
OUTLOOK 2023
**WELKE
VOORUITZICHTEN
VOOR 2023?**



NAGELMACKERS

INHOUD

INLEIDING	3
ECONOMISCHE VOORUITZICHTEN WERELDWIJD EN MACRO-OMGEVING	4
MACRO-OMGEVING EN BELEGGEN IN RISICOACTIVA IN 2023	5
Obligaties	5
Andelen	5
Cash	6
Alternatieven	6
Grondstoffen/goud	6
SMALL CAPS OF BEDRIJVEN MET EEN KLEINE MARKTKAPITALISATIE	7
Focus op de fundamenten op lange termijn	7
Opportunititeit om te kopen?	7
VASTGOED	8
Oorzaken van de teleurstellende prestaties	8
Opklaringen tegen de zomer '23?	9
Welke segmenten en aandelen verdienen de voorkeur?	10
NAGELMACKERS CHINA NEW ECONOMY	11
Belangrijke maatregelen om het herstel te ondersteunen	12
En op macroniveau?	12
Sectoren in de kijker	12
WILT U MEER WETEN? OF DE SAMENSTELLING VAN UW PORTEFEUILLE BESPREKEN?	12

Het mag duidelijk zijn: 2022 was een bijzonder bedrijvig en moeilijk jaar voor beleggers en fondsbeheerders. Maar een nieuw jaar breekt binnenkort aan en dus komen er nieuwe vooruitzichten. In dit dossier lichten onze experts elk voor hun domein hun visie toe voor volgend jaar ...

Zo bespreekt macro-econoom Christofer Govaerts de impact van de macro-economie op beleggingen in verschillende markten en sectoren in 2023. Rik Dhoest, fondsbeheerder, deelt zijn visie en de strategie van Nagelmackers voor small caps, namelijk kleine en middelgrote beursgenoteerde ondernemingen. Pascale Nachtergaele, fondsbeheerder, verklaart waarom de vastgoedmarkt vanaf midden 2023 betere tijden zou kennen. En Alexis Drion, investment manager, tracht ten slotte enkele vragen over de Chinese economie te beantwoorden.

Lees het in ons dossier!

Christofer Govaerts

Macro-econoom



Rik Dhoest

Fondsbeheerder



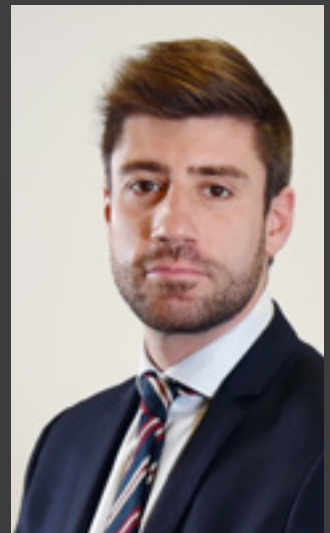
Pascale Nachtergaele

Fondsbeheerder



Alexis Drion

Investment manager



MACRO-OMGEVING EN BELEGGEN IN RISI- COACTIVA IN 2023

Indien ons basisscenario - zoals eerder vermeld - zich realiseert, houdt dat in dat 2023 beloftevoller is voor beleggen dan 2022.

OBLIGATIES

Na het annum horribilis 2022 zijn we van mening dat het ergste leed geleden is. Er zal nog wat opwaartse rentedruk zijn gedurende de wintermaanden, maar het gros van dat leed is vandaag reeds ingeprijsd in de markt. Dat houdt verder in dat we onze huidige zware onderweging in obligaties stelselmatig gaan afbouwen richting neutraliteit via onze cashbuffer. De risicopremies op tal van niet-staatsobligaties zijn ook aantrekkelijk, waarbij we in eerste instantie kijken naar kwaliteitsvolle Europese en internationale bedrijfsobligaties. Naar het risicovollere segment (rommelpapier en opkomende markten) begint de hemel op te klaren. De enige onzekere factor voor hoogrentend bedrijfspapier is de ernst van de komende recessie (al dan niet een zachte landing). Naar opkomende markten is het vooral uitkijken naar de US dollar, maar hier lijkt de consensus te zijn dat de greenback gradueel wat stoom zal aflaten in de komende maanden. Dat signaal was in het verleden zeer vaak positief voor opkomende landen en hun munten. Naar staatsobligaties toe nemen we nu reeds opportuniteiten waar, hoewel de Europese obligaties naar absoluut rendement nog steeds aan de magere kant uitvallen. Ten slotte is het bij tanende inflatoire spanningen tevens aan te raden om de blootstelling aan inflatiegelinkt papier gradueel te verminderen en in te ruilen voor gewoon kwalitatief staatspapier.

