

# OUTLOOK 2024

Nationaal en internationaal is er veel veranderd gedurende de afgelopen twaalf maanden. Desondanks – of misschien juist daarom – zijn de vooruitzichten voor het komende jaar niet veel anders dan die voor dit jaar. Financial Investigator deed onderzoek en sprak met 22 experts: wat kunnen we verwachten voor 2024?

*Door Bouko de Groot*

Het jaar 2023 zou vooral onzekerheid met zich meebrengen, zo verwachtten de beleggingsprofessionals die we eind vorig jaar benaderden voor hun vooruitzichten voor 2023. Bijna de helft van de experts die zich toen over inflatie uitsprak, gaf aan dat we ons moesten voorbereiden op aanhoudend hoge inflatie. En hoewel niet iedereen een recessie verwachtte in 2023, was er een goede kans dat als er een zou komen, het een diepe zou worden. Eensgezindheid was er wel over de rente. Die zou niet verder gaan stijgen in 2023. Aandelenwaarderingen waren nog te hoog en obligaties zouden weer in trek komen.

Onzekerheid was er... en verdween niet. De oorlog in Oekraïne ging onverminderd door, een aantal banken vielen om, in Europa kwam de economische groei tot stilstand, en bij een gemiddelde temperatuur die sowieso al te hoog is, hield de klimaatverandering overal rampzalig huis. Er was echter ook positieve deining. Dankzij ChatGPT werd alles met kunstmatige intelligentie goud waard, de klimaattransitie leek op stoom te komen en de economie in de VS bleef groeien, ondanks alle

politieke perikelen. Toen kwam 7 oktober en veranderde alles, opnieuw. En nu, vlak voor het jaareinde, zit zelfs ChatGPT-wonderkind OpenAI in een achtbaan. Kortom, er is veel veranderd, maar toch blijft het totale plaatje redelijk ongewijzigd: onzekerheid troef.

Dat beeld ziet ook Alpha Research, dat elk jaar bijna 70 asset managers, met gezamenlijk zo'n € 53 biljoen assets under management, naar hun vooruitzichten vraagt. 'De verschillen met 12 maanden geleden zijn klein.' De vooruitzichten van beide jaren naast elkaar leggend, constateert het onderzoeksbureau verder dat 'in historisch perspectief, met 10 jaar aan data, experts nog steeds erg negatief zijn op aandelen, terwijl obligaties op een zeer hoog niveau staan. De zeer positieve kijk op cash geeft aan dat we in een risk-off fase lijken te zitten.'

Dat is het gemiddelde beeld van 70 asset managers. Hoe is de individuele kijk? Ook dit jaar vroeg Financial Investigator weer aan 22 beleggingsexperts waar de grootste kansen en bedreigingen voor het komende jaar liggen.



## Ralph Wessels

Chief Investment Strategist, ABN AMRO

‘Wij zien de meeste kansen voor obligatiebeleggers.’

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2024? En voor AI?

‘Voor 2024 verwachten wij dat de economische groei gematigd blijft. De Amerikaanse economie zal afkoelen en inflatie zal verder dalen. Hierdoor verwachten wij dat centrale banken halverwege het jaar hun beleidsrentes zullen verlagen.

Welke kansen biedt dat beleggers? Wij blijven neutraal op aandelen vanwege de winstontwikkeling. Deze is gerelateerd aan economische groei en die neemt verder af. Wij vinden dat de markt, zeker voor het begin van 2024, te optimistisch is over de winstgroei- en verwachtingen van bedrijven. Tevens kunnen geopolitieke zaken en politieke verkiezingen in 2024 voor beweeglijkheid zorgen. Dit kan gedurende het jaar wel voor kansen zorgen.

Onze neutrale visie op aandelen heeft wel

een licht defensief accent. Zo zijn wij neutraal op zowel ontwikkelde als opkomende markten, maar binnen ontwikkelde markten hebben wij een voorkeur voor de VS ten opzichte van Europa. De Amerikaanse beurs is wat defensiever en daarnaast zijn we enthousiast over de sector IT. Deze sector toont nog de beste winstgroei-ontwikkeling, mede door AI, en is groot in de VS. Ook houden wij vast aan de sector gezondheidszorg, die een defensief karakter heeft.

Tot slot zien wij de meeste kansen voor obligatiebeleggers. De hoge rente doet obligatiebeleggers al een tijdje pijn, maar wij denken dat de ommekeer daar is en de rente gaat dalen. Dit komt mede doordat de economische vooruitzichten afnemen. Hierdoor zijn wij vooral enthousiast over kwaliteitsobligaties zoals staatsobligaties. Hier hebben we ook in de herfst de duration van verhoogd.’

## Joost van Leenders

Senior Beleggingsstrateeg, Van Lanschot Kempen

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2024?

‘Komt er een harde of een zachte landing in de VS? Dat is misschien wel de belangrijkste discussie voor 2024. Bij een zachte landing daalt de inflatie na alle monetaire verkrapping, zonder veel schade aan te richten op de arbeidsmarkt. Bij dalende rentes en bedrijfswinsten die op peil blijven, zou dit een positief scenario zijn voor aandelen- en obligatiebeleggers. Wij zijn er echter niet gerust op dat dit positieve scenario zal uitkomen. In de VS is de economie in 2023 flink blijven groeien, maar dat kwam mede door lagere besparingen van consumenten en stimulerend overheidsbeleid. In Europa kwam de groei tot stilstand. En er zijn twijfels over de economische groei in China. Voorlopende indicatoren schetsen

over het algemeen een beeld van lagere groei of zelfs recessie. En daar is ook een reden voor: krap monetair beleid met als gevolg afnemende geld- en kredietgroei. Op korte termijn kunnen dalende rentes voor opluchting zorgen voor aandelenmarkten, maar wij vinden winstverwachtingen voor 2024 te optimistisch. Afnemende groei en neerwaartse winstherzieningen zien we als een neerwaarts risico voor aandelen. We denken wel dat rentes hun piek hebben bereikt, wat obligaties aantrekkelijker maakt voor beleggers. In de loop van 2024 kan herstel optreden in de economische groei en daarmee ook op de aandelenbeurzen, als centrale banken een begin hebben gemaakt met renteverlagingen. Maar voorlopig lijken die centrale banken daar niet toe bereid.’



