



### Terugblik

De financiële markten hebben het kwartaal in opperbeste stemming afgesloten. Waar eerder (in het eerste kwartaal) nog getwijfeld werd aan de bestendigheid van de dalende richting van de inflatie, lijken beleggers er inmiddels van overtuigd dat de trend doorzet. Meevallende inflatiecijfers vergroten de kans op renteverlagingen door de Amerikaanse centrale bank. In Europa heeft de ECB de handschoen al opgepakt en de eerste renteverlaging doorgevoerd. Dit signaal werd door aandelenmarkten gretig opgepikt. Aandelenkoersen liepen verder op en diverse indices bereikten nieuwe records.

Daar staat tegenover dat de Amerikaanse groeicijfers naar beneden zijn bijgesteld. De oorzaak hiervan ligt aan de bestedingenkant. De Amerikaanse consument geeft aanmerkelijk minder geld uit. Tegelijkertijd is de spaarquote gedaald en staat het niveau van creditcard leningen hoger dan ooit. Dit is een teken dat de tijdens de coronaperiode opgebouwde reserves zijn opgesoupeerd. Toch is de vermogenspositie van de gemiddelde Amerikaan nog gezond, mede doordat aandelenmarkten en huizenprijzen op historisch hoge niveaus staan.

De afgelopen weken werden de Europese financiële markten in beroering gebracht doordat de Franse president Macron geheel onverwacht nieuwe parlementsverkiezingen aankondigde. Dit was in reactie op de uitslag van de meest recente Europese verkiezingen die door rechts gewonnen werden. Financiële markten en in het bijzonder de Franse aandelen- en rentemarkten reageerden als door een wesp gestoken. Aandelenkoersen daalden over een breed front en rentes alsmede kredietopslagen liepen op. Of de soep zo heet gegeten wordt, is maar de vraag. Het antwoord kunnen we pas geven na afloop van de verkiezingen later deze maand.

Kortom, geopolitieke onrust is van alle tijden, maar lijkt zich dit jaar meer dan ooit te concentreren. De oorlog in Oekraïne, de onrust in het Midden-Oosten en de aankomende verkiezingen in de VS en in andere delen van de

wereld drukken hun stempel op de beurzen. Het kan nog een bewogen tweede helft van het jaar opleveren!

Index	1-jan-24	30-jun-24	%
AEX	786,82	924,44	17,49%
DAX	16.751,64	18.234,12	8,85%
Eurostoxx50	4.521,95	4.894,02	8,23%
S&P500	4.769,83	5.460,48	14,48%
Nasdaq	15.011,35	17.732,60	18,13%
Nikkei 225	33.464,17	39.606,00	18,35%
Shanghai Comp.	2.974,93	2.967,40	-0,25%
EUR/USD	1,104	1,071	-2,94%
Brent olie	77,07	85,00	10,29%
Goud	2.071,80	2.339,60	12,93%
Ned. 10-jrs rente	2,31	2,82	22,13%
Bitcoin (in EUR)	38.369,50	62.754,00	63,55%

### Economie

De Amerikaanse economie vertoont tekenen van verzwakking. De bbp-groei vertraagde over het eerste kwartaal naar 1,4% en ook de arbeidsmarkt koelt iets af. Het banencijfer blijft weliswaar sterk, maar de werkloosheid loopt licht op. De leading indicators laten wel verbetering zien. Zowel de inkoopmanagers-index als ook de productiecijfers stegen. Dit is positief nieuws voor de ontwikkeling van bedrijfswinsten. Beleidsmatig ligt de Fed vooralsnog op koers; de inflatie vertoont een dalende trend. Beleggers zien het zonnig in en gaan uit van een reeks renteverlagingen.