AANDELEN

Ook naar aandelen toe zou 2023 een ander verloop moeten kennen dan 2022. We verwachten dat de eerste jaarhelft nog volatiel zal blijven naarmate de winstverwachtingen verder worden bijgesteld onder de margedruk. Tijdens die laatste fase van de berenmarkt verkiezen we vooral sectoren zoals de gezondheidszorg, maar ook financiële waarden. Door de relatief sterke aanwezigheid van die waarden in Europa en de groeilanden kan de VS weleens zijn leiderschap afstaan. Naarmate de kerninflatie tegen het einde van het tweede kwartaal afzwakt en centrale banken op een kantelpunt komen inzake rentebeleid, is er opnieuw zicht op hogere waarderingsniveaus. Naast financiële waarden kunnen ook technologie en andere vroegcyclische sectoren, die vooral in de VS en de groeilanden aanwezig zijn, opnieuw de bovenhand nemen.

Als thema's zien we enerzijds Zweden sterk presteren, dat als kleine open economie vooral afhangt van het globaal economisch momentum en een attractieve wisselkoers zal kennen. Het grote indexgewicht in financials, ongeveer een derde, biedt overigens een steunfactor.

Een tweede interessante thematiek zijn Europese vastgoedaandelen, die al heel wat negativisme ingeprijsd zagen en reeds noteren aan koers/winstverhoudingen die dateren van tijdens de grote financiële crisis. Vastgoedaandelen staan erom bekend sneller te kunnen uitstijgen eens de algemene markt bodem bereikt is.



CASH

In tegenstelling tot 2022 - toen cash koning was - zal 2023 het jaar worden waarin cash aan het werk wordt gezet. In het basisscenario is duidelijk dat er nu wel degelijk alternatieven voor cash voorhanden zijn. Onze overweging zal bijgevolg gradueel afgebouwd worden naar het noodzakelijke minimum.

ALTERNATIEVEN

Gedurende 2022 was er continu een zware overweging in onze blootstelling aan alternatieven, met gegronde reden. Die klasse werd gebruikt om de kwetsbare obligatiecomponent af te dekken, evenals om via long-shortstrategieën toch nog wat toegevoegde waarde te creëren in een moeilijke omgeving voor aandelen. Ook hier zien wij in ons basisscenario, zeker naar de tweede jaarhelft toe, minder opportuniteiten verschijnen. Enerzijds is er onze iets positievere outlook voor obligaties, anderzijds is er de liquiditeit die momenteel niet marktvriendelijk is en dus tevens voor long/shortstrategieën heel wat potentiële winsten afroemt (spread bied/laatkoersen).

GRONDSTOFFEN/GOUD

Met een recessie in het vooruitzicht zullen grondstoffen het nog enkele maanden moeilijk hebben aangezien ook de Chinese motor het wat laat afweten. Indien de recessie gematigd blijft en de rentepivot de herneming aankondigt in het najaar, zullen grondstoffen daar opnieuw van kunnen profiteren. Een zwakkere USD zal bovendien een ondersteunende prijsfactor zijn. Voor goud ligt misschien een beslissend jaar in het verschiet.

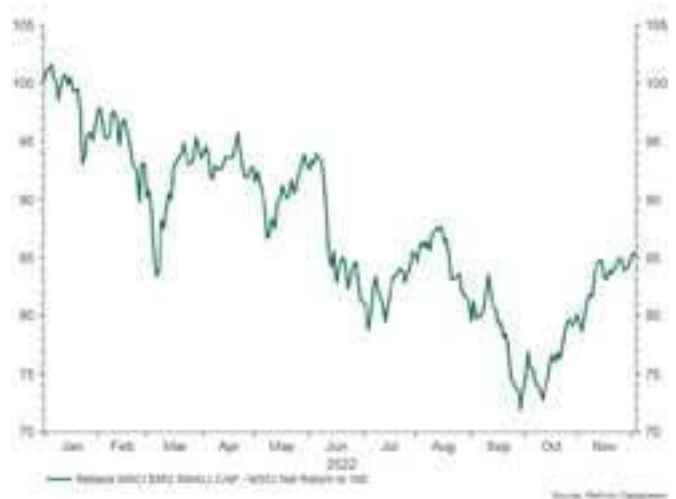
Enerzijds zal ook daar de zwakkere USD een prijsondersteunende factor zijn, maar anderzijds zal het reële renteverloop beslissend zijn en de toekomst van goud mee bepalen. Indien die zoals verwacht vanuit diep negatief territorium terug naar positief territorium voortschrijdt, zal goud waarschijnlijk minder opportuniteiten bieden als veilige haven en beleggingsactief.

