

Inleidend

De brede aandelenmarkt (MSCI All Country World Index) liet in het eerste halfjaar van 2023 een mooie stijging van ruim +11% zien. Met name groeiaandelen (+22%) herstelden sterk van de koersdaling vorig jaar. Waarde- en defensieve aandelen bleven daarentegen met een resultaat van +2% respectievelijk -1% sterk achter. Kijken wij naar regio's dan was over de eerste zes maanden van 2023 de Japanse beurs de best presterende aandelenmarkt in lokale valuta. De Japanse yen verzwakte echter sterk ten opzichte van de euro en andere belangrijke valuta als gevolg van de lage Japanse rentetarieven in vergelijking met andere landen en het feit dat de Japanse centrale bank haar rentebeleid handhaafde. De zwakke Japanse yen was positief voor Japanse aandelen, met name voor de grote exporterende bedrijven die een aanzienlijk deel van hun winst in het buitenland verdienen.

De Amerikaanse beurs, de best presterende markt in euro's in het eerste halfjaar, kreeg echter de meeste aandacht in de financiële pers. Met name groei- en technologiegerelateerde aandelen deden het zeer goed. Dat de Amerikaanse beurs het zo goed heeft gedaan is met name te danken aan iets meer dan een handvol groeiaandelen, inmiddels de 'Magnificent Seven' gedoopt. De lezer moet de



'Magnificent Seven' niet verwarren met de gelijknamige cowboy film uit 1960 (met fameuze acteurs zoals onder anderen Yul Brynner, Steve McQueen en Charles Bronson). De zeven cowboys proberen de bevolking van een Mexicaans stadje te beschermen. Daarbij gaan zij als razenden te keer. Hier dan ook de vergelijking met deze zeven in het plaatje genoemde aandelen: Nvidia, Tesla, Meta, Apple, Microsoft, Amazon en Alphabet. Deze aandelen, die in het eerste halfjaar extreme koersstijgingen tussen de +36% en +190% lieten zien, gingen daarmee ook razend te

keer. De koersen van deze bedrijven stegen spectaculair als gevolg van de enorme interesse van beleggers in bedrijven die mogelijk sterk kunnen profiteren van de ontwikkelingen op het gebied van kunstmatige intelligentie.

De uitbundigheid op de aandelenmarkten werd ook ondersteund doordat veel beleggers denken dat het verkrappende rentebeleid van centrale banken in Europa en de Verenigde Staten eindig is en dat een economische krimp (recessie) kan worden vermeden. Een dergelijke ontwikkeling is met name gunstig voor groeiaandelen. Wij blijven voorzichtiger. Inderdaad zorgen lagere energie- en grondstofprijzen voor een afname van de inflatie. Echter andere componenten zoals de arbeidsmarkt, voedselprijzen en woonlasten blijven meer taaheid vertonen waardoor wij denken dat de inflatie nog lange tijd boven de beoogde 2% zal blijven.

Vaak hebben wij geschreven dat beleggers niet moeten proberen de aandelenmarkt te timen en dat ze een behoorlijk percentage in aandelen moeten aanhouden. Uit onderzoek blijkt namelijk dat beleggers vaak overmoedig zijn in hun pogingen om de markt timen, waardoor als gevolg van het niet meteen kunnen participeren in het herstel en door de transactiekosten de resultaten achterblijven. Het lijkt erop dat niet alleen markt timing maar ook het timen van de economische cyclus steeds moeilijker wordt. Fiscale en monetaire stimulus van overheden en centrale banken, waardoor een pijnlijke recessie kon worden vermeden, hebben ongetwijfeld hierbij een belangrijke rol gespeeld. Afzwakkende voorlopende



indicatoren en economische data hebben tot nu toe dan ook niet geleid tot een recessie in de Verenigde Staten en de Eurozone. Zelfs een inverse rentecurve (wanneer de rentevergoeding op leningen met een korte looptijd hoger is dan op leningen met een langere looptijd) wordt door sommige strategen niet meer als een goede indicator voor een recessie gezien ('this time is different'/deze keer is het anders). Terwijl historisch gezien een inverse rentecurve juist een van de beste signalen voor een aankomende recessie was. Nu hoeft niet iedere inverse rentecurve tot een recessie te leiden, maar op dit moment is de rentecurve dermate invers dat de huidige hoge korte rente pijnlijk kan worden voor bedrijfsleven en consumenten. Wij geloven dan ook niet dat het deze keer uiteindelijk anders zal zijn. Behalve de inverse rentecurve zijn er ook andere signalen die enige voorzichtigheid rechtvaardigen. Naast de actuele rentestanden verhogen minder liquiditeit van de centrale banken, de afname van overheidssteun voor het bedrijfsleven en consument en strengere kredietnormen van banken de kans op een recessie. Onder de eerste slachtoffers bevinden zich slecht gefinancierde banken en bedrijven, commercieel vastgoed (met name kantoren in de Verenigde Staten) en delen van de woningmarkt. Daarnaast laten ook indicatoren zoals de uitgaven aan duurzame consumentenproducten, data van inkoopmanagers van producenten, de orderontwikkeling en de verwachte winstontwikkeling van bedrijven afzwakkende signalen zien. De economische cyclus wordt momenteel ondersteund door een sterke arbeidsmarkt en een gezonde financiële situatie van consumenten en bedrijven. Echter, hoe lang zijn deze positieve factoren in staat om de economische cyclus te blijven ondersteunen is nog maar de vraag.