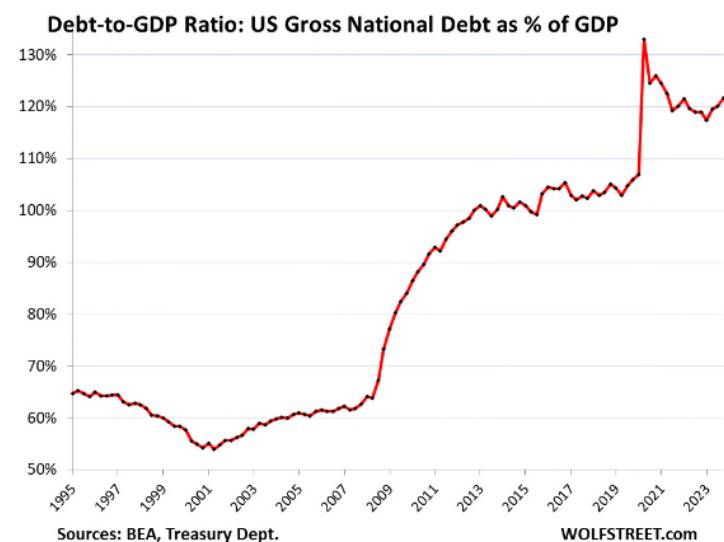
Een belangrijke parameter die roet in het eten zou kunnen gooien is de stijging van de lonen. Die stijgen op dit moment met ongeveer 4% en dat valt niet te rijmen met een gewenst inflatieniveau van 2%. Als de lonen niet matigen kan een meer verruimend monetair beleid van de Fed verder uit zicht raken. Lukt het de Fed niet de inflatie verder in te dammen, dan kan dit alsnog leiden tot een harde landing van de economie en komen de recessiescenario's weer uit de kast.

De economie van de eurozone herstelt langzaam. Zo was de bbp-groei in het eerste kwartaal relatief sterk, vooral dankzij de hogere netto-uitvoer. We zagen ook een verbetering in de indicatoren voor het producentenvertrouwen, voornamelijk in de dienstensector, en een herstel in het consumentenvertrouwen.

### Staatschulden

Een zorgelijke ontwikkeling zijn de toenemende overheidstekorten en de daardoor oplopende staatsschulden. Deze trend is niet alleen waarneembaar in de VS. In de eurozone zijn de tekorten als geheel weliswaar afgenomen, maar de positie van enkele landen in de periferie, zoals Griekenland en Italië, blijft zorgelijk. Inmiddels kunnen we ook Frankrijk, de op een na grootste economie van Europa, aan dit rijtje toevoegen. Deze situatie vormt een serieuze bedreiging voor de mondiale economische stabiliteit. Door de toegenomen spanningen tussen China en de VS is de belangstelling van China voor de dollar sterk verminderd. Ook landen als Rusland en Japan bouwen hun dollarreserves gestaag af. Daarnaast zorgde de afbouw (tapering) van de obligatieportefeuille door de Federal Reserve voor minder vraag naar

schuld papier. Toch heeft dat in de afgelopen maanden niet geleid tot hogere rentes in de VS. Er is op dit moment dus duidelijk nog voldoende vraag naar dollarobligaties. Maar hoe lang zijn beleggers nog bereid het stevige begrotingstekort van de VS te financieren?



### Rente en inflatie

In de VS vielen de inflatiecijfers gunstiger uit dan verwacht. In mei stegen de consumentenprijzen met 3,3% ten opzichte van 3,4% in april. Eenzelfde scenario ontvouwde zich voor de kerninflatie. Per saldo waren de cijfers gunstiger dan analisten hadden verwacht. De Fed liet tijdens haar meest recente vergadering de beleidsrente weliswaar ongemoeid, maar in het dot plot werd nog altijd ruimte gecreëerd voor toekomstige renteverlagingen. Voorwaarde is dat het beleidscomité overtuigd moet zijn van een duurzame daling van de inflatie richting het gewenste niveau van 2%. Dit signaal werd door beleggers gretig opgepikt. Zij houden rekening met één verlaging in 2024 en met vier verlagingen in 2025. Dit scenario is uiteraard niet in beton gegoten. Omdat het monetair beleid op basis van inkomende data wordt gestuurd, kunnen de inflatieontwikkelingen gedurende de komende maanden alsnog aanleiding geven meer of juist minder te verruimen.

In Europa zagen we een ietwat ander beeld. In tegenstelling tot wat we in de VS constateerden liep de inflatie in mei op. Een belangrijke reden is de ontwikkeling van de lonen. De loonstijgingen liggen inmiddels op een hoger niveau dan de inflatie. Toch zijn de vooruitzichten niet ongunstig. De

dienstensector is de grootste sector en daar gaat een groot deel van de bestedingen naar toe. De ECB heeft begin juni de beleidsrente met 25 basispunten verlaagd. Dit was geheel conform verwachting van beleggers. ECB-president Lagarde is vol vertrouwen dat de inflatie zich verder ontwikkelt richting het optimaal geachte niveau van 2%. In dat licht is het niet ondenkbaar dat na de zomer nog 1 of 2 renteverlagingen volgen.

