

OUTLOOK 2023

Ze waren flink positief, de beleggingsexperts die we vorig jaar raadpleegden voor de vooruitzichten voor 2022: de economie zou blijven groeien. Hoe anders is het beeld een jaar later, met een recessie die dreigt of misschien zelfs al realiteit is.

Door Esther Waal

We kunnen het ze niet kwalijk nemen. Poetins inval in Oekraïne verraste nagenoeg de hele wereld en dat dit zo'n effect zou hebben op de energieprijzen kon eind 2021 bijna niemand bevroeden.

Het jaar 2022 stond in het teken van negatieve beleggingsrendementen, renteverhogingen door centrale banken, een energiecrisis en een torenhoge inflatie.

De belangrijkste oorzaak van die hoge inflatie, die in Nederland zelfs een recordhoogte bereikte, was natuurlijk de gestegen prijs van energie. Maar de door ons geraadpleegde beleggingsexperts wezen vorig jaar al op een inflatoire trend die gaande was. Die was toen vooral te wijten aan problemen in de aanvoerketens, loonstijgingen en een toenemende arbeidsschaarste, factoren die dit jaar mogelijk (nog) niet echt zichtbaar zijn geweest.

Over de duur van de hogere inflatie was men eind 2021 minder eensgezind. Die kon tijdelijk zijn, of juist langer aanhouden. Een enkeling nam zelfs het woord stagflatie in de mond, terwijl een ander dat juist naar het rijk der fabelen verwees.

Ondanks het collectieve optimisme over de economie was het volgens veel experts wel oppassen geblazen qua ontwikkelingen op de financiële markten. Beleggers zouden in 2022 rekening moeten houden met gematigde koerswinsten. Aandelen hadden de voorkeur boven obligaties. Bij het verder inzoomen, leken met name bedrijven die actief zijn op het gebied van de energietransitie en digitalisering aantrekkelijk. En beleggen in infrastructuur, vanwege de illiquiditeit, wat ook weer verband hield met de vrees voor oplopende inflatie.

De mate waarin die inflatie zich zou ontwikkelen, zou het beleid van centrale banken bepalen. Hoewel de meeste experts aannamen dat de beleidsrentes van de centrale banken in 2022 nog laag zouden blijven, gingen ze wel uit van een minder genereus monetair en fiscaal beleid.

Maar het was dus optimisme wat eind 2021 de klok sloeg. Geopolitieke spanningen werden pas in oktober 2022 verwacht met het oog op het Chinese partijcongres als Xi Jinping zou worden herkozen. Hoe anders zijn de omstandigheden nu, eind 2022. Wat betekent dit voor de Outlook voor 2023? Lees de vooruitzichten van maar liefst 22 beleggingsexperts.



Joost van Leenders

Senior Beleggingsstrateeg, Van Lanschot Kempen

‘Voor aandelen voorzien we voorlopig een negatief beeld.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2023?

‘2023 wordt mogelijk een comebackjaar voor obligaties. In de afgelopen jaren met lage rentes, maar met het risico van oplopende rentes, waren obligaties een on-aantrekkelijke beleggingscategorie. Maar nu de rentes zijn gestegen, komen obligaties weer in beeld als alternatief voor aandelen of grondstoffen, waarbij wel de risico's goed in de gaten moeten worden gehouden. Allereerst het risico op recessies. Vooral in Europa is dat risico levensgroot vanwege de hoge inflatie. Maar ook in de Verenigde Staten is de kans aanzienlijk, vooral vanwege het agressieve monetaire beleid. Lage groei of recessies zullen leiden tot lagere inflatie en het einde van de rentestijgingen.

Daarmee komen staatsobligaties als eerste in beeld in een gespreide beleggingsportefeuille. Voor een instapmoment in

meer risicovolle bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende markten zullen beleggers langer moeten wachten. In een omgeving van lage groei kunnen risico-opslagen verder oplopen, wat rendementen onder druk zet. Voor aandelen voorzien we voorlopig een negatief beeld.

Aandelen zijn al flink gedaald in 2022, maar dat kwam vooral door de stijgende rentes. De winstverwachtingen zijn wat ons betreft nog te rooskleurig. Als die verder neerwaarts worden bijgesteld, zet dat aandelen verder onder druk. Waarderingen van aandelen liggen in de VS iets boven het langjarige gemiddelde. In Europa liggen ze daaronder, maar nog niet op niveaus die passen bij een recessie. In de loop van 2023 zullen aandelenmarkten mogelijk op een economisch herstel vooruitlopen, maar om daar aan het begin van het jaar al op te anticiperen, achten wij te vroeg.’

Yoram Lustig

Head of Multi-Asset Solutions, EMEA and Latin America, T. Rowe Price



Wat zijn de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers in 2023?

‘De economische vooruitzichten zien er somber uit nu centrale banken wereldwijd de beleidsrente verhogen. Europa staat op de rand van een recessie, China vertraagt en de mogelijkheid dat de Amerikaanse economie een zachte landing maakt, lijkt klein.

Het bereiken van een inflatiepiek kan een stimulans zijn voor het marktsentiment, omdat dit de centrale banken in staat stelt de monetaire verkrapping te vertragen. Waarschijnlijk duurt het nog een jaar of langer voordat de inflatie weer overeenkomt met de doelstellingen van de centrale banken.

Een punt van optimisme is de aard van een mogelijke recessie. Inflatiegedreven vertragingen verschillen van kredietshokken, zoals de Great Financial Crisis van 2008. Het effect hiervan op de bedrijfswinsten is kleiner. De fundamenten van het bedrijfsleven blijven sterk: er is

kapitaal aangetrokken toen de rente nog laag was.’

Welke beleggingscategorieën zien er in 2023 het aantrekkelijkst uit?

