



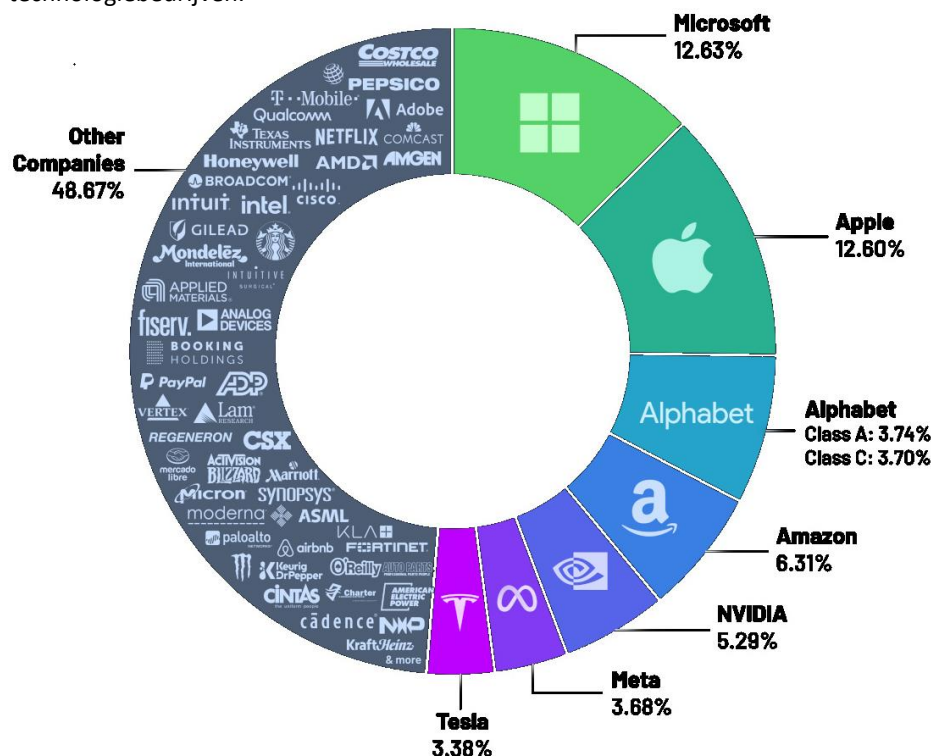
Ontwikkelingen Q2 2023

Aandelenbeurzen liepen verder op ondanks een langduriger inflatie dan eerder verwacht

Alhoewel de inflatie over haar hoogtepunt heen lijkt te zijn, blijkt deze wel hardnekkiger dan eerder verwacht. Veel centrale banken zagen zich genoodzaakt de beleidsrente verder te verhogen. Daarnaast zwakte het economische herstel in China, ondanks het loslaten van de corona maatregelen, duidelijk af waardoor een belangrijke aanjager van de wereldwijde economische groei weg lijkt te vallen. Ondanks deze tegenvallende berichten wisten de meeste aandelenmarkten verder op te lopen. Enerzijds waren de bedrijfswinsten het eerste kwartaal over het algemeen beter dan verwacht, anderzijds was de fantasie rond Artificial Intelligence (kunstmatige intelligentie) een belangrijke aanjager voor de koersen van een aantal grote technologiebedrijven.

Slechts zeven bedrijven maken meer dan 50% uit van de gehele samenstelling van de NASDAQ 100-index

Inmiddels heeft NASDAQ aangekondigd in de maand juli een 'speciale herbalancering' te doen om deze gigantische overgewichten terug te brengen



De NASDAQ wordt samengesteld o.b.v. marktkapitalisatie. Apple en Microsoft maken samen met vijf andere techbedrijven meer dan 50% uit van deze index.

In de bredere S&P 500 index maken deze 'Magnificent Seven' samen 28% uit.

Indien alle bedrijven in deze index gelijkgewogen zouden zijn, dan was de index dit jaar met 6% gestegen i.p.v. 16% voor de S&P 500 index op basis van marktkapitalisatie

Mede onder invloed van een aantal zeer goed presterende Amerikaanse aandelen, steeg de in euro's gemeten MSCI Wereld Index de afgelopen drie maanden met ruim 5,5% waarmee de jaarwinst inmiddels bijna 11% bedraagt. Het gewicht van een select groepje aandelen trekt ook de Amerikaanse S&P 500 index scheef. Als alle aandelen in deze index een gelijke weging zouden hebben, zou deze index de eerste zes maanden 10%-punt minder zijn gestegen. Ook al geldt de S&P 500 vanwege zijn brede samenstelling als een barometer van de economie, inmiddels is deze index niet meer een juiste weerspiegeling van de economie in De Verenigde Staten, die er in werkelijkheid minder florissant voorstaat.

De waardestijging van de MSCI Europe Index was de afgelopen periode met 1% bescheiden en daarmee eindigde deze index het eerste halfjaar met een winst van bijna 9%. Met name door de slechte performance van de Chinese aandelen, waren de prestaties van de opkomende markten zeer zwak en kwam de MSCI Emerging Market Index nauwelijks van zijn plaats en bleef de winst na zes maanden op nog geen 2% steken.