De woorden 'Himmelhoch jauchzend, zum Tode betrübt' (hemelse vreugde, intens verdriet; uit een gedicht van J.W. von Goethe 1788) worden vaak gebruikt om tegenstellingen aan te geven. De euforie rondom groeiaandelen en het uitblijven van een recessie hebben voor een uitbundige aandelenmarkt gezorgd. Echter dit geldt maar voor een beperkt aantal groeiaandelen en het feit dat vele andere signalen niet meer op groen staan zorgt ervoor dat wij voorzichtig zijn waarbij het spreiden van risico's belangrijk blijft. Na zoveel uitbundigheid is bij meer tegenvallende cijfers een correctie van de aandelenmarkten namelijk niet uit te sluiten. Onze voorkeur blijft daarom gericht op evenwichtige portefeuilles met voldoende diversificatie en beleggingen met verschillende risico-rendementskarakteristieken.

Terugblik tweede kwartaal 2023

De brede aandelenmarkt steeg met +5,7% in euro's in het tweede kwartaal. Uitschieter naar boven was de Noord-Amerikaanse aandelenindex die een stijging van +7,9% (in euro's) liet zien. Zoals gezegd werd in het eerste halfjaar het goede resultaat van de Amerikaanse aandelenmarkt niet breed gedragen: 75% van de aandelen van de S&P 500 index (eerste halfjaar +16,9% in dollars) deed het slechter dan die index terwijl de gelijk gewogen S&P 500 index (+6,9%) sterk achter bleef. Die 75% was trouwens het hoogste cijfer ooit bereikt. Ter vergelijking; een andere bekende Amerikaanse beursgraadmeter, de Dow Jones Industrial Average Index, steeg met +4,9% (in dollars). Zoals hierboven omschreven omarmde de Amerikaanse aandelenmarkt het goede nieuws over kunstmatige intelligentie en werden met name de aan deze technologie gerelateerde aandelen fors duurder. Kunstmatige intelligentie zal zeer zeker een positieve invloed hebben op de bedrijfsmodellen van sommige bedrijven maar de exceptionele koersstijging heeft ervoor gezorgd dat veel van het goede nieuws al in een zeer korte tijd in de koersen is verwerkt en dat de waardering van de betreffende ondernemingen behoorlijk is opgerekt. Opvallend is ook het negatieve resultaat van aandelen van opkomende markten in het tweede kwartaal alsmede het sterk achterblijven over de eerste zes maanden. Dit ondanks de hogere economische groei die opkomende markten kennen. Terwijl de beurzen van Taiwan en Zuid Korea een goed kwartaal konden laten zien, realiseerde China, dat het grootste gewicht in de opkomende markten index heeft, een negatief resultaat. Daarnaast konden India en Zuid-Afrika slechts kleine plussen laten zien. Belangrijke



oorzaken voor het achterblijven zijn onder andere de tegenvallende groei in China na de heropening, angst voor een nieuw of uitbreiding van het Rusland-Oekraïne conflict, de afname van de globalisering, de relatief hoge inflatie, de sterke Amerikaanse dollar en de hoge Amerikaanse rente.

De Nederlandse obligatie index liet een kleine daling zien als gevolg van de licht gestegen rente gedurende het tweede kwartaal. Ook de Amerikaanse rente steeg waardoor kredietwaardige bedrijfsobligaties, ondanks de gedaalde risico-opslagen, eveneens een min lieten zien. Gedurende het eerste halfjaar lieten Nederlandse staatsobligaties en kredietwaardige bedrijfsobligaties beide een kleine plus zien.

