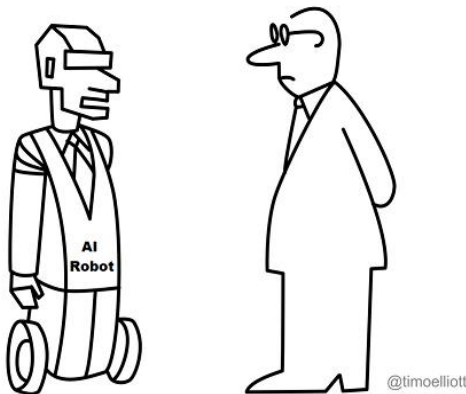


## Inleidend

In tegenstelling tot het vierde kwartaal van 2023, toen aandelen en vastrentende waarden vrijwel hetzelfde sterke resultaat lieten zien, was er gedurende de eerste drie maanden van 2024 wel sprake van aanzienlijke resultaatsverschillen. Zo steeg de brede aandelenmarkt met dubbele cijfers terwijl Nederlandse staatsobligaties een kleine daling lieten zien. Economische veerkracht in de Verenigde Staten was een belangrijke steun voor de aandelenmarkt. Tegelijkertijd betekent economische veerkracht, en mede daardoor relatief hoog blijvende inflatie, dat significante renteverlagingen minder noodzakelijk zijn hetgeen zich vertaalde in negatieve resultaten voor de obligatiemarkten. Bij de winnaars van het eerste kwartaal kunnen ook grondstoffen, waaronder olie en goud, de Amerikaanse dollar en liquiditeiten (hoger rendement dan obligaties) worden genoemd. Ook aandelen die betrokken zijn bij kunstmatige intelligentie (Artificial Intelligence of 'AI') lieten veelal een sterk resultaat zien. Portefeuilles konden profiteren van het positieve sentiment op de aandelenmarkten. Bovendien was, ondanks de stijging van de rente, het resultaat van de vastrentende portefeuille positief, het gevolg van ons beleid om de gemiddelde looptijd zeer kort te houden.



*“The good news is I have discovered inefficiencies.  
The bad news is that you’re one of them.”*

De journalist, econoom, schrijver en professor Peter F. Drucker schreef in 1969 in zijn boek ‘Tijdperk van Kentering’: *“50 jaar geleden duurde het 5 tot 10 jaar voordat een nieuw artikel buiten de landsgrenzen werd verkocht en toegepast. Vandaag de dag duurt de verspreiding van iets nieuws een paar weken of enkele maanden’.* Met behulp van internet en de toename van de verwerkingskracht van computers heeft een versnelling van de technologische ontwikkeling plaatsgevonden. Met name de afgelopen 10 jaar is de verwerkingskracht van computers exponentieel gestegen. Had Drucker het in 1969 over jaren en

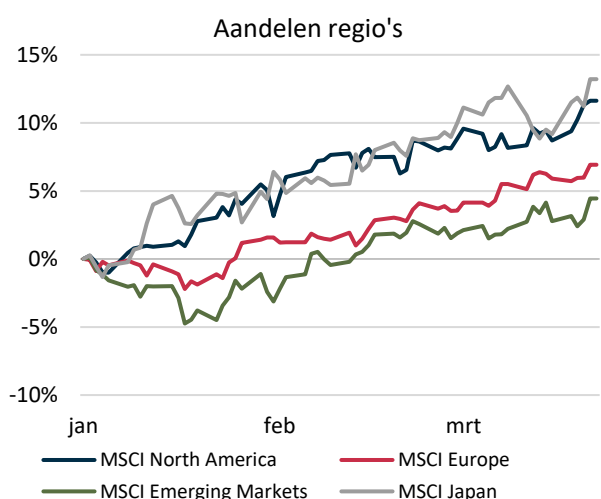
later maanden voor een nieuw artikel, Nvidia-baas Jensen Huang heeft het over *“verwerkingskracht die met lichtsnelheid is toegenomen”.* Door deze toegenomen verwerkingskracht heeft kunstmatige intelligentie, sinds 1956 een wetenschap, zich verder kunnen door-ontwikkelen. Het gebruik van AI als innovatief instrument staat echter pas aan het begin van haar evolutie. AI zal een grote impact op de economische ontwikkeling hebben, waarbij sommige sectoren kunnen profiteren van nieuwe inkomstenstromen terwijl in andere sectoren significante kostenbesparingen kunnen worden gerealiseerd.