SMALL CAPS OF BEDRIJVEN MET EEN KLEINE MARKTKAPITALISATIE

In 2022 werden de small cap-aandelen in Europa niet gespaard. Terwijl small caps de large caps op lange termijn outperformen, haalde de hoge volatiliteit de small caps dit jaar onderuit.

De schrik voor een harde landing deed de uitstroom uit small caps pieken. De overweging van industriële en vastgoedbedrijven ten opzichte van de index van de large caps was daarin een storende factor. De onderweging in de small cap-index van grote oliemajors en farma-aandelen speelde ook in het nadeel.

Evolutie small caps in de eurozone



FOCUS OP DE FUNDAMENTEN OP LANGE TERMIJN

De markt concentreert zich op korte termijn traditioneel op macro-economische ontwikkelingen. Die zijn niet onbelangrijk, maar beleggers concentreren zich het best op de fundamenten van bedrijven op de lange termijn. Traditioneel presteren kleine ondernemingen beter omdat ze veel sneller kunnen groeien dan grote ondernemingen. De risico's zijn groter, maar het veronderstelde grootte-effect speelt wel degelijk. De inverse relatie tussen de omvang van de beurskapitalisatie van een onderneming en de prestatie speelt een rol.

Over een bestudeerde periode van 1929 tot 2012 - inclusief de crashes van 1929 en 1987, de dotcombubbel van 2000 en de financiële crisis van 2008-2009 - stelde men vast dat de kleinste 10% van die aandelen over die periode een jaarlijks rendement haalde van 13%, tegenover

9,2% voor de grootste 10%. De kleinste aandelen waren in die periode wel twee keer zo volatiel als de grootste. Bovendien waren er langere periodes waarin small caps het minder goed deden. De wetenschappers beschouwen het extra rendement als een risicopremie, een vergoeding voor het grotere risico van kleine ondernemingen en lagere verhandelbaarheid van de aandelen.

OPPORTUNITEIT OM TE KOPEN?

De winstgroei voor de Europese small caps bedraagt voor 2023 en 2024 respectievelijk 15,2% en 13,1% in vergelijking met 2,8% en 8,3% voor large caps. De overnamekans, zeker na de correctie, van kleine ondernemingen is vele malen groter dan die van grotere bedrijven. Als de economische conjunctuur tegenzit presteren de aandelen minder sterk, net als in onzekere tijden. Die correctie biedt evenwel een koopopportunity.

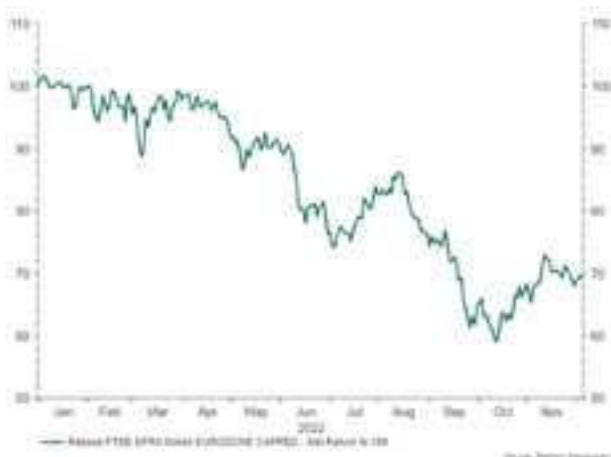
Bij Nagelmackers focussen we op bedrijven met een eenvoudig businessmodel, een goede ordervisibiliteit en een potentieel voor versnelde groei. Opererend in een kleine niche, zijn de bedrijven veelal marktleiders met macht in prijsbepaling. Een kleiner bedrijf met een alerter management leidt tot snellere beslissingen op het hoogste niveau.