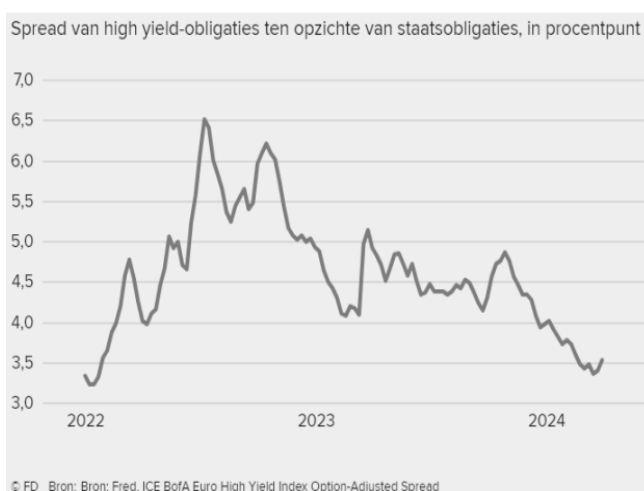
## Valuta

De euro is in juni verder verzwakt ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De belangrijkste reden is gelegen in de uitgebleven renteverlaging in de VS, terwijl de ECB haar beleidsrente met 25 basispunten verlaagde. Voor Europese beleggers leverde de sterkere USD dit jaar een extra rendement op haar in dollars genoteerde beleggingen op van bijna 3%.

## Obligaties

Obligatiemarkten verkeerden in een meer turbulente omgeving. Het zicht op renteverlagingen is in de basis ook positief nieuws voor obligaties. Echter, de plotse aankondiging van Franse parlamentsverkiezingen zorgde voor een flinke hick-up in de spread van Franse staatsobligaties ten opzichte van Duits staatspapier. Beleggers achten de kans groot dat, onafhankelijk van de uitslag van de verkiezingen, zowel de staatschuld als het begrotingstekort van Frankrijk verder zullen oplopen. Daarmee ligt een verlaging van de kredietrating door een tweede grote kredietbeoordelaar op de loer. S&P nam deze stap namelijk al in mei.

In de eurozone zien we goede kansen voor bedrijfsobligaties, mede vanwege meerdere verwachte renteverlagingen en doordat de risico-opslagen wat gunstiger liggen dan in de VS. Voor hoogrentende obligaties is de omgeving minder gunstig. De ingekomen risico-opslagen leiden tot een lagere vergoeding voor de relatief hoge risico's die gepaard gaan met beleggen in deze categorie. Obligaties uit opkomende landen staken in het eerste kwartaal positief af bij de obligatiemarkt in het algemeen. Een groot deel van hun rendement is inmiddels verdampt door de sterker geworden dollar en/of opgelopen rentes.



## Aandelen

De omstandigheden voor aandelenmarkten zijn ideaal door een lichte groei van de wereldeconomie, een matige inflatie en zicht op renteverlagingen. Veel bedrijven hebben hun groeiverwachtingen voor het komende jaar opwaarts bijgesteld. De waarderingen zijn weliswaar stevig opgelopen, maar kijkend naar de groeiverwachtingen zijn ze zeker niet irreëel.

In de categorie aandelen voeren groeiaandelen, en meer specifiek technologieaandelen, nog steeds de boventoon. Wederom is het NVIDIA dat daarbij in het oog springt. Dit Amerikaanse bedrijf is marktleider in het ontwerpen en het produceren van grafische kaarten en specialistische chips, die volop worden ingezet om kunstmatige intelligentie (AI) te kunnen toepassen. Met een bedrijfswaarde van ruim 3.000 miljard dollar wisselde het al even stuivertje met Microsoft als het gaat om het meest waardevolle bedrijf ter wereld. Van de veel bewierookte Magnificent Seven raakten Tesla en Apple eerder dit jaar



steeds meer op achterstand, alhoewel Apple de afgelopen weken een flinke inhaalslag maakte door de presentatie van haar AI-plannen.