Wat betekent AI voor portefeuilles? AI heeft geleid tot grote waarderingsverschillen tussen sectoren zoals de technologiesector enerzijds en bijvoorbeeld gezondheidszorg en ‘climate change’ aandelen anderzijds. Maar vaak worden nieuwe technologische ontwikkelingen op korte termijn overschat en op lange termijn onderschat. Kijkend naar de huidige waarderings, lijkt dan veel van het goede nieuws niet al in de koersen verwerkt? Belangrijke vragen en bij de vooruitzichten zullen wij een drietal scenario’s bespreken. Ook andere essentiële ontwikkelingen zoals de verkiezingen in Europa (bijvoorbeeld het Europees parlement) en de Amerikaanse presidentsverkiezingen, alsmede de ontwikkeling van de staatsschulden zullen wij de revue laten passeren. Ook dit zijn voor beleggers belangrijke gebeurtenissen en ontwikkelingen. De impact op portefeuilles kan groot zijn en daarom is het belangrijk om deze bij beslissingen mee te nemen.



## Terugblik eerste kwartaal 2024

Aandelen- en obligatiemarkten lieten uiteenlopende resultaten zien gedurende het eerste kwartaal. Beleggers waren soms optimistisch en soms pessimistisch over toekomstige renteverlagingen. Met een economie die boven verwachting gestaag bleef groeien heeft de Amerikaanse centrale bank weinig redenen voor een forse renteverlaging. Met betere economische cijfers bleef het enthousiasme op de aandelenbeurzen hoog en de brede aandelenmarkt liet een zeer forse stijging zien van +10,6%. De obligatiemarkten lieten over het algemeen negatieve resultaten zien gedurende het eerste kwartaal. In het begin van het kwartaal gingen beleggers er nog vanuit dat de Amerikaanse rente in korte tijd in zeven stappen zou worden verlaagd. Later in het kwartaal bleek dat beleggers de verwachting voor een eerste rentedaling naar juni hadden vooruitgeschoven: geen zeven stappen maar waarschijnlijk drie in 2024.



Bij aandelen werd de kar met name getrokken door Japan en de Verenigde Staten, gevolgd door Europa en opkomende markten. Japan kende al een uitstekend beursjaar in 2023. Echter, dat het eerste kwartaal van 2024 wederom zo goed was is misschien verrassend. Immers, de Japanse centrale bank kondigde in maart aan dat het zal beginnen met de normalisering van het monetaire beleid. Dit betekent onder andere een eind aan het negatieve rentebeleid en het stoppen van het aankopen van aandelen ETF's en vastgoed-beleggingsfondsen. Normaliter hebben dergelijke stappen een negatief effect op de aandelenmarkt.

Het sterke resultaat van de Japanse beurs wordt mede veroorzaakt door de daling van de yen, wat gunstig is voor exportgeoriënteerde aandelen die een belangrijk deel van de Japanse beurs uitmaken. Daarnaast zitten veel Japanse bedrijven in een proces, geïnitieerd door de Japanse effectenbeurs, om vriendelijker voor aandeelhouders te worden. Veel Japanse bedrijven hebben deze hervormingen (onder andere verbeteringen op het gebied van kapitaalefficiëntie waaronder afbouw van wederzijdse kapitaalsbelangen, corporate governance vooruitgang, Engelstalige publicaties, meer dialoog met beleggers) snel opgepakt en investeerders zijn wakker geschud. Al met al hebben deze maatregelen een positief effect op de koersontwikkeling van Japanse aandelen.