Een ervaren management in het bezit van aandelen in het bedrijf is daar vaak een emanatie van. Hinkend op de gedachte van groeiaandelen, beheren wij na deze correctie met in het achterhoofd een Barbell-strategie. Groeiaandelen dus, aangevuld met iets cyclischere kwaliteitsaandelen. De aandacht voor de balans (niveau van de schulden) en een eventuele cashpositie trekken ook onze aandacht.

VASTGOED

Voor beursgenoteerd vastgoed is 2022 een jaar om snel te vergeten. De referentie-index voor vastgoed in de eurozone (FTSE EPRA Eurozone Capped index) zakte dit jaar met 30%¹. Volgens de sectorclassificatie van de MSCI EMU index is vastgoed dan ook de slechtst presterende sector binnen de eurozone.

Evolutie vastgoed in de eurozone



OORZAKEN VAN DE TELEURSTELLENDEN PRESTATIES

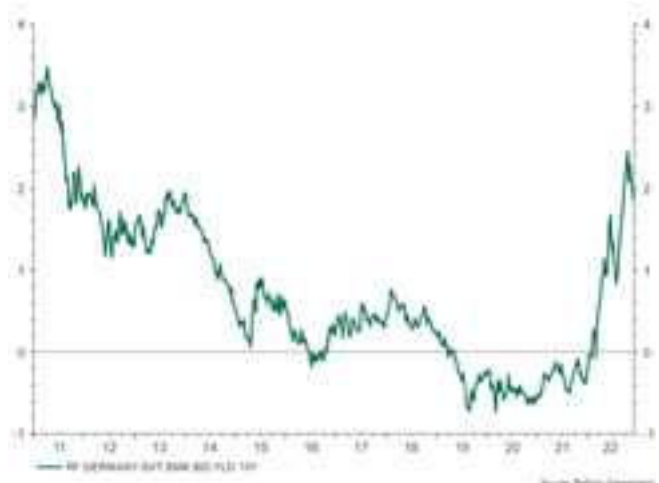
De hoog oplopende inflatie en de daarmee gepaard gaande snelle en forse rentestijging liggen aan de basis van die teleurstellende prestatie. Traditioneel financieren vastgoedbedrijven zich voor een groot deel met schulden. Een stijgende rente doet de financieringskost van die bedrijven toenemen, wat een negatieve impact heeft op de nettowinst. Veel beursgenoteerde vastgoedbedrijven hebben de voorbije jaren geprofiteerd van de dalende langetermijnrente om hun expansie met goedkope schulden te financieren.

Nu de financieringskost plots minder gunstig is, worden nieuwe investeringen beperkt, uitgesteld of geannuleerd, wat een rem zet op de groei. Als gevolg van de zeer volatiele rente-omgeving kunnen kopers en verkopers elkaar bovendien niet meer vinden waardoor de transactiemarkt dicht is. Er is dus geen referentieprijis meer beschikbaar voor de activa waardoor de zenuwachtigheid bij de beleggers hoog oploopt. Ook het vooruitzicht op een recessie, voor de eurozone verwacht tijdens het vierde kwartaal van 2022 en het eerste kwartaal van 2023, zet vastgoed onder druk. Een dalende economische groei tast immers de bezettingsgraad van de gebouwen - en dus de huurinkomsten - aan.

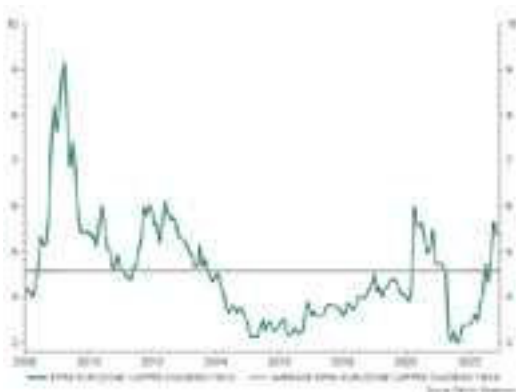


Alle vastgoedsegmenten deelden tot nu toe in de klappen. Nergens kon geschild worden. Het slechtste¹ segment was het residentiële segment. Vooral de Duitse residentiële spelers kregen het hard te verduren, onder meer omdat hun schuldpositie gevoelig is toegenomen naar aanleiding van recente overnames. Het retailsegment presteerde nog het best¹. Beleggers ruilden groeiaandelen immers voor waarde aandelen.

Evolutie langetermijnrente in Duitsland



Brutodividendrendement van vastgoed in de eurozone



OPKLARINGEN TEGEN DE ZOMER '23?

Midden oktober bereikte de vastgoedreferentie-index voor de eurozone het dieptepunt van het jaar. Sindsdien herstelde de index met 18%. Zolang de stijgende trend van de langetermijnrente echter geen halt wordt toegevoerd, zal beursgenoteerd vastgoed volatiel blijven evolueren.

Vastgoed in de eurozone noteert momenteel met een brutodividendrendement van 5,3% en een discount van 39% ten opzichte van de nettoactiefwaarde. Er is dus reeds veel slecht nieuws in de aandelenkoersen verdisconteerd. We gaan ervan uit dat de ECB in de tweede helft van 2023 een minder streng rentebeleid zal hanteren. Daarom verwachten we dat de investeringsomgeving voor beursgenoteerd vastgoed vanaf de zomer van volgend jaar aantrekkelijker zal worden.

WELKE SEGMENTEN EN AANDELEN VERDIENEN DE VORKEUR?

Wat de segmenten betreft, geven we momenteel de voorkeur aan logistiek vastgoed en het gezondheidssegment. E-commerce en de herpositionering van bedrijven ten aanzien van hun aanvoerketen blijven de logistieke markt ondersteunen. Bovendien zorgen de hoge bezettingsgraad en beperkte speculatieve ontwikkelingen ervoor dat de vraag nog steeds hoger is dan het aanbod.

Ook het gezondheidssegment blijft aantrekkelijke marktvooruitzichten genieten. De vergrijzing van de Europese bevolking zal de vraag naar zorgvastgoed de komende jaren verder doen toenemen. Bovendien zijn we van mening dat de zorgoperatoren de huidige hoge inflatie-omgeving zonder significante problemen kunnen overbruggen en de zorgvastgoedbedrijven aldus hun prijszettingmacht kunnen behouden.

Kantoren en het retailsegment zijn we minder genegen. Die segmenten zijn immers het meest kwetsbaar in tijden van een recessie. Naarmate het investeringsklimaat gunstiger wordt, zullen we ook het Duitse residentiële segment meer naar voren schuiven.

Bij de aandelenselectie geven we in de huidige marktomstandigheden vooral de voorkeur aan bedrijven met een lage schuldgraad. Na de recente succesvolle kapitaaloperaties van WDP, Montea, VGP en Intervest O&W sluiten we niet uit dat nog meer bedrijven op korte termijn zullen aankloppen bij de investeerders om via een kapitaalverhoging hun schuldgraad binnen de perken te houden.



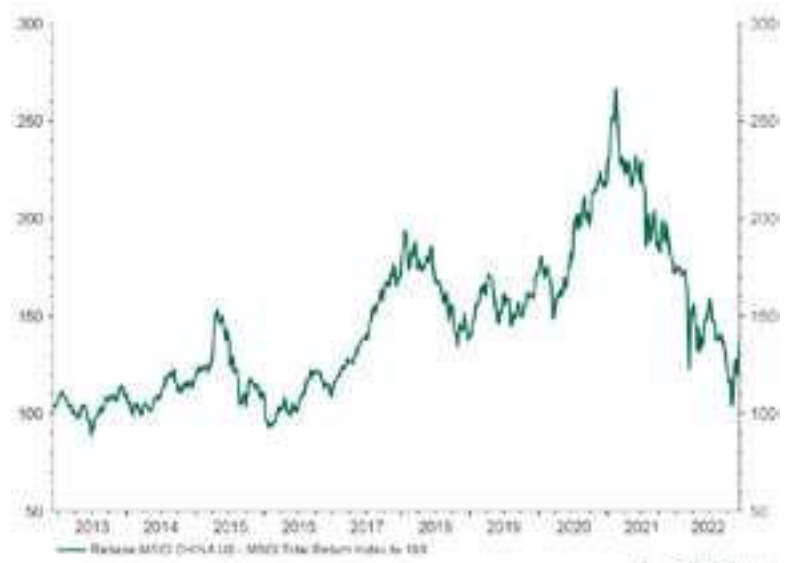


NAGELMACKERS CHINA NEW ECONOMY

2022 was een bijzonder bedrijvig en moeilijk jaar voor beleggers in China: 'zero COVID'-beleid, een kwetsbare vastgoedsector, spanningen tussen China en de Verenigde Staten (met name vanwege Taiwan), vrees voor bijkomende regelgevende maatregelen ... en dit alles in een context van internationale renteverhogingen! Ongekende volatiliteit en negatief sentiment hebben de Chinese aandelenmarkten naar niveaus geleid die al in tien jaar niet meer gezien waren ...