‘2022 is voor beleggers lastig geweest omdat de aandelen- en de obligatiemarkten tegelijk daalden, waardoor het moeilijk is om portefeuilles te diversifiëren. De dalende markten bieden echter één lichtpuntje voor beleggers: de waarderingen zijn sterk gedaald. Lagere waarderingen leiden tot hogere verwachte rendementen in de toekomst.

Wij zijn positiever over hoogwaardige staatsobligaties. Het toenemende recessierisico kan betekenen dat de ergste rentestijgingen voorbij zijn.

Staatsobligaties uit de eurozone brengen bijna 3% op, wat ze aantrekkelijk maakt voor inkomstenbeleggers. Ze bieden ook bescherming tegen een potentiële vertraging en volatiliteit.’

‘De fundamenten van het bedrijfsleven blijven sterk.’



Maurice Geraets

Senior Investment Strategist, Achmea Investment Management

‘Voor betere spreiding en robuustere portefeuilles moeten ‘afwijkende’ beleggingen worden toegevoegd.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2023?

‘2022 is een wake-upcall voor beleggers. De wereld is in een hoog inflatieregime beland en zowel aandelen als obligaties laten forse koersdalingen zien. De risico's ten aanzien van economische groei, inflatie en monetair beleid zijn groot. Daarnaast zorgen de (geo)politieke ontwikkelingen voor extra onzekerheid. We verwachten dat dit onzekere instabiele klimaat voor langere tijd zal aanhouden. De huidige beleggingsomgeving illustreert het belang van een vergaande diversificatie naar beleggingen die fundamenteel afwijken van aandelen en nominale obligaties. Voor een betere spreiding en robuustere portefeuilles moeten ‘afwijk-

kende’ beleggingen worden toegevoegd. Zo maakt bijvoorbeeld de toevoeging van CTA's, inflatiegerelateerde obligaties en grondstoffen de portefeuille stabiel. Effectieve diversificatie en het streven naar een robuuste beleggingsportefeuille blijven belangrijke aandachtspunten voor pensioenfondsen. Positief is wel dat de verwachte rendementen voor de middellange termijn over de hele linie met procentpunten zijn gestegen ten opzichte van een jaar geleden door de hogere rentes en risico-opslagen.’

Peter van der Welle

Strategist in het Fundamental Multi-Asset team, Robeco



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2023?

‘Dit jaar zijn de consensusverwachtingen op macro-economisch vlak verschoven van ‘centrale banken weten een vertraging helemaal te voorkomen’ naar ‘centrale banken realiseren een zachte landing in 2023’. Wij denken echter dat het geloof in het vermogen van centrale banken om een cyclische neergang te voorkomen niet terecht is. In plaats daarvan verwachten wij een harde landing die de angel uit de inflatie haalt, gezien de doorgaans zeer desinflatoire aard van recessies.

Wij denken dat de erkenning van een harde landing en de daarmee gepaard gaande winststressie de laatste fase van deze bearmarkt inluidt. Met het oog op de voorsnog langzaam afnemende inflatiedruk en de slechts gestaag dalende voorlopende indicatoren voor de economische activiteit gaat het nog wel even duren voordat de resterende neerwaartse risico's voor de winsten worden onderkend. Dit strookt ook met de vaststelling dat tegentrend-rally's in een aanhoudende bearmarkt doorgaans groter van omvang zijn.

Historisch gezien begon de Amerikaanse Fed de rente in 80% van de gevallen te verlagen toen de ISM-index onder de 50 zakte en de inflatie in het daaropvolgende kwartaal boven de inflatiedoelstelling bleef, maar deze keer lijkt de kans op een beleidswending kleiner. Dit is een meer Volcker-achtige Fed die grote moeite heeft om een oververhitte arbeidsmarkt af te koelen. Waarschijnlijk gaat de bal pas in de tweede helft van 2023 rollen. Als de werkloosheid oploopt naar 5% en de desinflatie versnelt als gevolg van een NBER-recessie in de tweede helft van 2023, zal de Fed, net als andere centrale banken, een beslissende draai maken. We voorzien dat de rente, inflatie en de Amerikaanse dollar allemaal hun piek bereiken in 2023.

Wij verwachten dat 2023 zeer goede instapmomenten oplevert voor long duration-posities in vastrentende beleggingen, na verloop van tijd gevolgd door aantrekkelijkere bodems in risicovolle obligatie- en aandelenmarkten.’

‘We voorzien dat de rente, inflatie en de Amerikaanse dollar hun piek bereiken in 2023.’



Robert Tipp

Chief Investment Strategist en Head of Global Bonds,
PGIM Fixed Income

‘Verder vooruitkijkend kan het inflatiebeeld verbeteren.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2023?

‘Aanhoudend hoge inflatiecijfers en de sterke banengroei zullen er waarschijnlijk voor zorgen dat centrale banken de rente agressief blijven verhogen en de vrees voor een harde landing aanwakkeren. Verder vooruitkijkend kan het inflatiebeeld echter verbeteren, omdat zowel de vastgoedprijzen als de energieprijzen over hun piek zijn en de fricties tussen vraag en aanbod lijken te verminderen. In combinatie met de snelle en forse renteverhogingen tot dusver zal verdere verkrapping van het monetaire beleid waarschijnlijk in een meer gematigd tempo plaatsvinden, waarbij het einde van de rentecyclus in de eerste helft van 2023 in zicht komt.

Op het einde van de renteverhogingen door de centrale banken krijgen we ofwel een zachte landing van de economie, ofwel

een recessie. In het geval van een recessie kunnen we rentevoeten zien dalen, maar met grotere spreads. In het geval van een zachte landing verwachten we veeleer een bescheiden versteiling van de rentecurve en een outperformance van spreadproducten. Dat laatste scenario wordt op dit moment niet algemeen verwacht.

In het onwaarschijnlijke geval van een zachte landing kunnen de pas bereikte hogere renteniveaus vrij hardnekkig blijken, gezien de lage werkloosheid wereldwijd en omdat een terugkeer naar de beoogde inflatie enige tijd zal vergen. Dit kan teleurstellend zijn voor degenen die een snelle ommekeer verwachten, maar het zou toch vrij positief zijn voor de vooruitzichten van vastrentende waarden als beleggingscategorie. Hogere yields kunnen op lange termijn namelijk tot hogere rendementen leiden.’