Resultaat portefeuille tweede kwartaal 2023

In 2022 deed de Waterland portefeuille het aanzienlijk beter dan beleggen in een evenredig mandje wereldwijde aandelen en Nederlandse staatsobligaties. Over het gehele tweede kwartaal zou evenredig beleggen in een dergelijk mandje aandelen en Nederlandse staatsobligaties een resultaat van +2,8% hebben gegeven. De Waterland portefeuilles bleven daar dit keer wat achter maar zowel aandelen, alternatieven als vastrentende waarden leverden een positieve bijdrage. Het totale aandelenresultaat was wat minder dan de brede markt, maar de vastrentende portefeuille deed het beter dan de relevante indices. Het mandje kortlopende staatsobligaties met een zeer hoge kredietwaardigheid genoteerd in euro kon een plus noteren ondanks de stijgende rente. Door de korte looptijd is de rentegevoeligheid beperkt en de portefeuille profiteerde hiervan. Bij de kredietwaardige obligatiefondsen konden alle fondsen opnieuw een positieve bijdrage leveren. Gespreide portefeuilles konden wederom profiteren van de allocatie naar alternatieven, terwijl bij meer offensieve portefeuilles het hogere aandelen gewicht positief doorwerkte.

Vooruitzichten en beleid

Was de kaspositie van de gebalanceerde portefeuilles twee jaar gelden nog circa 20%, de gestegen korte rente gaf de mogelijkheid het vastrentende gedeelte verder op te vullen. De liquiditeiten maken nu nog maar circa 1% van de totale portefeuille uit en portefeuilles zijn momenteel dus volledig belegd. Het feit dat portefeuilles volledig zijn belegd, kan de vraag oproepen of er wel voldoende oorlogskas aanwezig is om snel te kunnen handelen bij een mogelijke correctie. De oorlogskas is grotendeels via een geldmarktfonds met dagelijkse verhandelbaarheid aan het werk gezet, zodat de wendbaarheid behouden blijft. Het verwachte rendement van dit geldmarktfonds is circa 3,2%, aanzienlijk hoger dan het rendement dat wordt behaald door het aanhouden van liquiditeiten op spaarrekeningen bij banken. Er is dus voldoende flexibiliteit om te kunnen acteren. De economische signalen zijn immers niet allemaal positief, terwijl de ontwikkeling van de bedrijfswinsten in 2023 eerder negatief dan positief zullen zijn. De markt wordt echter ondersteund door positieve factoren zoals de krapte op de arbeidsmarkt en de relatief hoge huizenprijzen. Beide factoren zijn positief voor de consumentenbestedingen.

Hoewel het huishoudboekje van consumenten en de balansen van het bedrijfsleven nog gezond lijken is er wel een risico dat door de opgelopen rente de lasten stijgen en zwaarder gaan drukken op de bestedingen van zowel consumenten, bedrijfsleven als overheden. Dit in combinatie met een winstrecessie kan tot grote negatieve koersuitslagen leiden. Daarnaast zijn er risico's die geopolitiek van aard zijn en is de fragiele relatie tussen China en de VS, die zorgt voor een afname van de globalisering, een rem op de wereldwijde handel.

Er zijn echter nog voldoende kansen aanwezig en gebalanceerde portefeuilles hebben een gemiddelde weging naar risicodragende beleggingen (aandelen en alternatieven). Onze aandelenportefeuille is



aantrekkelijk gewaardeerd met goede kasstromen terwijl het risicomijdende gedeelte een attractief verwacht rendement van 3,6% heeft. Door de grote dispersie in koersuitslagen ontstaan ook grote waarderingsverschillen. Denk daarbij bijvoorbeeld aan het waarderingsverschil tussen sommige Amerikaanse aandelsectoren en Europese aandelen (zowel large caps als small caps kennen een lage waardering) waar veel van de zorgen al zijn in geprijsd. Wij zijn momenteel nog steeds voorzichtig met het ophogen van aandelen, maar beogen dit op termijn wel te doen omdat aan het einde van een recessie er vaak sprake is van stijgende aandelenkoersen en waarderingsverschillen op dat moment veelal aantrekkelijker zijn.

Wij zijn dus zeker niet pessimistisch gestemd en wij zien nog voldoende beleggingskansen waarbij wij ons beleid zullen aanpassen indien de beleggingsomgeving verandert.

Zoals gebruikelijk horen wij het graag indien u vragen of opmerkingen heeft en blijven natuurlijk voor u klaar staan.

Met vriendelijke groet,

Waterland Investment Services B.V.

Disclaimer:

Deze nieuwsbrief is uitsluitend informatief van aard en kan en mag niet worden opgevat als een beleggingsaanbeveling of research. Wij beogen slechts enig inzicht te geven in het door ons in de afgelopen periode gevoerde beleggingsbeleid, de overwegingen die daarbij een rol hebben gespeeld en de afwegingen die wij hebben gemaakt. Verder geven wij aan wat onze vooruitzichten zijn voor de middellange termijn.