Op sectorniveau waren de uitslagen op de brede markt divers. Hoewel alle sectoren een positief resultaat lieten zien scoorden met name communicatie, informatietechnologie, energie, financiële dienstverlening en industrie bovengemiddeld. Bij de achterblijvers zijn defensieve sectoren zoals gezondheidszorg, niet-duurzame consumptiegoederen en nutsbedrijven te vinden. Ook materialen, normaliter een sector die het goed doet bij een economisch herstel, bleef sterk achter.

Obligatiebeleggers hadden een lastiger kwartaal. De rente op Nederlandse staatsobligaties met een looptijd van 10 jaar steeg gedurende het kwartaal van 2,3% naar 2,6%. Door de dalende obligatiekoersen daalde de Nederlandse staatsobligatie-index met -1,3%. De rentestijging, die ook in de Verenigde Staten plaatsvond, had eveneens een negatief effect op het rendement van kredietwaardig bedrijfsobligaties. In deze categorie bleef de schade door de daling van de risico-opslagen echter beperkt (-0,3%).



## Waterland portefeuilles kenden een goed eerste kwartaal

De Waterland-portefeuilles lieten in het eerste kwartaal eveneens een goed resultaat zien. Het aandelenresultaat was solide terwijl de vastrentende portefeuille het aanmerkelijk beter deed dan de markt, het gevolg van de korte looptijd. De allocatie naar alternatieven droeg bij aan het totale resultaat. De meer offensieve portefeuilles profiteerden van een hogere allocatie naar aandelen.

## Vooruitzichten en beleid

De groeiverwachtingen voor de wereldwijde economie liggen net boven de 3% en zijn iets lager dan het historische gemiddelde. Sommige indicatoren laten langzaamaan een verbetering zien en de economische signalen voor de nabije toekomst zijn in de afgelopen maanden licht verbeterd. De inflatie is weliswaar fors gedaald maar is boven de doelstelling van verschillende centrale banken gebleven. Dit alles maakt het voor centrale banken lastig om de rente fors te laten dalen. Wellicht dat centrale banken wat kunnen doen maar onze verwachting is dat het aantal stappen en de omvang beperkt zullen zijn. Alleen een forse afzwakking of recessie geeft centrale banken de ruimte voor significante renteverlagingen.

Ook de bedrijfscijfers in de Verenigde Staten geven een redelijk optimistisch beeld. Volgens onderzoeksbureau Factset gaan analisten uit van een stijging van de omzet van +5% en een stijging van de winst per aandeel van +11% in 2024. Voor alle sectoren wordt zowel omzetgroei als een hogere winst verwacht. Volgens de data van Factset zal de winstontwikkeling bij informatietechnologie het hoogst zijn (+17,1%) en bij vastgoed het laagst (+6,5%). Maar moeten we deze mooie ontwikkelingen niet met een korreltje zout nemen? Immers, analisten verlagen gewoonlijk hun winstverwachtingen gedurende het jaar naarmate het jaar vordert. Veel van de hogere verwachte winstontwikkeling van de sector informatietechnologie kan op het conto van Microsoft en een aantal bedrijven, actief in de halfgeleider-industrie, worden geschreven. Te denken valt aan Nvidia, Micron, Western Digital, Seagate Technology en Super Micro Computer, bedrijven die profiteren van de toegenomen vraag naar halfgeleiders, het gevolg van de (verwachte) groei van het gebruik van AI. En kan deze groei de komende jaren in hetzelfde tempo doorgaan?

Wat betekent de AI-groei voor de financiële markten? Hieronder bespreken wij een drietal mogelijke scenario's:

- *Permanente verandering:* AI verandert de samenleving ingrijpend en zorgt voor een wereldwijde productiviteitsstijging van circa 2% waardoor de hoge investeringen in de halfgeleider sector gerechtvaardigd zijn. De winstverwachtingen voor bedrijven die de AI-revolutie faciliteren gaan uitkomen en zullen nog overtroffen worden. Hierdoor lijken de waarderingsverschillen tussen de AI gerelateerde bedrijven en andere sectoren logisch.
- *Terugkeer naar het gemiddelde:* winstgroei, winstmarges en waarderingen schommelen over de tijd rond hun gemiddelden en dat zal uiteindelijk ook nu gebeuren. Technologische ontwikkelingen worden namelijk vaak op korte termijn overschat (veel goed nieuws is al in de koersen verwerkt). Bovendien zorgen hoge marges en winstgroei voor toenemende concurrentie, belastingmaatregelen en regulering. De mogelijke productiviteitsverbeteringen, het gevolg van AI, hoeven echter niet beperkt te zijn tot de bedrijven die AI mogelijk maken maar zullen zich ook verspreiden naar andere sectoren.



- *Terugkeer naar het gemiddelde maar nu nog niet:* waarderingen zijn bruikbaar voor rendementsvoorspellingen voor perioden van meerdere jaren, maar niet op korte termijn. Sommige AI gerelateerde aandelen zijn wellicht relatief hoog gewaardeerd, maar er is nog geen uitgesproken brede bubbel of irrationeel enthousiasme. Economieën draaien nog goed en de inflatie is grotendeels bestreden terwijl zittende regeringen geen baat hebben bij een recessie of beurscrash. Immers, in 2024 gaat bijna de helft van de (stemgerechtigde) wereldbevolking naar de stembus voor nationale verkiezingen.

Waterland zou Waterland niet zijn als er niet rekening wordt gehouden met deze verschillende scenario's waarbij spreiding en waardering belangrijk zijn. Alleen maar rekening houden met één scenario is in onze optiek geen verstandige keuze. Mogelijk is het tweede scenario uiteindelijk het meest waarschijnlijke, de andere twee scenario's kunnen niet worden uitgesloten terwijl alle drie mogelijk ook gedeeltelijk kunnen uitkomen.

Ook wij zien de AI-groei en mede daarom wordt belegd in bedrijven die kunnen profiteren van deze ontwikkeling. Hierbij vermijden wij bedrijven met sterk opgelopen waarderingen omdat wij verwachten dat deze waarderingen op lange termijn niet houdbaar zijn. En wij zien ook kansen voor bedrijven die niet direct betrokken zijn bij de ontwikkeling van AI of de productie van de benodigde hardware maar die naar verwachting veel profijt kunnen hebben van deze beweging. Vergroten van efficiency en verlaging van de kosten zijn voorbeelden.

Er wordt ook belegd in die delen van de markt die goede groei kennen maar nog niet relatief hoog gewaardeerd zijn. Denk daarbij aan andere aandelen in de directe aandelenportefeuille, Europese small caps en Japanse mid caps. Europese small caps kennen een zeer aantrekkelijke waardering terwijl Japanse mid-caps vaak over het hoofd worden gezien door mondiale beleggers waardoor de kans dat deze aandelen verkeerd geprijsd zijn groter is. Onder deze Japanse mid caps zijn veel snelgroeiende, vaak familiegeleide bedrijven te vinden. Weliswaar zijn deze bedrijven op korte termijn achtergebleven bij de zeer grote ondernemingen, op lange termijn presteren zij over het algemeen beter. Als laatste mogen bedrijven betrokken bij de energietransitie niet worden vergeten. Veel aandelen in dit segment werden in 2023 sterk afgestraft. Soms was dit terecht omdat winsten onder druk stonden en de aandelen een hoge waardering kenden. Nu waarderingen zijn teruggevallen, de winsten gaan herstellen en het lange termijn perspectief goed blijft is dit segment voor ons momenteel aantrekkelijk.