Pluspunt: dat betekent ook bijzonder aantrekkelijke waarderingen vanuit relatief en historisch perspectief (P/E = 10; P/B = 1,2).

Niveau van de Chinese markten over een periode van 10 jaar



BELANGRIJKE MAATREGELEN OM HET HERSTEL TE ONDERSTEUNEN

Hoewel het recente partijcongres de markten in oktober verstoorde, kreeg Xi Jinping nog meer macht dan verwacht. Desalniettemin zijn wij van mening dat dat ook kan leiden tot een efficiëntere invoering van steunmaatregelen die nodig zijn voor de stabilisering en groei van de Chinese economie. De belangrijkste maatregelen die we de komende maanden verwachten en die een sterk herstel zullen ondersteunen waarmee beleggers meer inzicht kunnen krijgen, zijn:

- een plan om uit de zero-COVID-strategie te stappen, waarbij wij al geleidelijke versoepelingen door de beleidsmakers zien waardoor er hoop is op een concrete uitvoering in het voorjaar van 2023.
- aanzienlijke investeringen in infrastructuur of gecoördineerde maatregelen om de vastgoedmarkt te ondersteunen en te stabiliseren; een herstel van deze sector is historisch gezien de voorbode van een concreet herstel van de Chinese economie.
- gerichte maatregelen om de lokale consumptie en binnenlandse vraag aan te zwengelen in overeenstemming met het idee van gedeelde welvaart die noodzakelijk is voor de binnenlandse groei na jaren van ongelegen lockdowns.

Wat de internationale risico's betreft, zijn we van mening dat het wereldwijde concurrentievermogen van China primeert en noodzakelijk blijft voor de toekomstige ontwikkeling van het land. Ondanks de toenemende spanningen met de VS, heeft China de steun van de financiële markten, kapitaalmarkten en zijn buitenlandse bondgenoten nodig voor de ontwikkeling van toekomstige technologieën. Het escalerende conflict met Taiwan is dan ook niet in hun voordeel. We verwachten dan ook geen dreigende invasie.

EN OP MACRONIVEAU?

Op macro-economisch vlak zal een stabilisering van de wereldwijde inflatie een einde maken aan de cyclus van renteverhogingen door de FED en de aantrekkingskracht van groeielanden voor buitenlandse beleggers aanwakkeren. Merk op dat het zwakke macro-economische klimaat en de internationale spanningen zich niet vertalen in zwakke fundamentals op bedrijfsniveau: veel bedrijven uit de nieuwe economie melden geruststellende resultaten en genereren ondanks het huidige klimaat veel cash.

SECTOREN IN DE KIJKER

De sectoren waaraan volgens ons prioriteit moet worden gegeven, zijn diegene met een sterke innovatie die China in staat stellen om zijn zelfvoorziening en algemene economische veerkracht te verzekeren, een centraal aandachtspunt van zijn ontwikkelingsplan voor 2025. We denken dat dat voor beleggers kansen zal opleveren in gebieden zoals die van halfgeleiders, hernieuwbare energie en energieopslag. Het koolstofvrij maken van economieën vereist immers enorme investeringen en blijft in overeenstemming met het nettonul-emissieprogramma van de overheid tegen 2060. Andere sectoren die focussen op digitale innovatie (cybersecurity, cloud ...) of de heropening van de economie en de opkomst van de middenklasse door een verandering in consumptiegewoonten lijken ons eveneens bijzonder veelbelovend om het volledige potentieel van China in 2023 te ontsluiten.

Het lijkt ons dan ook noodzakelijk om verder te kijken dan de tegenwind op korte termijn, want de inhaalbeweging in de opkomende markten kan bijzonder snel verlopen en het verhaal van China als wereldmacht op de lange termijn blijft wel degelijk aanwezig.