Na de terugval in april hebben de S&P500 en de Dow Jones nieuwe records gevestigd. De Dow Jones bereikte zelfs (kortstondig) de mijlpaal van 40.000 punten. De onverwacht gezonde ontwikkeling van de Amerikaanse economie is de grootste stuwende kracht achter de koersen. We stellen wel vast dat de koersstijgingen door een steeds kleinere groep bedrijven gedragen wordt. De basis wordt dus smaller, waarmee de aandelenmarkten ook gevoeliger worden voor tegenwind. Slaagt de Fed er niet in de inflatie verder richting de 2% te bewegen, dan vormt dit een risico voor de kapitaalmarkt; een recessiescenario ligt dan zelfs op de loer. Toch zijn de vooruitzichten voor Amerikaanse aandelen nu nog steeds gunstig. Het vooruitzicht van rentedalingen, de ontwikkelingen rond AI en de positieve invloed daarvan op bedrijfswinsten, kunnen koersen verder opdrijven.

Als gevolg van de afwezigheid van grote technologieaandelen bleven de Europese beurzen achter bij Amerikaanse indices. Een positieve uitzondering daarop was onze eigen AEX-index, die onder aanvoering van ASML, ASMI en BESI tot de koplopers behoorde. De omstandigheden voor Europese aandelen zijn relatief gunstig. Ook hier kan het perspectief op verdere renteverlagingen leiden tot het naar boven bijstellen van de winstverwachtingen wat op haar beurt aandelenkoersen kan ondersteunen. Het contrast met small cap aandelen kan niet groter zijn. Deze aandelencategorie is traditioneel gevoeliger voor rentebewegingen; in periodes waarin rentes dalen presteren small caps vaak beter dan large caps. De gunstige waarderingen ten opzichte van large-cap aandelen doen vermoeden dat het aantrekkelijk is om nu in small caps te investeren. Tot op heden is hier echter niets van terechtgekomen en blijven small caps ver achter. Is het keerpunt nabij?

### Opkomende landen

Aandelen in de opkomende markten hebben de laatste jaren beduidend slechter gepresteerd dan aandelen in ontwikkelde landen. In de maand mei schoot de MSCI Emerging Markets echter met 8% omhoog ten opzichte van een beperkte stijging van 1,5% voor de MSCI World. Een groot deel van deze stijging kwam voor rekening van de grote Chinese technologieaandelen. De index steeg naar het hoogste punt sinds april 2022. De afgelopen maand gaf de index echter alweer een groot deel van haar winst prijs.

### China

De Chinese aandelenmarkten sloten het eerste kwartaal positief af. Daarmee leken markten te herstellen van een lange periode van dalingen. Maar één zwaluw maakt nog geen zomer blijkt nu. In de afgelopen maanden raakten Chinese aandelenbeurzen hun winsten nagenoeg volledig kwijt. Naast de aanhoudende problemen in de vastgoedsector, de tegenvallende wereldwijde vraag en de zwakke binnenlandse consumptie steekt ook het gevaar van oplaaierende handelsspanningen tussen de VS en China opnieuw de kop op. De EU heeft nieuwe tarieven ingesteld op de invoer van elektrische voertuigen uit China en de VS heeft vorige maand eveneens nieuwe tarieven aangekondigd op een reeks Chinese invoerproducten.

### Vastgoed

Evenals in 2023 en de eerste drie maanden van dit jaar, bleef beursgenoteerd vastgoed (REIT's) ook het afgelopen kwartaal achter bij de brede aandelenmarkt. Waar de sector zich in de laatste maanden van 2023 nog sterk herstelde door het vooruitzicht van meerdere renteverlagingen, zorgde het terugschroeven van de verwachtingen ervoor dat de koersen van vastgoedaandelen per saldo nauwelijks van hun plek kwamen. Hierdoor kan een betekenisvol herstel van de koersen nog wel even op zich laten wachten. De meest recente cijfers laten voorzichtig verbetering zien.



## Grondstoffen

De **olie**-exporterende landen, verenigd in de OPEC+, hebben in juni besloten hun productiebeperkingen te continueren met als doel de olieprijs te stutten. Door de sterke toename van het aanbod van schalieolie dreigt een overaanbod wat tot prijsdruk kan leiden. De beperking van 2 miljoen vaten per dag wordt voortgezet tot eind volgend jaar. Daarnaast zijn er enkele grote producenten zoals Saoedi-Arabië en Rusland die op vrijwillige basis eveneens 2 miljoen vaten minder produceren. De prijs van een vat Brent-olie koerst momenteel rond de USD 85 en ligt daarmee ongeveer 10% hoger dan aan het begin van het jaar.