Als gevolg van de aanhoudende hoge inflatiecijfers en de sterke Amerikaanse arbeidsmarkt liep de Amerikaanse kapitaalmarktrente de afgelopen drie maanden weer licht op. Dat gold in mindere mate voor Europa, waardoor met name de koersen van Europese staatsleningen terugliepen. De brede Europese obligatie index wist nog een kleine plus te laten zien waarmee de winst voor dit jaar op 2,3% uitkomt.

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles kenden een goed tweede kwartaal, waarbij zowel de aandelenbeleggingen als de vastrentende waarden beter presteerden dan de markt. De alternatieve beleggingen moesten, na een goed 2022, het afgelopen kwartaal een stap terugdoen en drukten daarmee de resultaten van de zakelijke waarden.

Aangezien de macro-economische en geopolitieke omgeving onzeker is en centrale banken vastbesloten lijken om de inflatie volledig de kop in te drukken, blijven wij enigszins voorzichtig en hebben wij het belang in kortlopende staatsleningen verder verhoogd (zie ook hierna).

Mutaties beheerportefeuilles

Gedurende het kwartaal hebben er in diverse van de door Philipse & Co beheerde portefeuilles diverse mutaties plaatsgevonden. Ondanks de uitstekende lange termijn resultaten, hebben wij in april helaas afscheid moeten nemen van het Technology Long Short Fonds. Tevens werd besloten om voor de mandaten met alternatives het Windmill Trend Evolution Fund te verkopen. Dit betekent dat wij in de beheerportefeuilles op dit moment geen alternatives meer aanhouden.

Door jarenlange zeer lage rente voldeden veel obligaties lange tijd niet meer als risicomijdende beleggingen in de portefeuille. Dat was mede aanleiding om bovengenoemde, marktneutrale, alternatieve beleggingen op te nemen. Nu de rente in zeer korte tijd hard is opgelopen en daarmee weer grotendeels genormaliseerd lijkt, is er aanzienlijk minder aanleiding om deze duurdere en minder liquide beleggingen aan te houden. Voor het Technology Long Short fonds van JP Morgan was er echter nog een andere reden. Met een netto jaarlijks netto rendement van circa 9% over een hele lange periode en vaak ook met goede resultaten in de jaren dat aandelen juist teleurstelden (zoals in 2022) was er beleggingstechnisch eigenlijk geen reden het fonds te verkopen. Door de almaar toenemende regelgeving voldeed het fonds echter niet langer aan de voorwaarden waar beleggingen voor particuliere beleggers aan moeten voldoen. Voor onze professionele relaties gelden flexibelere regels en blijft de mogelijkheid bestaan om in dit fonds te beleggen.

Voor onze duurzame mandaten hebben wij in april het Neuberger Berman EM Debt Fund verkocht en het PIMCO Global IG Credit Fund geruild naar de ESG variant. Om het risico van de vastrentende waarden wat te verlagen hebben wij begin mei voor onze defensieve en gebalanceerde mandaten de posities in het PIMCO Diversified Income Fund en het PIMCO Income Fund iets teruggebracht. Om dezelfde reden werd in de gebalanceerde en offensieve mandaten een deel van het belang in het Neuberger Berman EM Debt Fund verkocht en werd in alle drie de mandaten een belang genomen in kortlopende Dutch Treasury Certificates.

Om het aandelenbelang van de verschillende mandaten verder met elkaar in lijn te brengen hebben wij begin juni besloten om voor de niet-duurzame gebalanceerde en offensieve mandaten het belang in de Invesco Clean Energy ETF te verkopen en om voor alle gebalanceerde en offensieve mandaten, waarin ook individuele aandelen zijn opgenomen, het belang in Alphabet, Amazon en Apple iets te verlagen.

Halverwege juni is de positie in het Allianz Europe Growth Equity Fund in de gebalanceerde mandaten na een sterke periode licht afgebouwd. Bovendien werden in de gebalanceerde en offensieve mandaten met individuele aandelen de posities in Air Liquide en Umicore verkocht en werden Rexel en Signify aan deze portefeuilles toegevoegd. Om het belang in Amerika te verhogen werd in de gebalanceerde en offensieve mandaten het belang in de SPDR S&P 500 ESG ETF uitgebreid, terwijl de Global X Cybersecurity ETF voor gebalanceerde en offensieve mandaten zonder alternatives werd verkocht. Tenslotte werd het belang in de iShares Global Water ETF voor de gebalanceerde mandaten op eenzelfde weging gebracht en werd voor alle mandaten een belang genomen in Dutch Treasury Certificates.

Gedurende het tweede kwartaal vonden er in de verschillende door Philipse & Co beheerde portefeuilles diverse mutaties plaats

Met negatieve yield op veel obligaties tot aan begin 2022, waren sommige alternatives betere risicomijdende beleggingen

Door de 'inverse yieldcurve' is het rendement op kortlopende staatsleningen thans hoger dan die met langere looptijden

Nederlandse staatsobligaties

Looptijd	Rendement
1 jaar	3,49%
2 jaar	3,28%
3 jaar	3,19%
5 jaar	2,97%
6 jaar	2,96%
7 jaar	2,91%
10 jaar	2,98%
30 jaar	2,85%

De (inverse) yieldcurve

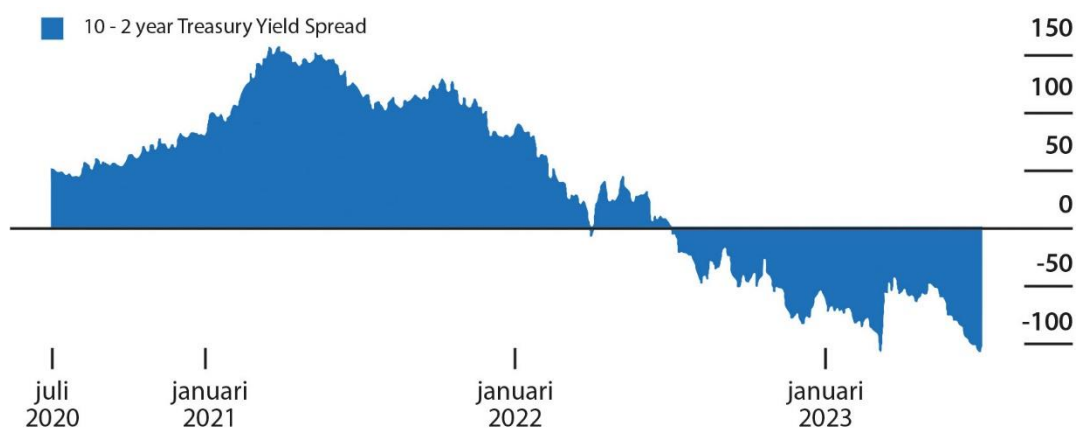
Leningen bieden onder normale omstandigheden een hogere rente naarmate de looptijd toeneemt

Een yieldcurve geeft het verband tussen het rendement van vergelijkbare leningen met diverse looptijden weer. In een normale situatie is het rendement op leningen met een langere looptijd hoger dan het rendement op leningen met een kortere looptijd. Dit komt vooral omdat beleggers bij een lening met een langere looptijd een hogere vergoeding eisen als compensatie voor de kans op waardevermindering door toekomstige inflatie. Als het rendement van korter lopende leningen hoger is dan dat van langer lopende leningen, is er sprake van een 'inverse yieldcurve. Die situatie doet zich vooral voor wanneer de centrale bank de officiële beleidsrente sterk verhoogt, meestal in het kader van inflatiebestrijding of het afremmen van een te onstuimige conjunctuur.

Een inverse rentestructuur suggereert dat, hoewel beleggers verwachten dat de rente op korte termijn stijgt, hogere financieringskosten de economie uiteindelijk zullen schaden. Dat maakt langlopende obligaties aantrekkelijk (en drukt dus de lange rente). Eenmaal in een recessie zal de centrale bank ook weer overgaan tot renteverlagingen, waarna de korte rente weer onder de lange zal zakken. Hoewel inverse yieldcurves niet vaak voorkomen, is het opvallend dat bij de recessies die de VS hebben gekend, er telkens een inverse yieldcurve aan voorafging. Toch is het niet zo dat een inverse yieldcurve met zekerheid een recessie voorspelt.

Het effectieve rendement op Nederlandse staatsobligaties met een looptijd van tien jaar is inmiddels weer boven de 3% uitgekomen. Op dat niveau is de kapitaalmarktrente overigens ruim elf jaar niet meer geweest.

Een inverse yieldcurve wordt doorgaans beschouwd als een signaal voor een aanstaande recessie



Op de grafiek is de 10- jaarsrente minus de 2 jaarsrente afgebeeld.

De Nederlandse tweejaarsrente is ondertussen naar 3,3% gestegen. De korte rente is dus duidelijk hoger dan de lange rente, wat volgens analisten een teken is dat een recessie nabij is. Mogelijk zit Nederland daar technisch gezien al in, als binnenkort zou blijken dat de economie ook in het tweede kwartaal is gekrompen. In het eerste kwartaal was immers al sprake van een teruggang van 0,3%. Het beeld elders in Europa is amper beter. Het verschil tussen de Duitse twee- en tienjarige lening liep eind vorige week op tot maar liefst 91 basispunten, het grootste verschil sinds het recessiejaar 1992.

Goed economisch nieuws kan tot een hogere rente leiden en is daarmee niet altijd goed nieuws voor de beurs

Handelaren zijn bang dat de sterke arbeidsmarkt in zowel de Verenigde Staten als Europa de inflatie langdurig hoog houdt, waardoor de Federal Reserve en de Europese Centrale Bank de rentetarieven verder zullen verhogen. Pas als de economische seinen op bijvoorbeeld de arbeids- en de woningmarkt op rood springen, zal de rente dalen. De paradox is derhalve dat de komende periode minder goed economisch nieuws, tot lagere rentes en daarmee vermoedelijk tot hogere koersen op de aandelenbeurs zullen leiden.