‘Wij vinden winstverwachtingen voor 2024 te optimistisch.’



## Emile Cardon

Senior Investment Strategist, PGGM

‘De verwachte winstgroei van de Amerikaanse beurs ligt hoger.’

### Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

‘Wij verwachten dat de inflatie de komende tijd verder zal dalen richting de doelstelling van centrale banken. Dit zal er volgens ons en de markt voor zorgen dat de Fed en de ECB de rentes niet verder zullen verhogen. Sterker nog, de eerste renteverlaging kan mogelijk al ergens halverwege 2024 plaatsvinden.’

Ondanks dat we momenteel geen extreme waarderingen zien binnen beleggingscategorieën, kan een omgeving waarin rentes dalen en de verwachte winsten van bedrijven toenemen positief uitpakken voor aandelen. De verwachting is over-

gens dat de winstgroei de komende drie jaar voor ongeveer de helft zal worden gedreven door grote bedrijven uit technologie-gerelateerde groeisectoren. Aangezien deze bedrijven met name op de Amerikaanse aandelenbeurs zijn genoteerd, ligt de verwachte winstgroei van de Amerikaanse beurs hoger dan die van de beurzen uit de andere regio's.

Er zijn voor beleggers genoeg risico's. Zo is onduidelijk hoe de geopolitieke situatie zich de komende tijd zal ontwikkelen en in het geval van een diepe recessie zullen ook aandelen hier last van krijgen. Dit is echter niet ons basisscenario.’

## Sander van Ginkel

Senior Investment Strategist, MN

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2024? En voor AI?

‘Vorig jaar was de verwachting dat de inflatie in 2023 zou dalen. Daarmee zagen we de tegenwind voor de economie afnemen, via minder koopkrachtsverlies en lagere rentes. De toen zo gevreesde diepe mondiale recessie - met hoge werkloosheid - zou onzes inziens uitblijven.’

So far, so good. Daling inflatie: check. Einde koopkrachtsverlies: check. Veerkrachtige economieën: check. Lagere rentes... duidelijk niet afgevinkt. En daar ligt natuurlijk de crux voor 2024: de hoge rentes. Positief voor pensioenfondsen, maar een risico voor economische groei en markttrendementen.

Het mantra van centrale banken en in markten is dat rentes hoger blijven voor langere tijd. Wij zien de inflatie sneller doordalen en centrale banken de beleidsrente meer verlagen dan deze consensus. Zo ontstaat ruimte om – gematigd – te

groeien, zowel economieën als rendementen. Dit levert een beeld op van inflatie en groei, die weer settelen in de lage – maar positieve – pre-corona ranges.

We denken in scenario's. Bovenstaande is het centrale scenario, maar er zijn alternatieve uitkomsten:

- Hoog op de inflatie-as staan diverse risicoscenario's, vooral geënt op potentiële geopolitieke of grondstoffencrisis en/of een loon-prijs-spiraal.
- Minder waarschijnlijk, maar niet uitgesloten, is dat de inflatiedaling doorschiet in deflatie, door te veel verkrapping van centrale banken of – positiever – ontspanning van de recente aanbodschokken.
- Ten slotte, mogelijk genereert AI hoge productiviteitswinsten, leidend tot een combinatie van hoge groei en lage inflatie. Een gunstige omgeving voor assetmarkten. Het adoptietempo van AI lijkt evenwel nog te laag om dit scenario voor 2024 al hoge kans te geven.’



‘Wij zien de inflatie sneller doordalen.’



## Eddy Markus

Oprichter, Hoofdeconoom, ECR Research en ICC Consultants

‘Obligatiekopers eisen een steeds hogere risicopremie op.’

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2024?

‘De werkloosheid in de VS en Europa ligt (nog) erg laag en de capaciteitsbezetting is hoog, waardoor loonstijgingen en inflatie alleen voldoende omlaag gebracht kunnen worden door een tijd onder de potential growth (in Amerika naar schatting 1,8%, in Europa 1,25%) te groeien. Een recessie zou alles natuurlijk versnellen, maar gezien de hoge schulden en de kans op een kredietcrisis is de ECB en de Fed er veel aan gelegen een recessie te voorkomen. De ECB heeft waarschijnlijk vrede met de huidige 0% tot 1% groei, maar de Fed worstelt met enkele onzekerheden.

De Amerikaanse groei lag in het derde kwartaal op bijna 5%, maar loonstijgingen en inflatie zijn in die periode flink gedaald. Ligt de potential growth dan misschien aanmerkelijk hoger dan 1,8%?

De groei lijkt terug te vallen naar 1% tot 1,5%. Betekent dit dat gestegen rentes eindelijk hun werk doen, of is in het derde kwartaal, via de voorraden, een stuk van de groei in het vierde kwartaal naar voren gehaald en ligt de onderliggende groei rond 3% en daarmee waarschijnlijk nog altijd te hoog?

Wij denken dat de onderliggende groei nog altijd vrij hoog is en dat obligatiekopers een steeds hogere risicopremie opeisen vanwege slechte vooruitzichten voor de overheidsfinanciën. Deze combinatie houdt de rentes voorlopig hoog. Samen met een omslag of wegvallen van groeistimulansen (onder andere afnemende spaartegoeden en opgeloste supply chain-problemen) zal dit de economie in de loop van 2024 (verder) afremmen. We zien dan in Amerika en Europa een snellere rentedaling dan nu algemeen verwacht wordt.’

## Jacob Vijverberg

Senior Investment Strategist, Aegon Asset Management



### Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

‘Momenteel is duidelijk een economische vertraging zichtbaar. De inflatie is sterk gedaald en wij verwachten een verdere daling. De arbeidsmarkt lijkt langzaam iets minder krap te worden, wat de looninflatie zal beugelen. Doordat deze vertraging zo geleidelijk gaat, verwachten we een milde recessie. Consumptie en investeringen zullen niet plotseling scherp dalen, aangezien de vertraging niet als een verassing komt.

Met dit in het achterhoofd verwachten we dat de lange rente zal dalen, dat bedrijfswinsten afnemen en dat meer bedrijven faillissement zullen aanvragen. De vraag is dus in welke mate dit is ingeprijsd.

De waardering van aandelenmarkten wordt met name omhoog gedreven door de big-cap technologiebedrijven. Het merendeel van de overige bedrijven lijkt wel duidelijk een vertraging in te prijzen. Al met al verwachten we dat aandelenmark-

ten als geheel een redelijk aantrekkelijk instapmoment bieden voor de lange termijn. Gezien markten vaak reageren op de waan van de dag, verwachten we dat aandelen op de korte termijn wel kunnen dalen wanneer de vertraging beter zichtbaar wordt in de bedrijfscijfers.

Momenteel zijn we optimistischer over investment grade-obligaties. De kredietopslag zal meer dan voldoende blijken om eventuele downgrades op te vangen. Daarnaast zal de categorie profiteren van de dalende rente. We zijn voorzichtiger in de high yield-markt, waar we meer faillissementen verwachten door de vertraging en de hoge herfinancieringskosten. Voor 2024 zijn we dus het meest positief over investment grade-bedrijfsobligaties. Gedurende komend jaar verwachten we echter een aantrekkelijker instapmoment voor aandelen. Het timen van deze dip zal daarnaast ook geluk vergen. Onze strategie is om in kleine stappen de aandelenallocatie weer uit te breiden.’

‘Het meest positief zijn we over investment grade-bedrijfsobligaties.’



## Johannes Jacobi

Director, Senior Product Specialist, Allianz Global Investors

'It is unclear if positive momentum from AI can carry over into the broader equity markets.'

### What are the main opportunities and threats for 2024? What about AI?

'Recent economic data reinforced the view that US economic growth remains resilient as the labour market remains tight and consumer spending continues to demonstrate resiliency. Inflation around the world remains on a downward trajectory and needs to stay on this trend in order to meet the targeted levels for central banks. After the strong year-to-date equity market returns in 2023, especially for technology stocks, volatility may increase over the coming quarters as interest rates may stay higher for longer, while restrictive financial conditions slow economic growth.

In a recent study where 300 key decision makers in IT were asked, 'What technologies do you see having the greatest impact on your company in the next five

years?', the top answer was AI and machine learning (Source: Voya Investment Management, 2023). However, outside of the technology sector, some companies have started to see slower end demand as the economy slows, so it is still unclear if positive momentum from AI can carry over into the broader equity markets over an extended period.

If we are in fact, entering a global economic slowdown, AI-related investments in areas such as productivity enhancement and automation, should help companies better navigate such an environment. The developments around generative AI and GPT technology are a further demonstration that long term demand for companies within AI infrastructure should remain strong, given the computing requirements for training complex AI models.'

## Daleep Singh

Chief Global Economist, PGIM Fixed Income



### What is the economic outlook for 2024?

'The inflation picture in Europe appears more fraught than in the US, as the sharp rise in energy prices following Russia's invasion of Ukraine continues to work its way through non-energy goods and services. Moreover, the prospect of continued energy volatility due to inelastic supply in the region will likely persist for years to come.

These worries have tilted ECB policy in favour of a higher-for-longer posture to avoid prolonged above-target inflation from becoming entrenched. The forceful transmission of tighter lending standards in a bank-centric financial system has resulted in an unpleasant mix of weak domestic demand against a backdrop of still elevated inflation. The European economy also faces mounting structural headwinds.

Its traditional growth engine of German exports appears to be fading and no longer represents a reliable source of growth, especially with the mounting uncertainty surrounding China's economic picture.

As a result, we believe that the ECB may also have concluded their rate hiking cycles, particularly given the region's lingering vulnerability to an energy shock. However, the ECB could still look to tighten policy by accelerating the pace at which securities purchased during the pandemic roll-off of its balance sheet. An acceleration poses the risk of further tightening credit conditions and weakening domestic demand for Italian government debt amidst the country's unpalatable combination of higher deficits and slowing growth, possibly pushing the yields on Italian government debt wider relative to bond yields.'

'The ECB could still look to tighten policy.'



## Chris Iggo

CIO, AXA IM Core & Chair, AXA IM Investment Institute

'We are close to the apex of the interest rate cycle.'

### Which asset classes are most attractive?

'The last two years have seen an unprecedented tightening of monetary policy. In 2022 this reflected the inflation shock following the pandemic and the Russian invasion of Ukraine. In 2023 it continued as central banks sought to ensure that medium term inflationary expectations remained anchored close to 2%. Market returns have been disappointing through this period. Looking forward, we are close to the apex of the interest rate cycle. The main beneficiary of this will be fixed income asset classes given that the risk premium in the interest rate yield curve has risen the most. Higher yields and three years of underperformance should mean higher returns from fixed income going forward.'

Within fixed income, corporate credit is

the most attractive area. Highly rated companies that issue debt are unlikely to face significant credit issues, even if the economic environment does deteriorate from here. Years of low interest rates have allowed balance sheets to be strengthened with debt profiles extended. Average interest costs remain low, even for those companies that must refinance some of their borrowing. Meanwhile, investors will benefit from the additional yield available on corporate bonds, around 160 basis points relative to government bonds. This should generate a positive excess return, which is attractive over a multi-year time horizon, because of the compounding of total yields of around 4.5%. As inflation recedes, central banks will shift towards an easier stance, benefitting investors in fixed income from some shift down in yields in 2024.'

## Ewout van Schaick

Head of Sustainable MAS, Goldman Sachs Asset Management



### What are the main opportunities and threats for 2024? What about AI?

'We expect continued disinflation in the US and Europe, largely due to growth levels that are expected to remain below their historical trend. We also expect a further normalization of labour market imbalances, resulting in further loosening of labour market conditions in both regions. This should keep central banks on hold and might trigger markets to price in rate cuts over the medium term. This would be positive for US and European government bonds as we move beyond the peak of the hiking cycle. As we progress deeper into 2024, we could see a bull steepening of yield curves as front-end rates could start to reflect lower policy rates.'

Turning our attention to the equity markets, the seemingly high valuations of US equity markets deserve a deeper analysis. When excluding the so-called Magnificent Seven, the S&P500 is offering an equity

risk premium of 4.2%, which is in line with the average observed during the 2003-2008 period when interest rates were in similar territory. Current earnings per share expectations are slightly below trend growth. However, there is the risk scenario for 2024 that equity markets will be surprised if growth turns out to be worse than anticipated next year due to the financial tightening already in the pipeline. The earnings guidance was already weak in Q3 2023, however the 2024 earnings have not been revised down yet.'

On a more positive note, the opportunities in the AI space do not seem to be reflected in equity valuations or growth expectations at the moment. Big Tech names are incurring capex to build out their AI offerings and in 2024 should start showing some revenue from these products. If AI's promise materializes next year, there is a strong potential for upside in the equity market.'

'If AI's promise materializes next year, there is a strong potential for upside in the equity market.'



## Siegfried Kok

Senior Portfolio Manager, OBAM Investment Management

‘2024 wordt het jaar van AIRSTING.’

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2024?

‘2024 wordt het jaar van AIRSTING: Artificial Intelligence, Rente, Schulden, Turbulentie, Inflatie, (hoop op) Normalisatie & Geo-politieke onzekerheden.

Aandelenmarkten zullen ook in 2024 gedomineerd worden door inflatieontwikkelingen en het hieraan gekoppelde (rente)beleid van de centrale banken. Gaan centrale banken de korterentetarieven al terugschroeven in 2024 of niet? Zal de kerninflatie verder dalen? Er zal meer focus komen op de negatieve economische effecten van voorgaande renteverhogingen. Dit hoeft niet direct slecht te zijn voor aandelenmarkten als dat ook betekent dat de rente- en inflatieverwachtingen omlaag komen, zolang we maar niet in een diepere economische of winst-recessie voor bedrijven belanden. Zeker na een zeer lange periode van ultra lage kapitaalmarktrentes zullen de gevolgen van de forse en snelle renteverhogingen steeds

meer naar voren komen voor diverse bedrijfsmodellen. De komende tijd zullen er nog veel schulden geherfinancierd moeten worden tegen een duidelijk hoger renteniveau en dat zal ook nog wel de nodige ongelukken kunnen opleveren voor hoog gefinancierde bedrijven. Oplopende (overheids)schulden zullen sowieso een thema blijven, aangezien dit zowel in Europa als in de VS extremere vormen aanneemt waarop een keer moet worden ingegrepen. Verder zullen diverse geopolitieke spanningen ook in 2024 aanhouden. De oorlogstaferelen in Oekraïne en Israël, de spanningen tussen China en Taiwan en het blijvende conflict over handel en toegang tot hoogwaardige technologie tussen de VS en China. Ten slotte zullen de ontwikkelingen rondom kunstmatige intelligentie een dominant thema blijven, aangezien we vele toepassingen steeds breder in gehele bedrijfstakken zullen zien. Al met al weten we één ding zeker: 2024 zal wederom een turbulent jaar gaan worden.’

## Mike Gitlin

President & CEO, Capital Group

### Which asset classes are most attractive?

‘Where are we now as we head into 2024? I believe we’re on the cusp of a major transition, one where long-term investors can find attractive income opportunities as central banks pivot from restrictive monetary policy to something that looks much more benign.

Turbulent markets in 2022, plus the prospect of relatively high yields in money markets, led investors to flock to cash-like alternatives. Cash investments still look compelling to many investors today, but the Fed appears to be nearing a turning point. History teaches us that this may be an opportune time to shift back to stocks and bonds. If you agree that the Fed is nearly finished hiking and that cash yields may decline over time, the question is: where to invest now? After the Fed’s

final hike in the last four cycles, equity and fixed income returns were both strong in the year that followed.

Importantly, for long-term investors, these sectors maintained relative strength over a five-year period.

Inertia can be a very powerful force, especially 5% cash yield-induced inertia.

Investor emotions are real. Past losses sting for a long time, and today’s seemingly attractive rates on money markets feel good. But as investors, we know that markets don’t idle for long. Investors could become stuck in cash if they wait too long to get back into the market, as better potential opportunities emerge.

We focus on helping investors achieve long-term success. I firmly believe that the best path toward that goal is through stock and bond markets.’



‘Investors could become stuck in cash if they wait too long to get back.’



## Han Dieperink

CIO, Auréus

‘Japan is nog altijd extreem goedkoop en profiteert van de normalisering van de inflatie.’

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2024? En voor AI?

‘Het is lang geleden dat er met een gebalanceerde portefeuille zoveel viel te verdienen. Door de stijging van de rente ligt het winstrendement op aandelen nu op hetzelfde niveau als het aanvangsrendement op obligaties. Tot op heden daalde de inflatie vooral door verbeteringen aan de aanbodzijde. Centrale banken remmen de vraagzijde en dat zorgt er volgend jaar voor dat de inflatie in de VS beneden de 2% kan uitkomen. Oplopende werkloosheid en stijgende productiviteit geven de centrale bank ruimte om de rente te verlagen. Dat is goed voor obligaties. Die stijgende productiviteit wordt mogelijk gemaakt door AI, waardoor ook bedrijfswinsten kunnen stijgen. Dat is weer goed voor aandelen.’

Voor Europa dreigt een stagflatiescenario. De inflatie is hoger in Europa, maar dat komt vooral door internationaal bepaalde energieprijzen. Daar kan de ECB betrekkelijk weinig aan doen. Europese bedrijven zijn veel minder winstgevend dan Amerikaanse bedrijven. Door de vergrijzing stagneert hier de consumptie. Europa moet het hebben van de export en met dure energie en dure arbeid is dat niet eenvoudig. Mogelijk kan in de VS opnieuw een recessie worden voorkomen. Naast de positie in de VS gaat de voorkeur uit naar Aziatische markten, die profiteren van een zwakkere dollar. China wint in snel tempo marktaandeel op verschillende gebieden, waaronder elektrische auto's en alles rondom de energietransitie. Japan is nog altijd extreem goedkoop en profiteert van de normalisering van de inflatie. De meest favoriete opkomende markt is Vietnam.’

## Maurice Geraets

Senior Investment Strategist, Achmea Investment Management

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2024?

‘De wereldeconomie heeft te maken met een lastige macro-economische omgeving. De groei-inflatie-trade-off is per saldo ongunstig. De Amerikaanse economische groei is momenteel nog robuust, maar in de eurozone en in China hapert de groeimotor. De inflatie is in 2023 afgekoeld, maar de kerninflatie ligt nog steeds boven de doelstelling van centrale banken. De centrale banken in de VS en in de eurozone zullen de beleidsrente dan ook nog langere tijd op de huidige niveaus houden om de inflatie verder in te dammen. De piek in de beleidsrentes lijkt bereikt, maar een versoepeling van het monetaire beleid op korte termijn is onwaarschijnlijk. Het krappe monetaire beleid en de gestegen lange rentes zullen

de economische groei in 2024 onder druk zetten. Daarnaast zorgen de (geo)politieke ontwikkelingen voor extra onzekerheid.

Een dergelijke uitdagende beleggingsomgeving illustreert het belang van effectieve diversificatie. Inflatiegevoelige beleggingen, waaronder ook grondstoffen, blijven een belangrijk onderdeel van een robuuste beleggingsportefeuille vanwege de aanhoudende inflatierisico's en geopolitieke onzekerheden. De verwachte rendementen voor de middellange termijn voor de vastrentende waarden zijn een stuk hoger dan een aantal jaren geleden, door de gestegen rentes. Aandelen uit ontwikkelde markten daarentegen ogen per saldo kwetsbaar door de relatief hoge waardering en de matige economische groeivoorzichten.’



‘De piek in de beleidsrentes lijkt bereikt.’





## Bob Homan

Hoofd, ING Investment Office

‘Het ziet er voor aandelen helemaal niet zo slecht uit.’

### Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

‘Wij zien in 2024 een omgeving met een vertragende groei en inflatie, en centrale banken die klaar zijn met het dichtdraaien van de geldkraan en een begin maken met renteverlagingen.

Rentes op staatsobligaties zijn dit jaar verder opgelopen en bieden in een dergelijke omgeving echt weer een aantrekkelijk alternatief. We verwachten wel dat de termijnpremie nog wat verder kan oplopen door de grote kapitaalbehoeftes van overheden en quantitative tightening door centrale banken. Doordat deze termijnpremie in onze ogen minder zal toenemen dan wat we aan nominale rentedaling verwachten, als gevolg van vertragende inflatie, verwachten we naast de coupon ook nog wat koerswinst voor obligaties.

Ondanks de economische groeivertraging wordt er toch winstherstel voor bedrijven verwacht, met name Amerikaanse. Wij zijn

met een verwachte winstgroei van rond de 5% in 2024 wel iets conservatiever dan de consensus. Met wat teruglopende rentes kunnen aandelenwaarderingen naar onze mening ook iets omhoog en ziet het er voor aandelen helemaal niet zo slecht uit. Binnen aandelen blijven we voornamelijk positief over Amerikaanse aandelen, en dan vooral over groeiaandelen die we veel in de technologiehoek vinden. Naast dalende rentes hebben dergelijke bedrijven ook de wind mee, met AI als belangrijke groeifactor.

In de geschetste economische omgeving verwachten we voor beide grote asset classes positieve resultaten, waarbij obligaties risicogewogen wat in het voordeel zijn. We gaan het jaar in met een neutrale weging. Dat geldt ook voor de beleggingscategorieën die er qua risico/rendement wat tussenin liggen, zoals vastgoed. Over grondstoffen zijn we minder enthousiast, hoogstens zo nu en dan als hedge tegen bijvoorbeeld geopolitieke spanningen.’

## Edin Mujagić

Chief Economist, OHV Vermogensbeheer

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen? En voor AI?

‘2024 lijkt een jaar te worden waarin de economische activiteit afkoelt, langetermijnrentes hoog blijven en inflatie, hoewel verder dalend, te hoog blijft. De centrale banken zullen door dat laatste niet de gebruikelijke reflex kunnen laten zien als de economie wind tegen krijgt, namelijk hun rentes sterk verlagen. De aanhoudend te hoge inflatie zal dat grotendeels in de weg staan. Ondertussen blijven de spanningen op geopolitiek vlak behoorlijk, zeker naarmate het einde van het jaar nadert en de Amerikanen hun president voor de komende vier jaren kiezen.

Het zou mij niet verbazen als door dat alles op de financiële markten en daarbuiten het besef ontstaat dat de (economi-

sche) omgeving niet alleen ingrijpend, maar ook structureel is veranderd. Het jaar 2024 kan zo gezien een keerpunt worden.

AI en toepassingen daarvan zullen dan nog meer gezien worden als dé oplossing voor allerlei economische uitdagingen voor de toekomst, zoals de strijd tegen klimaatverandering en de gevolgen ervan, of de vergrijzing en als gevolg daarvan een toenemende schaarste aan arbeid. Het is daarom te verwachten dat er wereldwijd nog meer geïnvesteerd zal worden in onderzoek en ontwikkeling van AI en toepassingen ervan. Het verleden leert ons dat zoiets doorgaans de omslag naar andere én betere tijden inluidt. 2024 biedt daarmee een kans om voor te sorteren op die toekomst.’



‘Het jaar 2024 kan een keerpunt worden.’



## Oliver Blackburn

Portfolio Manager, Multi-Asset Team, Janus Henderson Investors

'Euro high yield markets offer good yields.'

### Which asset classes are most attractive?

'It is difficult to identify many areas of markets that look outright attractive while inflation is still above central bank targets and recession risks look elevated. As a result, we are seeking to maintain higher levels of diversification in portfolios. For US investors, higher interest rates and lower inflation make it easier to find assets that offer better initial entry points. However, the starting base is harder for euro-based investors where interest rates are only just surpassing inflation. With yield curves inverted, higher-quality fixed income assets are still often struggling to deliver yields above the current rate of inflation. At the same time, global equities are far from cheap, and earnings expectations remain close to peak levels. This leaves equity

markets at risk of further falls, if economic growth slows meaningfully.

That said, some assets offer the prospect of better returns across a range of scenarios. Cash and short-term government debt now offer better absolute returns than over the last decade, particularly with inflation likely to continue to slow. European investment grade bonds offer potentially attractive returns over the medium term, having priced a greater probability of recession than other areas of credit. The lower duration and higher credit spreads on offer, compared to the US market, leads to greater likelihood of positive returns in the medium term. Similarly, euro high yield markets offer good yields, but investors may want to consider active managers as default rates are rising.'

## Peter van der Welle

Multi-Asset Strategist, Robeco

### Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

'In onze visie zal 2024 de zwanenzang van smetteloze desinflatie inluiden. We voorzien een transitie van het vigerende 'goudlokjes'-scenario naar een 'banenrijke economische stagnatie': een fragiel macro-economisch evenwicht dat uiteindelijk uitmondt in daadwerkelijke stijging van de werkloosheid in G7-economieën. Waarschijnlijk zal de werkloosheid eind 2024 beduidend meer zijn dan de 0,3% stijging die centrale banken hebben ingetekend. Reden hiervoor is dat desinflatie typisch gepaard gaat met een groter banenverlies zodra de Philipscurve vlakker wordt in een meer gematigde inflatie-omgeving. Tevens verwachten we dat de immuniteit van bedrijven en huishoudens tegen renteschokken langzaam begint af te kalven, gelet op de herfinancieringskalender. De laatste loodjes in de verkrappingscyclus blijken uiteindelijk dus het zwaarst. Echter, de financiële situatie van bedrijfsleven en huishoudens is veelal voldoende veerkrachtig om een klassieke recessie in 2024 af te wenden.

We voorzien in 2024 een terugkeer van de negatieve correlatie tussen aandelen en staatsobligaties. We zijn met name enthousiast over het korte eind van de rentecurve, maar zien ook kansen in de zeer gunstig gewaardeerde yen en in hoogrendende bedrijfsobligaties, zodra de kredietrisico-opslagen 200 tot 250 basispunten zijn uitgelopen vanaf de huidige niveaus. De rentecurve kan steiler worden in de eerste helft van 2024. Hoewel het leeuwendeel hiervan bull-steepening zal zijn, valt een verdere bear-steepening niet uit te sluiten, uit zorg over het langetermijninflatierisico als gevolg van fiscale dominantie, met name voor de VS. We verwachten een moeizaam jaar voor aandelen. De huidige dubbelcijferige winstverwachtingen voor ontwikkelde markten in 2024 zijn naar onze mening duidelijk te optimistisch. In ons basisscenario voorzien we, net als de consensus, milde contractie van de koers-winstverhouding. Een duidelijk opwaarts risico voor ons basisscenario is een sterker dan verwachte daling van de reële rente, die weer lucht blaast in de aandelenwaarderingen.'



'We voorzien een terugkeer van de negatieve correlatie tussen aandelen en staatsobligaties.'



## Keith Wade

Hoofdeconoom, Schroders

'Aan de volgende fase van desinflatie zal een prijskaartje hangen.'

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2024? En voor AI?

'De financiële markten rekenen op een zachte landing van de economie. Maar ondanks het optimisme staat de wereld-economie voor een aantal uitdagingen. Niet alle economieën blijken zo veerkrachtig als die van de VS. De inflatie is weliswaar gedaald, maar zeker nog niet verslagen.

De groeivoorzichten in 2024 hangen grotendeels af van de ontwikkeling van de inflatie. De algemene inflatie is sterk gedaald in de grote economieën dankzij de daling van de voedsel- en energieprijzen. Als deze buiten beschouwing worden gelaten, is de daling van de kerninflatie minder indrukwekkend.

De daling van de inflatie tot nu toe was 'eenvoudig'. De basiseffecten van de stij-

ging van de voedsel- en energieprijzen zouden uiteindelijk door de inflatie-indices heen spoelen. Aan de volgende fase van desinflatie zal een prijskaartje hangen: de werkloosheid in de VS loopt volgend jaar op tot 4,8%. Een recessie is weliswaar van tafel, maar het moeilijke deel van het terugdringen van de inflatie begint nu pas.

Zowel de ontwikkelde als de opkomende economieën zullen vertragen in lijn met de VS en China, verwachten we. We menen nog steeds dat de inflatie verder zal dalen, hoewel dit een vertraging vereist van de wereldwijde groei tot 2,1% in 2024. De landing voor de wereld-economie zal niet zo hard zijn als voorheen gedacht, maar 2024 zal nog steeds het zwakste jaar in een decennium zijn, het pandemiejaar 2020 buiten beschouwing gelaten.'

## Jitzes Noorman

Delegated CIO & Investment Strategist, Columbia Threadneedle Investments

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2024?

'De macro-economische ontwikkelingen zijn minder onzeker dan een jaar geleden. De inflatie heeft een aanzienlijke daling laten zien, al is de kerninflatie nog te hoog en hardnekkig. Analisten gaan uit van een inflatie tussen de 2% en 2,5% de komende jaren in de eurozone. De Fed en de ECB hebben het eind van de verkrappingscyclus bereikt. De vraag in 2024 zal zijn of en hoeveel de centrale banken de rentes alweer zullen verlagen.

Er is zelfs weer sprake van enig groei-optimisme, gedreven door die dalende inflatie en een nog steeds sterke arbeidsmarkt. Het consumentenvertrouwen laat weer enig herstel zien. Daardoor is recessie geen basisscenario meer, maar een risicoscenario. Toch zijn de groeivoorzichten nog niet uitbundig. Redenen zijn de hoge rentes, problemen in de vastgoedmarkt, afnemende winstmarges en de beperkte fiscale ruimte voor stimulus.

Belangrijke thema's en drijvers zijn nog steeds de geopolitieke fragmentatie, de oorlog in Oekraïne, een conflict tussen de VS en China, en klimaatverandering. Daar is politieke onzekerheid bij gekomen, met de Amerikaanse presidentsverkiezingen in 2024.

Risicovolle obligaties hebben een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding, ten opzichte van zowel staatsobligaties als aandelen. Ook commodities en met name catastrofe-obligaties scoren dit jaar wederom goed in ons Capital Market Assumptions-model.

Tot slot is het systeemrisico afgenomen, blijkt een lagere volatiliteit als ook een lagere correlatie tussen individuele aandelen. Voor systeemrisico is in de aandelenmarkt echter concentratie-risico in de plaats gekomen. En in de obligatiemarkt is weer sprake van kredietrisico, zowel wat betreft staatsobligaties (toenemende staatsschuld) als wat betreft bedrijfsobligaties (toenemend aantal faillissementen):



'Recessie is geen basisscenario meer.'



## Lukas Daalder

Chief Investment Strategist, BlackRock

‘Er is al aardig wat slecht nieuws ingeprijsd.’

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2024? En voor AI?

‘De afgelopen twee jaar hebben financiële markten voornamelijk in het teken gestaan van de onverwachte stijging van de inflatie en de bijbehorende correctie die daardoor heeft plaatsgevonden in de rentemarkt. Het zou leuk zijn om te denken dat hiermee de grootste onzekerheid inmiddels wel uit de markt is, maar wellicht is het toch nog wat vroeg om de vlag uit te hangen. Structurele factoren als vergrijzing (krappe arbeidsmarkten), de energietransitie (oplopende economische schade) en geopolitieke polarisatie (Amerikaanse presidentsverkiezingen) kunnen ook volgend jaar weer het nodige zand in de raderen van de wereld-economie strooien. Wij schatten in dat de risico's voor groei aan de onderkant en voor inflatie aan de bovenkant liggen. Ook de beperkte fiscale discipline die we op dit moment met name in de VS zien, zou er wel eens toe kunnen leiden dat kapitaalmarkt-

rentes ook volgend jaar wederom centraal kunnen komen te staan.

De opkomst van AI kan hierbij overigens als tegenhanger dienen, waarbij er juist sprake kan zijn van een sterke productiviteitswinst en daarmee gepaard gaande lagere inflatie. De ervaring leert echter dat waar de financiële markten bepaalde thema's al snel omarmen, de gevolgen voor de onderliggende economie vaak pas na enige jaren voelbaar zullen zijn. Of dit voor 2024 een grote rol zal gaan spelen, kun je je afvragen.

Zwakke groei en inflatie die wellicht wat langer hoog blijft, dat klinkt misschien niet als een bemoedigende omgeving voor financiële markten, maar daar kan één kanttekening bij geplaatst worden: er is al aardig wat slecht nieuws ingeprijsd. Anders dan twee jaar geleden valt er inmiddels weer het nodige te kiezen, waarmee TINA gelukkig ten grave gedragen kan worden.’

## Daniel Morris

Chief Market Strategist, BNP Paribas Asset Management

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2024?

‘In 2024 zal de ‘brandstof’ die de economieën in 2023 aan de gang hield, bijna opraken. In de VS zullen huishoudens binnenkort hun spaaroverschotten hebben uitgegeven en zullen de bedrijfsinvesteringen afnemen. Europa is kwetsbaarder voor recessierisico's dan de VS. De fiscale steun kan omkeren als regeringen zich richten op schuldvermindering. Wat China betreft, kijken we naar de lange termijn. Het oplossen van de huidige conjuncturele problemen kan de groei stimuleren en de assetprijzen helpen herstellen in 2024.

Tegelijkertijd kunnen we verwachten dat in veel ontwikkelde markten krappere financiële voorwaarden op de economische groei en de bedrijfswinsten zullen drukken, waardoor aandelen onder druk komen te staan. Nu de centrale banken de rente beginnen te verlagen om de groei te ondersteunen, zien we de aantrekkingskracht van een lange looptijdpositie in obligaties.

AI moet de komende jaren innovatie en creatieve destructie blijven stimuleren. Het zal de rest van het decennium waarschijnlijk een belangrijke aanjager zijn van de vraag naar halfgeleiders, terwijl de indrukwekkend brede toepasbaarheid ervan aandelen buiten de technologiesector, waaronder de gezondheidszorg en het onderwijs, zou kunnen helpen ondersteunen.

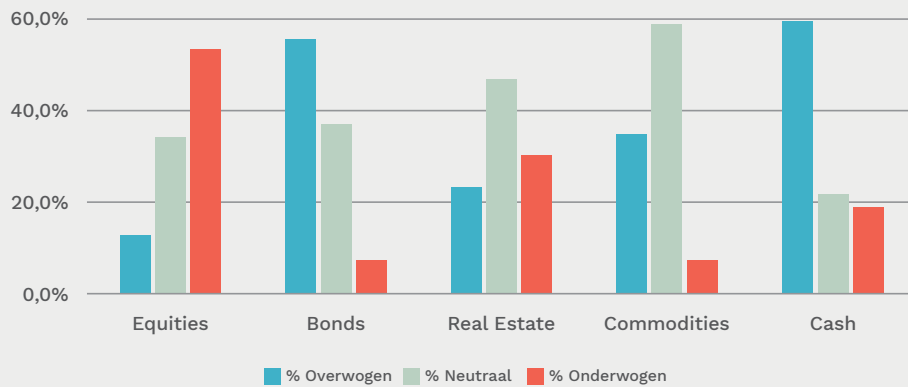
Binnen private assets zien we voor infrastructuur debt-beleggers een pijplijn van kansen, waaronder kansen die verband houden met de overgang naar een duurzame economie.

Wij zijn van mening dat er uiteenlopende mogelijkheden zijn om ecologische duurzaamheid te bevorderen en te behouden, de energietransitie te bespoedigen én te zorgen voor een rechtvaardige overgang naar een CO<sub>2</sub>-arme economie. Ook in 2024 blijven we inzetten op duurzaamheid.’



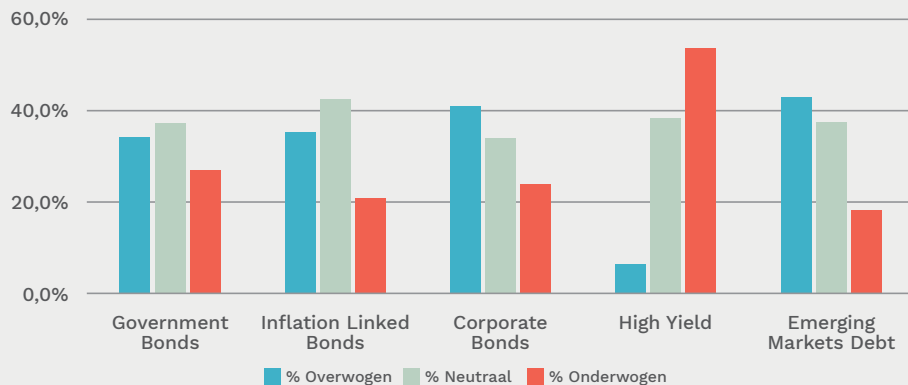
‘We zien de aantrekkingskracht van een lange looptijdpositie in obligaties.’

**FIGUUR 1: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID ASSET CLASSES PER 31/10/2023**



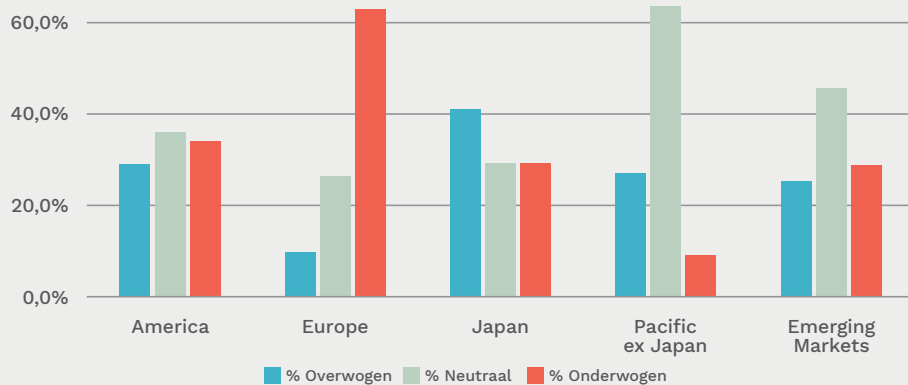
Bron: Alpha Research

**FIGUUR 2: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID OBLIGATIES PER 31/10/2023**



Bron: Alpha Research

**FIGUUR 3: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID AANDELEN PER 31/10/2023**



Bron: Alpha Research

# CONCLUSIE

Luisterend naar al deze experts lijkt volgend jaar het jaar van mindering te gaan worden: verder afremmende economische groei, vooral in Europa en China, dalende inflatie, dalende rentes en dalende winsten. Gelukkig is een recessie van tafel, maar zoals een van de experts zegt: 'Het moeilijke deel van het terugdringen van de inflatie begint nu pas.'

De beste kansen liggen in obligaties, vooral in die met een lange looptijd. Ofschoon aandelen er bekaaid afkomen in de outlook, bieden ook die voor de lange termijn een goed instapmoment in 2024. Japan en de yen lonken, net als AI en aandelen gezondheidszorg.

Bedreigingen komen van de geopolitieke situatie, de toenemende volatiliteit op de aandelenmarkten, de kans dat de inflatiedaling doorschiet naar deflatie, de noodzakelijke herfinanciering van veel schulden tegen een hoger renteniveau, de oplopende overheidsschulden die qua omvang extremere vormen aannemen, en de mogelijke verrassingsreactie op de markt als blijkt dat de economische groei toch nog lager is dan verwacht.

Inzoomend op de consensus-grafieken van Alpha Research ten aanzien van de gemiddelde asset allocatie van 70 asset managers blijkt dat aandelen nog steeds zijn onderwogen, maar 'voorzichtig laten

we het absolute pessimisme achter ons', aldus Eelco Ubbels, Directeur van het adviesbureau. Wat wel opvalt is dat cash, samen met fixed income, nog steeds king is. Een verrassende draai in 2023. 'Fixed income veranderde van zwaar oninteressant in 2023 naar neutraal nu: de grootste ommezwaai in tien jaar tijd,' aldus Ubbels. Alle fixed income-categorieën behalve high yield zijn aantrekkelijker geworden voor 2024. 'High yield blijft in het verdomhoekje zitten, vanuit historisch perspectief op een all-time low.'

Dankzij de ontwikkelingen op het gebied van AI gaat IT de beste winstgroeiontwikkeling tonen komend jaar. Het blijft de vraag of dat momentum van AI ook overslaat naar andere sectoren, zelfs met de hoge productiviteitswinsten en daardoor lagere inflatie die daarmee in het verschiet liggen. Of, zoals een van de experts het stelt, '2024 biedt daarmee een kans om voor te sorteren op die toekomst.'

Zo luiden we het nieuwe jaar in met nog twee passende vooruitblikken: 'Het zou mij niet verbazen als het besef ontstaat dat de (economische) omgeving niet alleen ingrijpend, maar ook structureel is veranderd. Het jaar 2024 kan zo gezien een keerpunt worden.' 'AI met al weten we één ding zeker: 2024 zal wederom een turbulent jaar gaan worden.'