Edin Mujagić

Chief Economist, OHV Vermogensbeheer

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2023?

‘Dé bedreiging voor 2023 is dat de centrale banken te ver zullen doorgaan met renteverhogingen. Wij achten de kans echter groot dat ze, door de dalende inflatie en de recessie, de rentes niet veel verder zullen opkrikken en dat het met die bedreiging, zeker later in het jaar, dus wel mee zal vallen. Waar 2022 gekenmerkt werd door de hoge en oplopende inflatie, recessieangst en renteverhogingen, zou het mij niet verbazen als 2023 gekenmerkt wordt door een dalende inflatie, door de recessie als een feit en dus, vooruitkijkend, door herstel om de hoek, en door een einde van de cyclus van renteverhogingen en mogelijk anderszins door (de verwachtingen over) renteverlagingen richting het einde van het jaar. De inflatie zien we overigens in 2023 en daarna hoger blijven dan we gewend zijn. Concreet

na 2023: tussen 2 en 4 á 5% per jaar.’

Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

‘In de hierboven geschetste omgeving zal sparen een gegarandeerd reëel verlies inhouden. De spaarrente lijkt voorlopig niet boven de inflatiepercentages uit te komen. Beleggen blijft over als bescherming tegen geldontwaarding. Een traditionele verdeling in aandelen en obligaties is een goede optie. Obligaties zijn aantrekkelijk bij kortlopende looptijden, zodat aflossingen herbelegd kunnen worden tegen hogere rentes. Aandelen blijven per saldo aantrekkelijk door het vooruitzicht op stimulerend (monetair) beleid en economisch herstel na de recessie, ook al omdat aandelenmarkten, historisch gezien, niet nerveus worden van inflatie tussen de 2 en 4 á 5% per jaar.’



‘Obligaties zijn aantrekkelijk bij kortlopende looptijden.’



Paul O'Connor

Head of Multi-Asset, Janus Henderson Investors

'Inflation looks close to a peak in most economies.'

What is the economic outlook for 2023?

'The global economy looks set for a challenging year in 2023 as rising interest rates and the cost-of-living squeeze push a number of major countries into recession. Consensus forecasts of real GDP growth for the new year are 0.4% for the United States, -0.1% for the eurozone and -0.5 % for the United Kingdom. Economists have been relentlessly downgrading these projections recently as they have struggled to keep up with the mounting impact of rising interest rates on next year's consumer and corporate activity.'

If there is some good news to focus on here, it's that inflation looks close to a peak in most economies. If that's right, then the upside to interest rate expectations is probably fairly limited, with market estimates of peak rates now at levels

that economies seem unlikely to be able to withstand for very long. Central banks will be reluctant to signal that rates have peaked, until core inflation is clearly trending down, but markets are likely to pre-empt this, if growth loses momentum in the months ahead, as we expect.

China remains a great source of uncertainty for the world economy in 2023. Economists are projecting a significant rebound in Chinese growth, on the view that the government will eventually abandon its Zero-COVID policy. However, the economic and financial threats from the unfolding property correction remain a major source of downside risks. The policy choices of the Chinese government on both fronts could have big repercussions for the growth outlook next year, in China and beyond.'

Gerwin Wijnia

Chief Investment Officer, InsingerGilissen

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2023?

'Zonder meer ligt de grootste bedreiging en kans in het geopolitieke conflict tussen Rusland en Oekraïne. Een escalatie zal direct of indirect negatief van invloed zijn op de economische groei en de financiële markten. Een de-escalatie heeft een mogelijk positief effect.'

Een andere bedreiging voor 2023 ligt waarschijnlijk in de handen van centrale banken. In het afgelopen jaar hebben deze de beleidsrentes sterk verhoogd om de economische groei af te remmen en de inflatie te beteugelen. Onze verwachting is dat de inflatie voor een langere periode hoog blijft, zeker ook nog in 2023, en vervolgens langzaam afzwakt. Voor centrale banken blijft het lastig om onder de huidige onzekerheden, zoals veroorzaakt door de energieprijzen, de toekomstige inflatie in te schatten. Het risico bestaat dat deze te ver gaan in hun renteverhogingen, waardoor de kans op een diepe recessie groter wordt.'

Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

'Over de afgelopen tien jaar hebben beleggers, gedreven door lage of negatieve rentes, obligaties aan de kant gezet. Met de huidige oplopende rentes kunnen obligaties weer interessant worden voor beleggingsportefeuilles. Hiervoor is het wel noodzakelijk dat rentes en inflatie hebben gepiekt.'

Verder kunnen aandelen interessant zijn als economische groei weer in zicht komt en geopolitieke spanningen afnemen. Aandelenwaarderingen zijn gedaald door verwachtingen dat ondernemingswinsten onder druk blijven tot in elk geval halverwege 2023. Specifiek zijn sectoren met kwaliteit en groeikarakteristieken, zoals informatietechnologie, aantrekkelijk.

In een scenario waarin economische groei blijft tegenvallen, zullen obligaties en cash waarschijnlijk de beste vluchthavens zijn.'



'Sectoren met kwaliteit en groeikarakteristieken, zoals informatietechnologie, zijn aantrekkelijk.'



Bob Homan

Hoofd, ING Investment Office

‘Er zijn voor zowel obligaties als aandelen weer mooie kansen ontstaan.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2023?

‘De risico’s en kansen zijn twee kanten van dezelfde medaille en worden in 2023 bepaald door twee variabelen. Enerzijds is er de inflatie, die naar onze verwachting afneemt, anderzijds de economie, die in onze ogen in een milde recessie terecht zal komen. Gezien de koopkrachtdaling en de ontwikkeling van de vooruitlopende indicatoren lijkt een recessie onvermijdelijk. Maar de sterke staat van de arbeidsmarkt en compensatiemaatregelen van overheden kunnen de omvang ervan beperkt houden. De grootste bedreigingen zijn een inflatie die hardnekkiger is dan gedacht en een dieper dan verwachte recessie.’

Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

‘Na de forse koersdalingen op de financiële markten dit jaar zijn er voor zowel obligaties als aandelen weer mooie kansen ontstaan. Intussen geven Europese staatsobligaties 3% rente en dat is 3%

meer dan een jaar geleden. Met een gespreide obligatieportefeuille, waarin ook bedrijfsobligaties, High Yield en EMD zitten, haal je al snel een effectieve rente van 4,5%. Dan heb je een aardige buffer om een beperkte rentestijging op te vangen. Aandelen hebben zich aangepast aan de hogere rente, waarbij de risicopremie het afgelopen jaar vrij constant op een ruime 5% is gebleven. Dit vinden we een aantrekkelijke premie, zeker als je bedenkt dat de bedrijfswinsten naar verwachting niet zullen dalen. Vergeet niet dat bedrijfswinsten in nominale termen gemeten worden (inclusief de inflatie) en dat economische groei reëel is. We gaan het jaar nog uit met een onderweging in obligaties en, wat aandelen betreft, een voorkeur voor de sectoren energie, financiële waarden en gezondheidszorg. Maar ik verwacht dat we gedurende het jaar, als de rente piekt, meer obligaties gaan kopen en binnen aandelen de sectorallocatie van waarde- naar groeiaandelen zullen draaien.’

Jody Jonsson

Portfolio Manager, Capital Group

What is the economic outlook for 2023?

‘Many investors are expecting a return to normal after inflation subsides and central banks stop raising rates. But I believe the world is undergoing significant changes and that investors will need to reset their expectations about how a typical investing environment will look.’

The market is grappling with a macro-environment it hasn’t seen in a long time. Inflation is at its highest since the early 1980s. And until recently we’ve had 40 years of declining interest rates. That is

longer than most investment managers’ careers, if not lifetimes. That is part of the reason we see a market struggling to adjust to this new reality. It is easy to assume these are market dislocations that will quickly reverse. But these cycles often last much longer than people anticipate and there is reason to believe higher inflation is structural and likely to persist.

We are living through a historic period of change. The outlook has evolved from a decade of sunny skies to darker clouds. That said, new market environments present new opportunities and that is where experience and flexibility can be essential.’



‘There is reason to believe higher inflation is structural and likely to persist.’



Daniel Morris

Chief Market Strategist, BNP Paribas Asset Management

‘Scenario’s met een verslechtering van de situatie zijn makkelijk denkbaar.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2023?

‘De wereldeconomie lijkt onvermijdelijk op weg naar een recessie dankzij agressieve beleidsrenteverhogingen van de centrale banken om de inflatie te verminderen, een energieschok in Europa, een Zero-COVID-beleid in China en een wankel Chinese vastgoedmarkt. Scenario’s met een verslechtering van de situatie zijn makkelijk denkbaar: een ineenstorting van een belangrijke financiële markt door de snelle stijging van rentetarieven, een koude winter en stroomuitval in Europa, of opflakkerende geopolitieke spanningen tussen de Verenigde Staten en China.’

Kijkend naar de VS zal een verslechtering van de arbeidsmarkt de sleutel zijn om de Amerikaanse diensteninflatie onder controle te krijgen. De goedereninflatie zou moeten dalen dankzij basiseffecten en een lagere vraag, terwijl de huisvestingskosten uiteindelijk de aanhoudende vertraging op de huizenmarkt zullen weerspiegelen.

Europa wordt geconfronteerd met een energieschok die de regio sinds de OPEC-prijsstijgingen in de jaren zeventig niet meer heeft gezien. Hoewel de gasprijzen de laatste tijd zijn getemperd, zijn ze nog steeds veelvouden hoger dan het gemiddelde in 2019. De reactie van regeringen op economische schokken is veranderd sinds de pandemie. Ze nemen nu hun toevlucht tot meer directe steun om een eventuele daling van het inkomen of van bedrijfswinsten te verzachten. Regeringen zullen ervoor moeten zorgen dat verdere uitgaven gericht zijn op het voorkomen van een compenserende reactie op eventuele stimuleringsmaatregelen van de ECB.

De twee factoren die de Chinese groei in 2022 vertraagden, het Zero-COVID-beleid en een instabiele vastgoedmarkt, zouden in 2023 moeten matigen, waardoor de economie zal kunnen herstellen, hoewel de groei waarschijnlijk onder het pre-pandemische niveau zal blijven.’

Lukas Daalder

Chief Investment Strategist, Blackrock

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2023?

‘Wie de ontwikkelingen van de afgelopen paar jaar op een rijtje zet, kan niet anders dan concluderen dat we in een volatielere macro-omgeving zijn beland. In vier jaar tijd gingen we van ‘laat-cyclisch’ (2018-2019), naar ‘depressie’ (2020), via de (geflopte) ‘Summer of Love’ (2021), naar sterk accelererende inflatie. De algemene verwachting is dat daar binnen niet-aanzienbare tijd een periode van recessie en/of stagflatie aan wordt toegevoegd.’

Hoewel een deel van deze ontwikkelingen kan worden teruggevoerd op COVID-19 en de oorlog in Oekraïne valt moeilijk te ontkennen dat ook andere structurele factoren een rol hebben gespeeld. Denk hierbij aan de (onverwachte?) krapte op de arbeidsmarkt, de terugkeer van (overheids)schuld als thema, de politieke po-

larisatie, de draai in het globaliseringsproces en de toegenomen noodzaak van de energietransitie. Deze factoren zijn niet tijdelijk van aard en zullen dus ook de komende jaren de vooruitzichten voor groei en inflatie mede bepalen. Het valt te verwachten dat ze tot meer onzekerheid ten aanzien van groei en inflatie zullen leiden, waarbij de gemiddelde inflatie overigens wel hoger zal komen te liggen.

