Tien verliezers van 2023

Beschrijving

Elk beleggingsjaar staan er tegenover winnaars ook verliezers. Dat is in 2023 niet anders. Wat wel nieuw is dat tegenover de sterke winst van de Magnificent Seven ook specifieke verliezers staan. Dat zijn vooral de defensieve aandelen. Wie in 2023 defensief wilde beleggen koos voor de Magnificent Seven en niet langer voor farmaceutische of voedingsbedrijven. Dat defensieve karakter heeft de Magnificent Seven gekregen omdat ze ook als alternatief voor langlopende Treasuries worden gezien. Langlopende Treasuries zijn traditioneel de ultieme defensieve beleggingscategorie, maar verloren in aanloop naar 2023 maar liefst meer dan 50 procent. Verder hadden veel verliezers een duidelijke correlatie met de gestegen rente.

Regionale banken Verenigde Staten

Een typisch slachtoffer van de stijgende rente was de bankencrisis begin dit jaar in de Verenigde Staten. De oorzaak is simpel. Toen er nog sprake was van uitbundige liquiditeit, kwam een deel van die liquiditeit in de vorm van depositoâ??s op de balansen van deze banken. Omdat er zo veel liquiditeit was, had niemand behoefte aan extra financiering en werden er maar langlopende treasuries voor gekocht. De rente zou toch langer laag blijven volgens de Fed. Door de stijging van de rente ontstonden er koersverliezen op deze treasuries. Als de pijn zou worden genomen, dan zou een groot deel van het eigen vermogen van de banken verdwijnen. Normaal gesproken is dat geen probleem omdat er niet gewerkt wordt met de actuele waarde. De pijn wordt uitgesmeerd over vele jaren in de vorm van minder winst. Alleen op het moment depositohouders het geld onttrekken, kan er een acuut probleem ontstaan. Daardoor vielen enkele banken om, maar de maatregelen ingesteld na de Grote FinanciÃ«le Crisis bleken tot op heden effectief genoeg om erger te voorkomen.

Fossiele en groene energie

De sector energie (olie) is de grote winnaar van 2022. Reden daarvoor is dat er jarenlang onvoldoende is geÃ¯nvesteerd in energiewinning en dat er een situatie dreigt te ontstaan dat voor het eerst in 150 jaar oliewinning er sprake is van meer vraag dan aanbod. Alleen viel de vraag in 2023 specifiek van uit China tegen, terwijl Rusland ondanks alle sancties volop bleef produceren. Ook bleek dat de Amerikaanse olieproductie kon stijgen naar 12,9 miljoen vaten per dag, maar omdat driekwart afhankelijk is van oliewinning uit schaliegesteente is het maar de vraag of dat op deze prijzen vol te houden is. Ook groene energie had een zwaar jaar, maar dat kwam vooral door de gestegen rente. Veel projecten konden vanwege de hoge rente geen doorgang vinden. Het ging op een gegeven moment zelfs zo slecht dat overheden moesten ingrijpen om erger te voorkomen. Deze green bailout zal meegewogen hebben bij de laatste besluiten van de centrale banken om te pauzeren of om de rente te verlagen.

Langlopende treasuries

Amerikaanse staatsobligaties met een langere looptijd hebben in drie jaar tijd meer dan 50 procent verloren. Dat is meer dan aandelen verloren in de twee grote bear-markten van deze eeuw. Tegelijk is dit ook het bewijs dat obligaties bepaald niet risicovrij zijn, een stempel dat ze vaak wel krijgen van toezichthouders, riskmanagement en compliance. Als de rente op nul staat blijft er geen rendement meer over, alleen nog maar risico. Het feit dat beleggers deze â??safe havenâ?? is ontnomen, heeft meegeholpen aan het nieuwe risicovrije alternatief: de Magnificent Seven. De stijgende rente zorgt er ook voor dat elke risico een kans kan worden. Door de rentedaling in de laatste twee maanden is, hadden obligaties de beste beleggingsperiode in 40 jaar. Het rendement op deze langlopende obligaties versloeg in die periode eenvoudig de aandelenmarkt.