Bij vastrentende waarden blijven wij vooralsnog een voorkeur houden voor obligaties met een korte looptijd. Eind maart 2024 was het verwachte rendement van de vastrentende portefeuille 3,8% terwijl een mandje van 50% Nederlandse staatsobligaties en 50% kredietwaardige bedrijfsobligaties een verwacht rendement van 3,2% heeft. De gemiddelde looptijd bedraagt 0,9 jaar en is aanzienlijk lager dan het hierboven genoemde mandje. Het renterisico van de vastrentende portefeuille is dus erg beperkt. Wij hebben in het eerste kwartaal wel een eerste stap gezet en de gemiddelde looptijd iets verlengd. De rentevergoeding was op dat moment in onze optiek voldoende hoog. En leningen met een langere looptijd geven vaak bescherming indien de rente gaat dalen als gevolg van een verslechtering van de economische ontwikkelingen of door de aanwakking van geopolitieke conflicten. Wij vinden het echter nog te vroeg om de looptijd van de portefeuille verder te verhogen. Bij voldoende beloning (lees verwacht rendement) zullen wij wel weer een volgende stap zetten.

Hebben wij dan totaal geen zorgen? Jawel, die zijn er zeker en de recente stijging van de goudprijs betekent dat wij hierin niet alleen staan. Zo hebben wij natuurlijk zorgen over de oorlogen tussen Rusland en Oekraïne en tussen Hamas en Israël. Afgezien van het verschrikkelijke menselijke leed kunnen deze oorlogen toevoerketens ontwrichten en de globale economische groei afzwakken. Ook



hebben wij zorgen over de betaalbaarheid van de staatsschulden van de Verenigde Staten. De rente van deze staatsschulden maakt steeds meer een belangrijk deel uit van de Amerikaanse begroting. Mogelijk hebben deze hoge staatsschulden op de lange termijn impact op de Amerikaanse economie, de Amerikaanse rente en de Amerikaanse dollar. Als gevolg van het huidige verkiezingsjaar zullen deze schulden op korte termijn echter niet een hoofdrol spelen.

Maar ondanks deze zorgen overheersen momenteel de beleggingskansen. Uiteraard zullen wij ons beleid aanpassen indien grote, nu nog onbekende, veranderingen in de beleggingsomgeving aan het licht komen.

### **Recente ontwikkelingen bij Waterland**

Graag praten wij u ook bij over de ontwikkelingen bij Waterland. Nadat Waterland vorig jaar haar vijftienvijftigjarige bestaan vierde wordt in 2024 een nieuwe mijlpaal bereikt. Met trots delen wij de benoeming mee van twee partners tot lid van de directie: Erik van Hiele en Pieter Kraan. Maar allereerst willen wij de afgetreden directeur Rik Wolters danken. Wij zijn Rik zeer erkentelijk voor zijn grote bijdrage aan de organisatie en zijn blij dat Rik als partner zich zal blijven richten op onze cliënten en dat wij in ons beleggingscomité gebruik kunnen blijven maken van zijn kennis.

De groei van compliance en operationele gerelateerde taken alsmede de huidige omvang van de organisatie maakt het logisch dat de directie is uitgebreid naar drie personen.

- Erik van Hiele was als partner al verantwoordelijk voor veel operationele en IT aspecten. Nu neemt hij, binnen de directie, deze verantwoordelijkheid ook formeel op zich. Zoals velen van u weten is Erik al circa zeventien jaar bij Waterland werkzaam en een gewaardeerd lid van ons beleggingscomité.
- Pieter Kraan is circa drie jaar geleden bij Waterland als partner toegetreden na een jarenlange loopbaan bij onder meer VermogensGroep, UBS en Van Lanschot Kempen. Pieter is binnen de directie verantwoordelijk voor de administratieve organisatie en interne controle (AO/IC), waaronder compliance. Daarnaast is ook Pieter lid van het beleggingscomité.
- Reinier van Wakeren, oprichter van Waterland, blijft voorzitter van de directie en eindverantwoordelijk voor onder andere het beleggingsbeleid.

Wij zijn blij en trots dat wij met Erik en Pieter twee nieuwe managing partners kunnen begroeten, die ook onveranderd beschikbaar blijven voor onze cliënten. Daarnaast zijn wij dankbaar voor de enorme bijdrage van Rik gedurende de afgelopen jaren. Wij kijken vol vertrouwen vooruit en hopen u nog vele jaren van dienst te mogen zijn.

Wij horen het graag wanneer u vragen of opmerkingen heeft en wij staan natuurlijk voor u klaar.

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.