Hogere volatiliteit in de onderliggende macrovariabelen zal ook zeker tot hogere volatiliteit in financiële markten leiden. Hoewel dit wellicht negatief klinkt, zie ik het juist als een kans. Eindelijk valt er weer wat te kiezen en kun je weer differentiëren in de verwachte risico-rendementsverhoudingen van beleggingen. De stabiliteit van een outlook komt het niet ten goede, maar voor beleggers is het reuze-interessant.’



‘Eindelijk valt er weer wat te kiezen.’



Gregor M.A. Hirt

Global CIO Multi Asset, Allianz Global Investors

‘We do not expect a let-up in monetary tightening.’

What is the economic outlook for 2023?

‘In 2023, investors will want to watch the likelihood of recession, the path of inflation and the potential for further interest rate rises. While it is likely to continue to be a tough-to-navigate environment, opportunities to re-enter markets could start to appear as the bad news peaks.’

We expect the United States to fall into recession in 2023 as higher financing costs and the fall in real disposable incomes due to higher inflation put pressure on the economy. Europe may enter a longer-lasting recession earlier, given its strong dependency on imported oil and gas, which have risen sharply in price. China is suffering from structural issues in its housing market and the implications of its Zero-COVID policy.

And we do not expect a let-up in monetary tightening – we think markets still underestimate where rates may end up.

On the plus side, we are likely to see a decline in year-on-year inflation rates as 2023 unfolds due in part to base effects as energy prices start to ease, even if underlying inflationary pressures may remain. For investors seeking re-entry points, government bonds, particularly US Treasuries, could offer the first opportunities for those seeking longer-term expected returns. In equity markets, the first half of a recession has historically tended to be when prices begin to bottom out.

Overall, the current rising volatility could be an ideal environment for active investors to identify opportunities in a year that could be a major inflection point for markets.’

Jordy Hermanns

Portfoliomanager Investment Strategy, Aegon Asset Management



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2023?

‘Voor 2023 zijn er twee zaken erg belangrijk: normaliseert de inflatie en hoe sterk vertraagt de economie? De belangrijkste bedreiging voor 2023 is dat de economie verder doorschiet in een stagflatiescenario, waarbij de economie in een recessie valt en de inflatie hoog blijft of zelfs stijgt. Een positiever scenario ontstaat als de inflatie langzaam normaliseert en de economie niet in een zware recessie komt. Onze verwachting zit daar ongeveer tussenin. Wij verwachten dat de inflatie langzaam zal normaliseren, maar wel nog een tijdje hoog zal blijven. Tegelijkertijd is een milde recessie ons basisscenario, onder meer door het koopkrachtverlies van de consument en de negatieve effecten van de hogere rentes.’

Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

‘Er is veel veranderd in 2022. De rentes op staatsobligaties zijn sterk gestegen, kredietvergoedingen zijn opgelopen en waarderings van aandelen zijn afgenomen. Hoe al deze categorieën op korte termijn gaan presteren, is lastig in te schatten.’

Als het stagflatiescenario aanhoudt, dan kan 2023 nog een jaar worden met negatieve of lage rendementen. Als de inflatie gecontroleerd wordt, neemt de kans op een positief beursklimaat in 2023 toe. Met de huidige rentestanden zijn vastrentende waarden aantrekkelijk geprijsd, zelfs bij wat economische tegenwind. We zijn relatief positief over bedrijfsobligaties, zowel High Yield als Investment Grade. De kredietopslag zou daar voldoende moeten zijn, ook in een (milde) recessie. Voor beleggers met een langere beleggingshorizon zijn aandelen nu aantrekkelijker dan in de afgelopen jaren.’

‘Een milde recessie is ons basisscenario.’



Keith Wade

Hoofdeconoom, Schroders

‘Door de zwakke yen en de lage inflatie is de Japanse economie zeer concurrerend geworden.’

Wat zijn de verwachtingen voor 2023 en waar liggen investeringsrisico's en -kansen?

‘De oorlog in Oekraïne en China's COVID-19-lockdowns waren belangrijke oorzaken van de grote inflatiestijging. Inmiddels zijn er signalen dat die stijging bij voedsel en energie langzaam afneemt. Dit geldt niet voor de dienstensector en ook de arbeidsmarkten blijven krap, vooral in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk.

Positief is dat de markt na de renteverhogingen verwacht dat de Fed erin zal slagen de inflatie onder controle te houden. Er wordt aangenomen dat de inflatie op de lange termijn stabiel op minder dan 3% blijft. Als werknemers daar ook van overtuigd raken, zal dat waarschijnlijk matiging van looneisen met zich meebrengen.

Voor aandelenbeleggers is het van groot belang te weten wanneer de rente stabili-

seert, om te bepalen of aandelen aantrekkelijk geprijsd zijn. Het goede nieuws is dat geld lenen extreem goedkoop is en nog steeds kan fungeren als aantrekkelijke ‘compensatie’. De kwaliteit van aandelen blijft in 2023 cruciaal. Bedrijven met een goede cashflow, stabiele bedrijfsmodellen en het vermogen om prijzen te verhogen ter compensatie van inflatie zullen het beste presteren.

Op landenniveau houden wij Japan goed in de gaten. Door de zwakke yen en de lage inflatie is de Japanse economie zeer concurrerend geworden. Kijken we naar sectoren, dan zijn banken interessant. De trend van de stijgende rente maakt dat zij weer aan leningen kunnen verdienen. Bij individuele Europese investeringsbanken bestaan weliswaar wat problemen, maar de gewone Europese retailbanken worden goed bestuurd en zijn daarom aantrekkelijk.’

Ralph Wessels

Chief Investment Strategist, ABN AMRO

Waar liggen de kansen en bedreigingen voor 2023?

