszettingmacht konden de inflatie doorrekenen aan de klant, terwijl de prijznemers in hun eigen vlees moesten snijden. Dat deze pricemakers duurder zijn is dus gegrond, wie stabiliteit wenst dient hiervoor te betalen.

Een tweede aspect waren de gezonde balansen. Hun nettoschuld was namelijk laag, mede vanwege de grote berg cash die ze over de jaren goedkoop hebben kunnen accumuleren. Hierdoor waren ze een stuk minder of zelfs niet

afhankelijk van geleend geld. Grafiek 4 toont dat de Interestkosten t.o.v. de nettowinst een bijna 40-jarig dieptepunt bereikte, voortkomend uit het vastklikken van lange termijn financiering, als anticipatie op stijgende rentes.

Langs de kostenzijde werden de nodige besparingen gedaan via een pittig aantal ontslagen. Al dient het wel gezegd te worden, dat in de voorgaande jaren het werknemersbestand misschien iets té vlot werd uitgebreid.

#### GENERIC ARTIFICIAL INTELLIGENCE

2023 was ook het jaar van de opkomst van generatieve artificiële Intelligentie (gen AI). Technologie biedt veel opportuniteiten, al blijken deze niet allemaal even nuttig. Op de beurs zijn de meningen over AI verdeeld tussen enerzijds degenen die een hype vermoeden, en anderzijds zij die vanwege de eindeloze mogelijkheden een enorme stijging in efficiëntie verwachten. De waarheid zal ergens tussen de twee liggen, al neigen we meer richting dat laatste en maken we bovendien een nuancering binnen verschillende sectoren.

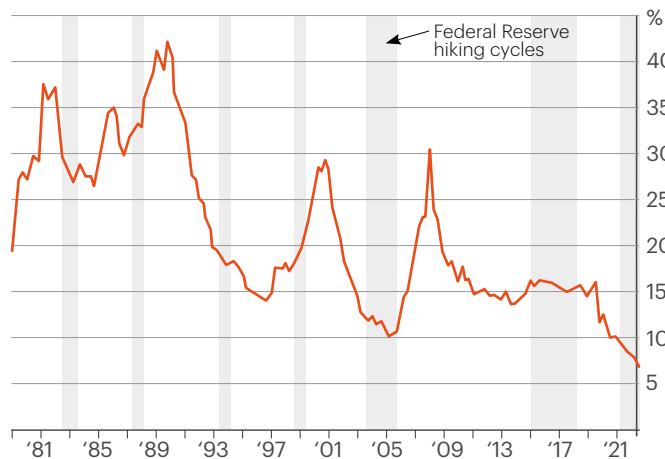
Wij staan immers versteld van de gestructureerde manier waarop chatbots voor u een complex vraagstuk kunnen oplossen. Het gaat verder dan een gericht antwoord op de vraag. Er wordt als het ware een dialoog gevoerd die u tot diepere inzichten kan leiden. Ook blijft het niet beperkt tot enkel tekst, de multimodaliteit van AI-systemen om veel verschillende types data te verwerken is een innovatief voordeel, zoals het zelf kunnen herkennen van een afbeelding of het omzetten van tekst in beeld.

De mate waarin gen AI een bestaand businessmodel zal versnellen hangt dus sterk af in welke mate uw sector gebaseerd is op kennis. Technologiebedrijven zullen er dus op meer vlakken van kunnen profiteren dan een productiebedrijf. Dit staat in contrast met de impact van eerdere technologiegolven, waarbij net de productiekant het meest werd beïnvloed. De sterke punten van gen AI liggen dan ook op het gebied van taal gebaseerde activiteiten, in tegenstelling tot activiteiten die fysieke arbeid vereisen.

**De mate waarin gen AI een bestaand businessmodel zal versnellen hangt dus sterk af in welke mate uw sector gebaseerd is op kennis.**

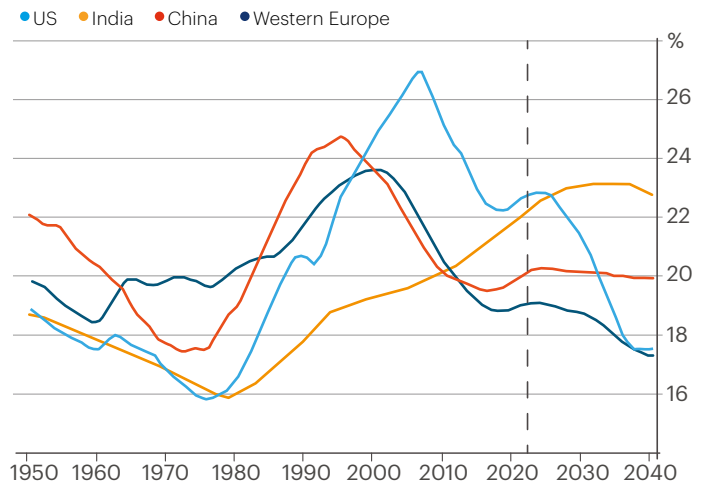
Grafiek 4: Interestkosten als % van VS-bedrijfswinsten

Bron: JPMorgan AM 27/10/2023



Grafiek 5: 30 tot 44-jarigen als % van de bevolking

Bron: Deutsche Bank



Hoe meer knowledge-based uw sector is, hoe minder de focus van gen AI ligt op enkel het verlagen van de kostenstructuur, maar meer op groei. Het versimpelen van bepaalde processen kan in zowat iedere sector, maar het genereren van nieuwe business via gen AI kan niet overal.

Gen AI heeft op amper één jaar elke bestuurskamer veroverd en dreigt een modeterm te worden. Populariteit is niet verkeerd al dien je wel het cyclisch karakter in te schatten. Wij trachten de cycliciteit te beperken door (1) binnen AI op verschillende fases van de waardeketen in te zetten met (2) aantoonbaar succes.

## INDIA

2023 was tevens het jaar waarin India, China inhaalde als meest bevolkte land. In 1971 hadden China en India zo goed als dezelfde fertiliteitniveaus, net onder zes geboortes per vrouw. Dit nam eind jaren 70 scherp af in China tot ongeveer 3 geboortes per vrouw. Ook in India nam dit cijfer af, alleen deed het er met 3.5 decennia een stuk langer over. Beide landen hebben sterk ingezet op het verkleinen van gezinnen en vertragen van hun bevolkingsgroei. Alleen omdat dit in India trager gebeurde, zorgt dit er vandaag voor dat de proportie van werkende mensen in India een stuk hoger

ligt. Onderstaande grafiek toont dat India in vergelijking met andere grote economieën, het enige land is bij wie het aantal 30 tot 44-jarigen t.o.v. de totale bevolking stijgt. Deze leeftijdscategorie wordt ook wel gezien als de motor van uw economie, wat India strategisch erg interessant maakt.

De handelsoorlog tussen China en de VS speelt in de kaarten van India. Amerikaanse bedrijven zijn hun waardeketen uit Chinese productie aan het verschuiven. Volgens een studie van Boston Consulting Group, zou India hier het meest van profiteren. Indiase export naar de VS is van 2018 -2022 toegenomen met 44%. Zuidoost-Azië en Mexico blijken eveneens nieuwe favoriete bestemmingen te zijn geworden voor de VS. Sinds juli 2023, is deze laatste zelfs de grootste handelspartner van de VS geworden. Deze regio's hebben volgende gemeenschappelijke punten: competitieve kostenstructuren, groot aantal arbeidskrachten en nodige groei over verschillende sectoren. India stijgt er bovendien vanwege de gigantische binnenlandse markt en gunstige overheidsstimulansen. Maar zoals zovele landen in ontwikkeling worden hun groeimogelijkheden beperkt door infrastructuur en logistiek. Het is dit laatste waar India nu stevig op inzet.



Indian Prime Minister Narendra Modi with U.S. President Joe Biden. Foto: eu.usatoday.com

## CONCLUSIE

2023 was een uitstekend beursjaar. Qua regio waren de Verenigde Staten het meest interessant, alsook bepaalde grote namen in Europa. Bedrijven met weinig schulden slaagden erin te blijven groeien en hun marges stabiel te houden. Recessies bleven uit, waardoor de narratief van een zachte landing steeds geloofwaardiger wordt. De vijf beste restaurants in uw buurt kan u vanaf nu snel en efficiënt opzoeken dankzij generatieve AI. En tot slot is China niet langer het grootste land ter wereld qua bevolkingsaantal. •



SECURITIES  
DE MUNTER

**LUXEMBURG**  
120, Boulevard de la Pétrusse  
L-2330 Luxembourg  
Tel (+352) 453929-1

**BELGIË**  
Franklin Rooseveltlaan 142  
B-1050 Brussel  
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200  
B-2020 Antwerpen  
Tel (+32) 3 220 00 60

BTW LU18162363 - BE0861.975.652  
R.C. Luxembourg B 56002  
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

**Disclaimer.** Dit magazine is een publicatie van Securities De Munter, gereguleerd door het CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) in het Groothertogdom Luxemburg. Deze uitgave mag niet worden gezien als een beleggingsvoorstel. Dit is een informatief document dat de vennootschap in geen geval bindt. De vennootschap Securities De Munter garandeert niet dat de financiële instrumenten die in dit document gebruikt worden geschikt zijn voor u. Alle financiële transacties die u verricht, rekening houdend met de financiële informatie in deze brochure, worden uitgevoerd met uw volle verantwoordelijkheid. Beleggen in bepaalde financiële instrumenten (zoals aandelen) kan een aantal grote risico's met zich meebrengen. Vóór de uitvoering van alle transacties moet de belegger over een kennis- en ervaringsniveau beschikken dat nodig is om de risico's verbonden aan het gebruik van bepaalde financiële instrumenten te begrijpen. In sommige gevallen kunnen deze risico's leiden tot een tijdelijke vermindering of zelfs verlies van een deel of het geheel van het belegde kapitaal. Medewerkers van Securities De Munter kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden. De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden. Securities De Munter kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Securities De Munter. Deze publicatie is onderworpen aan het Luxemburgs recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Luxemburgse rechtbanken.

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

**LE POINT FINANCIER**  
Copyright © 2024 Securities De Munter.  
Alle rechten voorbehouden.