De prijs van **goud** zit momenteel gevangen tussen verschillende krachten. Vanaf april liep de prijs flink op. De prijs piekte enkele malen tot boven de USD 2.400 per troy ounce, gedreven door verwachte renteverlagingen en een instabiele geopolitieke omgeving. Daarnaast was er een verhoogde vraag van centrale banken en van Chinese beleggers. Centrale banken willen steeds minder reserves in dollars aanhouden. Zorgen over de vooruitzichten voor de Amerikaanse overheidsfinanciën spelen daarbij een belangrijke rol. Voor Chinese beleggers is goud een aantrekkelijk alternatief voor investeringen in de zo getergde Chinese vastgoedsector. De afgelopen maanden is het zicht op renteverlagingen verder naar de achtergrond verdwenen en heeft de dollar aan kracht gewonnen, waardoor de opmars van de goudprijs is gestagneerd.

## Cryptovaluta

De introductie van spot **bitcoin** ETF's in januari trok veel kapitaal aan en versterkte de institutionele acceptatie van cryptovaluta. Tegelijkertijd bereidde de markt zich voor op de bitcoin halving in april, waarbij de beloning voor het minen van bitcoin werd gehalveerd. Eerdere halvings waren de aanleiding voor nieuwe koersstijgingen, die in het verleden wel vaak pas later zichtbaar werden. Vooralsnog is er weinig van te merken. Na de lancering van de bitcoin ETF's is de koers van de bitcoin kortstondig opgelopen tot een nieuwe all-time high om vervolgens weg te zakken. De koers beweegt al weken binnen een bandbreedte van 60.000-70.000. Inmiddels lijkt de Amerikaanse beurswaakhond (SEC) de weg vrij te maken voor de volgende fase, de lancering van **ethereum** ETF's.

Altcoins (met uitzondering van 'meme coins') hebben een flinke veer gelaten. Zij leden aanzienlijk grotere koersverliezen dan de bitcoin. Beleggers wachten al een tijd op de start van 'altcoin season'. Maar vooralsnog is de zomer voor altcoins nog niet aangebroken.

## Samenvattend

Al met al kunnen we tevreden terugkijken op de ontwikkelingen in de eerste helft van het jaar. Obligaties ondervonden last van uitblijvende rentedalingen. Daarentegen heeft de wereldeconomie veerkracht getoond. Bedrijfswinsten waren verrassend positief, wat resulteerde in stijgende aandelenkoersen. Als de economische groei aanhoudt, de inflatie verder daalt en centrale banken hun rentes verlagen, zit er wellicht nog meer in het vat. De geopolitieke onzekerheid blijft echter groot, zeker met de Amerikaanse presidentsverkiezingen in november in het vooruitzicht. We kijken met een gezonde, positieve, blik naar de komende maanden, maar we blijven beducht voor negatieve verrassingen.

*Duisenburgh Vermogensregie B.V.  
Juli 2024*

**Disclaimer**

*De informatie die is opgenomen in deze publicatie is uitsluitend bestemd voor algemene doeleinden. De in deze publicatie vermelde gegevens zijn ontleend aan door Duisenburgh betrouwbaar geachte bronnen en publiekelijk bekende informatie. Ondanks een zorgvuldige controle van deze informatie kunnen wij niet garanderen dat de informatie steeds correct of volledig is. Duisenburgh aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid voor eventuele onjuistheden. De informatie in deze publicatie is generiek van aard en houdt daarom geen rekening met de specifieke beleggingsdoelstellingen, de persoonlijke financiële situatie en persoonlijke behoeftes. Het kan dan ook niet aangemerkt worden als een persoonlijk advies; het biedt onvoldoende basis voor het nemen van een beleggingsbeslissing. Wij adviseren u voorafgaand aan een eventuele actie deskundig advies in te winnen. Deze publicatie is geen aanbod en u kunt aan deze publicatie geen rechten ontlenen. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.*

*Duisenburgh Vermogensregie B.V. heeft een vergunning en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële markten en De Nederlandsche Bank.*