‘Wij denken dat de focus in 2023 verschuift van inflatie naar recessie en gematigd herstel. Indicatoren tonen dat inflatoire druk gaat afnemen. Daarom voorzien onze economen dat inflatie in de tweede jaarhelft in de Verenigde Staten en in de eurozone onder de 3% komt te liggen. Mede hierdoor is onze verwachting dat centrale banken begin 2023 klaar zijn met het verhogen van hun beleidsrente en dat de piek van de rente nabij is.

Met desinflatie en de effecten van het verkrappende beleid zal de focus verschuiven naar de aankomende recessie. Wij denken dat deze vanwege de energiecrisis in Europa diep zal zijn, terwijl wij een milde recessie voorzien in de VS.

Een groot risico voor 2023 is als centrale banken een te scherpe koers blijven va-

ren. Hierdoor zou ook de VS te maken kunnen krijgen met een harde landing. De snelheid van de huidige verkrapping van financiële condities is ongekend. Als dit doorgaat, terwijl we boven het neutrale renteniveau zitten, neemt de kans dat er iets breekt toe, wat kan leiden tot financiële instabiliteit.’

Welke asset classes zijn aantrekkelijk?

‘Wij zijn enthousiast geworden over staatsobligaties nu wij denken dat de piekrente nabij is. Hierdoor hebben obligaties in de hele portefeuille ook weer een neutrale weging gekregen. Vanwege de recessie blijven we nog terughoudend ten aanzien van aandelen, waarbij de aandelenportefeuille defensief is ingestoken. Met economisch herstel in de tweede jaarhelft verwachten wij in de loop van 2023 meer risico aan de portefeuille toe te voegen.’



‘Wij zijn enthousiast geworden over staatsobligaties.’



Jasper Haak

Partner, AF Advisors

‘De waarderingen zijn vanuit een historisch perspectief nog steeds hoog.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2023?

‘De belangrijkste bedreiging betreft de manier waarop de huidige hoge inflatie wordt bestreden. Renteverhogingen zijn een ineffectief instrument om prijsinflatie te bestrijden. Daarnaast lijkt het onvermijdelijk dat de inflatie in een krappe arbeidsmarkt haar weg gaat vinden naar verhoogde loonkosten. Ook helpt het niet dat de overheden en centrale banken decennialang zowel particulieren als bedrijven zijn blijven behoeden voor de impact van een serie uitzonderlijke marktomstandigheden. Eerst de financiële crisis, toen COVID-19 en nu de energieprijzen. Dit creëert een uitgestelde impact, die toch echt een keer betaald moet worden. Een terugkeer naar een normaler niveau van rentes zou voor iedereen welkom zijn. De mate van renteverhoging in Europa zal afhangen van het willen en kunnen accepteren van schade aan de economieën in met name Zuid-Europa. Wellicht dat door die afweging te vroeg gestopt

wordt met de renteverhoging, waardoor de inflatie in Europa zal voortduren.’

Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

‘Daar waar voor de recente marktcorrectie en renteverhogingen de meeste beleggingscategorieën qua waardering oninteressant leken, begint dat beeld te wijzigen. De waarderingen zijn echter vanuit een historisch perspectief nog steeds hoog. De timing van het perfecte moment voor in- en uitstappen is weinigen gegeven. Als de marktcorrectie en renteverhogingen doorzetten, maakt dat daarna bijna alle beleggingscategorieën aantrekkelijk. Voor het eerst in lange tijd betekent dit een hernieuwde interesse in vastrentende beleggingscategorieën. Voor een aantal private debt-categorieën is deze marktomgeving een vuurdoop voor managers en strategieën waar het kaf van het koren gescheiden gaat worden. Voor deze beleggingscategorieën zal de interesse toenemen.’

Sander van Ginkel

Senior Investment Strategist, MN

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2023?

‘Los van geopolitieke escalatiescenario's vormt inflatie nog altijd de grootste bedreiging. Blijft de inflatie hoog, dan neemt het koopkrachtverlies toe en blijven centrale banken de rente verhogen. Dit is het recept voor een mondiale recessie, marktvolatiliteit of mogelijk zelfs nieuwe eurocrisis-stress. Het is echter net iets waarschijnlijker dat de inflatie daalt als gevolg van normaliserende aanbodketens en hogere rentes. De tegenwind voor de economie kan dan afnemen en een (diepe) recessie kan worden voorkomen. In dit scenario bewegen we in de loop van 2023 weer naar een omgeving met lage groei en lage inflatie, die meer lijkt op de omstandigheden van voor de pandemie.

China is een wildcard. Laat China het Zero-COVID-beleid los? Dat zou positief zijn voor de wereldgroei. Anderzijds kan dat de mondiale inflatieproblemen vergro-

ten, bijvoorbeeld via opwaartse druk op de grondstoffenprijzen.’

Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

‘Financiële markten hinken op deze twee scenario's. Een 'lage groei-lagere inflatie'-scenario is gunstig voor return assets, een 'stagflatie-recessie'-scenario niet. Obligaties met een spread lijken de beste kaarten in handen te hebben voor zo'n gemengd beeld. De gestegen rente en credit spreads, ook in opkomende landen, bieden bescherming in zo'n omgeving.

Aandelenmarkten zijn gemiddeld gewaardeerd. De hoge waardering uit het recente verleden werd mede ingegeven door de historisch lage rente. Dergelijk lage rentes zien we niet terugkeren in 2023. Real assets bieden weliswaar bescherming tegen inflatie, maar door het illiquide karakter zal de waardeontwikkeling nog invloed ondervinden van de gestegen rente.’



‘Obligaties met een spread lijken de beste kaarten in handen te hebben.’



'We particularly like trend-following liquid alternatives.'

Julia Rees

Head of Portfolio Strategy, Strategic Advisory Solutions,
Goldman Sachs Asset Management

What are the biggest opportunities and threats for investors?

'The main threats we see for 2023 are second-round inflationary shocks, policy mistakes, and geopolitical risks. Global central banks have prioritized price stability over economic growth as the cost of entrenched inflation far outweighs that of overtightening. Consequently, we expect major central banks to tighten financial conditions and economic growth to decelerate further. This may weigh on risk assets, but following the major valuation reset of 2022, we think there are now numerous opportunities for patient investors.'

What asset classes are most attractive?

'In 2022, core bonds and core equities sold off in tandem, a pronounced deviation from the usual negative correlation between the asset classes that investors have come to rely upon. Investors with undiversified portfolios felt this especially poignantly, as

they did not have exposure to the year's bright spots like trend-following strategies, nor to the behavioural benefit of illiquidity in the private markets. Looking forward, we reiterate our conviction in liquid and private alternatives. Liquid alternatives, flexible absolute return strategies that go long and short, offer differentiated returns, tend to reduce total portfolio risk, and outperformed equity during drawdowns. We particularly like trend-following liquid alternatives as they tend to do well in inflationary times, irrespective of rising or falling inflation. Private market strategies do not mark to market, a feature that contributes to their famous illiquidity premium and helpfully smooths the experience a long-term investor perceives. Further, management of private companies is spared the short-termism that may come from having to report results frequently and some of the best vintages for private market funds were the ones taking advantage of depressed valuations around 2008, a dynamic we see today.'

Mamdouh Medhat

PhD, Senior Researcher, Dimensional Fund Advisors

What is the economic outlook for 2023?

'The past year has been challenging for investors. The steep losses in bonds have only increased the pain of the sell-off in equities. However, when experiencing difficult market conditions, it is important for investors to focus on the future rather than to dwell on the past.

Markets are forward-looking. As such, they have priced in current expectations of the economic conditions and opportunities in 2023. While this is not to say that we are past the rough patch, there are reasons to be optimistic about future returns.

Looking at US data since 1926, the average cumulative return for a typical 60/40 portfolio (60% S&P 500 index with 40% five-year notes) has been 37.1% over the five years that follow a decline of 10% or more in the portfolio's value. Looking at the individual asset classes during the same time period is also reassuring. US equities have on average returned almost 72% over the five years following a decade of at least 20%, while US bonds have on average returned almost 35% over the five years following a slump of 2% or more. History makes a strong case for investors to accept and endure difficult markets because steep declines should not derail long-term investment plans.'



'There are reasons to be optimistic about future returns.'



Emile Cardon

Senior Investment Strategist, PGGM

‘De recessie in de eurozone zal waarschijnlijk een stuk dieper zijn dan die in de Verenigde Staten.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2023?

‘Als grondstoffen prijzen niet opnieuw omhoogschieten, zullen de veel te hoge inflatiecijfers volgend jaar flink gaan dalen. Hierin worden wij gesteund door consensusramingen van analisten en de verwachtingen van marktparticipanten. Dit neemt echter niet weg dat we door het proactieve centrale bankenbeleid een recessie waarschijnlijk op de koop toe moeten nemen. De werkloosheid kan hierdoor oplopen en ook kunnen de bedrijfswinsten onder druk komen te staan. Door de sterkere afhankelijkheid van de import van grondstoffen zal de recessie in de eurozone waarschijnlijk een stuk dieper zijn dan die in de Verenigde Staten.’

Wat een en ander betekent voor financiële markten, is lastig te zeggen en zal vooral afhangen van de ontwikkelingen op de rentemarkt. Aandelen zijn een stuk goedkoper geworden op basis van koers-winstverhoudingen, maar wanneer rentes verder oplopen bij afnemende winsten valt niet uit te sluiten dat beurzen nog verder dalen. Dit is echter niet ons basis-scenario en wij denken dat de ruimte voor de lange rentes naar boven beperkt is en de winstdalingen voor beursgenoteerde bedrijven beperkt zullen zijn. Er zijn overigens genoeg factoren die tussentijds tot hoge volatiliteit kunnen leiden, waaronder nieuwe ontwikkelingen in de oorlog tussen Oekraïne en Rusland.’

Joeri de Wilde

Investment Strategist, Triodos Investment Management



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2023?

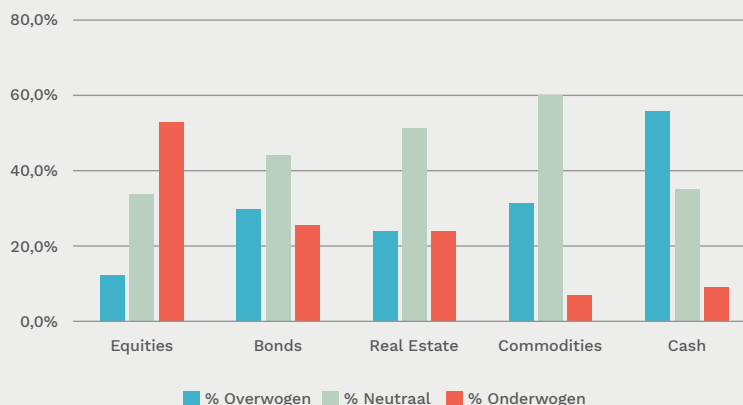
‘Hoge inflatie en monetaire verkrapping zullen in de westerse wereld helaas leiden tot een toename van de ongelijkheid. Aanhoudende geopolitieke spanningen maken de situatie er niet beter op. Het gevaar bestaat dat overheden te lang in de crisisstand blijven staan en zich enkel richten op symptoombestrijding. Hierdoor raken de wereldwijde duurzame ontwikkelingsdoelen, waaronder het voorkomen van verdere opwarming van de aarde en het verminderen van de ongelijkheid, verder uit zicht. Dat terwijl de opeenstapeling van crises heeft aangetoond dat ons huidige economische systeem, gericht op winstmaximalisatie en eindeloze economische groei, de oorzaak van veel ellende is. De oplossing ligt dan ook in de broodnodige duurzame transformatie van ons systeem: richting hernieuwbare energie,

een circulaire economie en een lasten-verschuiving van arbeid naar vermogen. Dit is de kans die 2023 biedt: de ‘polycrisis’ als katalysator van de duurzame transformatie.’

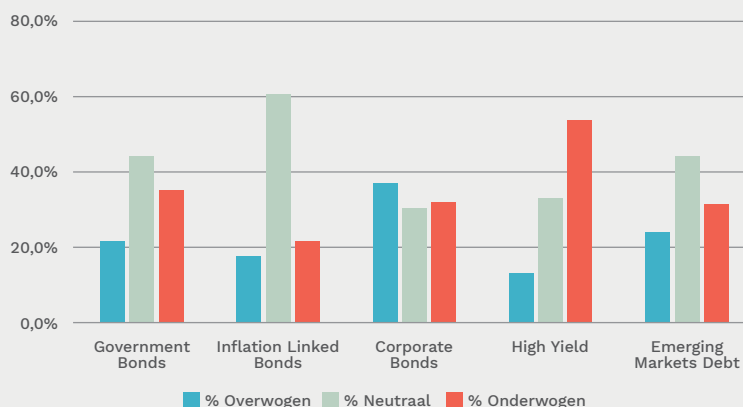
Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

‘We kijken binnen onze organisatie niet alleen naar risico en rendement, maar vooral ook naar impact. In het huidige volatiele beleggingsklimaat is het lastig te voorspellen wat er zal gebeuren op de financiële markten. Alle voorspellingen die je nu ziet, zijn met zoveel onzekerheden omgeven, dat je hier niet blind op kunt varen. Met assets die gelinkt zijn aan de duurzame transformatie beleg je in de toekomst en weet je zeker dat je aan het eind van het jaar minimaal de gemaakte duurzame impact als winst kunt boeken!’

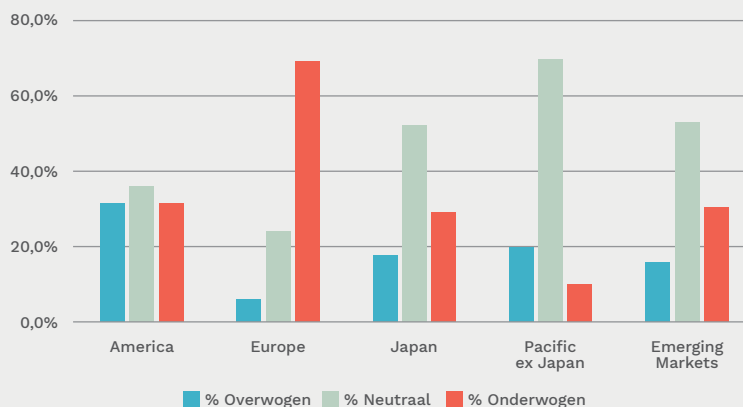
‘De ‘polycrisis’ kan de katalysator worden van de duurzame transformatie.’

FIGUUR 1: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID ASSET CLASSES PER 31/10/2022

Bron: Alpha Research

FIGUUR 2: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID OBLIGATIES PER 31/10/2022

Bron: Alpha Research

FIGUUR 3: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID AANDELEN PER 31/10/2022

Bron: Alpha Research

CONCLUSIE

Waren onze experts vorig jaar bij wijze van spreken nog in een jubelstemming, dit jaar is het beeld behoorlijk donkerder. Maar optimisme gloort nog steeds, al is het maar omdat nieuwe marktomstandigheden nieuwe kansen zouden bieden.

Eensgezindheid is echter ver te zoeken onder de 22 beleggingsexperts die we dit jaar raadpleegden. Dat komt met name door de uiteenlopende verwachtingen ten aanzien van de inflatie. Grofweg 40% van de experts die zich hierover uitlaten, verwacht een aanhoudend hoge inflatie. Zo'n 60% ziet dat de inflatoire druk afneemt.

Komt er nu een recessie of niet? En als die er komt, hoe zwaar wordt die dan? Terwijl de een nog praat over een recessierisico, is voor de ander een recessie onvermijdelijk en is het alleen nog de vraag hoe diep deze wordt. Ook hier is het verdeeldheid troef. Wie een recessie verwacht en zich over de zwaarte ervan uitlaat, rekent even vaak op een diepe als op een milde recessie.

En dan de rente... Er worden in de bijdragen van de experts weinig woorden aan besteed. De meesten verwachten dat de rente niet verder zal stijgen. Dit houdt ook verband met de prognoses voor de inflatie. Wie verwacht dat de piek van de inflatie binnen handbereik is, rekent ook op een einde aan de rentecyclus.

Wat betekent dit alles voor de aandelen- en obligatiemarkten? Het is opvallend om te zien dat obligaties volgend jaar een comeback lijken te maken. Maar hier houdt de consensus dan ook op. Staatsobligaties, bedrijfsobligaties, obligaties met een lange duration, obligaties met een kortere duration, alle soorten obligaties lijken voorbij te komen.

Meer eensgezindheid is er wel over aandelen. Er valt weer wat te kiezen voor actieve beleggers! Maar in zijn algemeenheid vindt men de aandelenwaarderingen nog wel te hoog. Voorzichtigheid is dus geboden en wellicht ook nog wat geduld. Ervaring en flexibiliteit zijn essentieel. De fundamenteën van bedrijven vinden velen nog sterk. Als economische groei weer duidelijk in zicht komt, wel of geen recessie, dan blijven aandelen aantrekkelijk.

Kijk dan overigens niet naar China, lijken diverse deskundigen te zeggen. China is te onzeker, zowel economisch als geopolitiek gezien. Volgens één expert heeft Japan betere kaarten in handen.

Van stabiele markten zal in 2023 geen sprake zijn, zoveel is wel duidelijk na het lezen van 22 outlooks van professionals. Maar de geschiedenis leert dat wie moeilijke markten trotseert, de weg naar opwaarts rendement weer vindt. En wie weet blijkt 2023 ook nog eens het keerpunt te zijn naar een duurzame transformatie van de economie.