Small caps

Small caps zijn gevoelig voor de liquiditeit op de beurs. Met die liquiditeit is het de afgelopen jaren toch al slecht gesteld door regelgeving als Mifid2. Daar komt het verkrappende monetaire beleid nog een keer overheen. Toch zijn er ook structurele factoren. Zo gaan er steeds minder bedrijven naar de beurs voor hun financiering en vooral de interessante lange termijn groeiers kunnen beter terecht bij private equity. De kosten van een beursnotering zijn door wet- en regelgeving steeds hoger, terwijl de voordelen zijn verdwenen. Vroeger verhoogde een beursnotering nog de reputatie van een bedrijf, nu kan het bedrijf beter bekend maken dat het in handen is van een grote private equity speler. Deze bedrijven komen naar de beurs als bestaande aandeelhouders willen cashen, maar meestal is het dan geen small cap meer. Dit gaat voorlopig niet veranderen, dus mogelijk dat de jarenlange underperformance van small caps nog een vervolg krijgt.

Vastgoed

We zitten aan het einde van een langjarige vastgoedcyclus. In november was het aandeel Rodamco, ooit een icoon in de Europese vastgoedmarkt, in de afgelopen vijf jaar maar liefst meer dan 70 procent

kwijt. Na de Grote FinanciÃ«le Crisis is het aantal vastgoedfondsen sterk gestegen. De snelle groei in combinatie met leverage zijn meestal de ingrediÃ«nten voor ongelukken. Nu zijn er uiteraard grote verschillen. Commercieel vastgoed ver weg van het openbaar vervoer en slecht geÃ¯soleerd kunnen worden afgeschreven. Bij residentieel vastgoed is er in veel markten nog altijd een tekort en kunnen prijzen de komende jaren verder stijgen.

China

De Chinese economie draait suboptimaal. Er is sprake van deflatie en de werkloosheid loopt op. De reden is dat Chinese consumenten de hand op de knip houden in verband met de vastgoedcrisis (waar een groot deel van het vermogen in zit). De overheid moet dit vraagtekort opvangen, maar de Chinese overheid doet dit te weinig en te laat. Daarnaast maken steeds meer beleggers zich zorgen over beleggen in China, door de strijd tussen de VS en China. Chinese aandelen verdwijnen uit indices en fondsen met landen uit opkomende landen, ex-China, zijn populair. De tijd dat Chinese internetaandelen van februari 2020 tot februari 2021 verdubbelden (terwijl de markt per saldo daalde) lijkt ver achter ons te liggen. Toch is China in het verleden wel vaker opgegeven en even zo vaak toch weer hersteld

Japanse yen

De Japanse yen verloor terrein toen centrale banken in de rest van de wereld de rente gingen verhogen terwijl de Bank of Japan vasthield aan haar stimulerende beleid met negatieve rente. Het gevolg is dat Japanse bedrijven uiterst concurrerend zijn geworden. Zowel in de belangrijke afzetmarkt China, maar ook ten opzichte van concurrent Duitsland. Doordat er nu sprake is van een draai in het Amerikaanse monetaire beleid en mogelijk een verkrappende draai in het toekomstige Japanse monetaire beleid, kan dit contrast er voor zorgen dat yen versus de dollar gaat herstellen

Nikkel

De energietransitie is een metalen transitie. Die transitie is alleen mogelijk met overheidssteun en een lage rente. Die overheidssteun zal wel blijven maar de gestegen rente zorgde voor tegenvallende vraag naar metalen als Nikkel, Lithium en kobalt. Het betekent wel dat batterijen van elektrische autoâ??s in snel tempo goedkoper zijn geworden. Door de energietransitie zijn deze metalen gevoeliger voor de ontwikkeling van de rente dan voorheen. Bovendien bleek uit COP28 dat onder alternatieve energie vooral nucleaire energie wordt verstaan. Dan nog zijn er op termijn ook voor wat betreft bijvoorbeeld infrastructuur voldoende toepassingen.

Defensieve aandelen

Begin 2023 ging 85 procent van de economen uit van een recessie in 2023. Die is er niet geweest en ook de kans op zoâ??n recessie in 2024 is niet zo groot. Vooruitlopend op dit recessie-scenario was er wel belangstelling voor defensieve aandelen, maar naarmate de kansen op een zachte landing stegen, namen deze beleggers ook afscheid van hun defensieve positionering. Groot tech-bedrijven worden tegenwoordig vaker gezien als een defensief aandeel, dan de gemiddelde farmaceut of het gemiddelde voedingsbedrijf.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer