



Waalre, 8 juli 2024

Samenvatting

- Amerikaanse economische groei vertraagt; Europa hervindt positief groeipad.
- Inflatie pakt dalende trend weer op in de VS waar deze in Europa stagneert.
- ECB heeft eerste renteverlaging doorgevoerd; Fed houdt haar kruit nog droog.
- Obligaties ondervonden ook in Q2 hinder van stijgende kapitaalmarktrentes.
- Het rendement op aandelenmarkten werd vooral gedreven door techaandelen.
- Specifieke keuzes binnen aandelenbeleggingen droegen positief bij.
- Alternatieven in de vorm van hedgefondsen en goud kenden een solide kwartaal.

Beste vermogensbeheerrelatie,

In aanvulling op ons kwartaalbericht geven wij u graag meer inzicht in het reilen en zeilen binnen uw vermogensbeheerportefeuille. Daarom ontvangt u elk kwartaal onze Nieuwsbrief Vermogensbeheer. In deze nieuwsbrief geven wij aanvullende uitleg over de ontwikkelingen op de financiële markten en de mogelijke invloed daarvan op uw effectenportefeuille. Daarnaast lichten wij de achtergronden van de belangrijkste mutaties binnen de portefeuilles toe.

Algemeen

Na vijf maanden waarin de koersen van veel beleggingscategorieën bijna onafgebroken stegen, kenden aandelen- en obligatiemarkten in het tweede kwartaal een moeilijke start. Tegen de achtergrond van een hardnekkige inflatie waren sombere vooruitzichten voor renteverlagingen door centrale banken spelbreker. In mei verbeterde de stemming op financiële markten weer, omdat inflatiecijfers hun dalende trend opnieuw oppakten. Meevallende inflatiecijfers zorgden met name in de VS voor een einde aan de rentestijging. Omdat de Amerikaanse economie daarbij lijkt af te koelen, kregen beleggers hernieuwd vertrouwen in een renteverlaging van de Fed in september. Door de sterke prestaties van aandelen die profiteren van producten en diensten gekoppeld aan kunstmatige intelligentie, hervonden aandelenindices hun weg richting nieuwe records.

De economische groei in de VS viel het eerste kwartaal terug naar 1,4% op jaarbasis. Ondanks die vertraging blijft de economie nog altijd goed draaien. Zo wijst de inkoopmanagers index, waarvan het samengestelde cijfer over juni op 54,8 uitkwam, op aantrekkende activiteit. De arbeidsmarkt koelt weliswaar iets af, maar bleef ook in het tweede kwartaal krap.

In Europa zien we al enige tijd lichte tekenen van herstel. De activiteit trekt aan en het positieve groeipad lijkt hervonden. Hoewel de laatste inkoopmanagerscijfers over de productiesector nog altijd op krimp duiden, zorgt de veel grotere dienstensector voor gunstige vooruitzichten voor de economie in onze muntunie. De ECB verhoogde haar verwachtingen voor de economische groei in 2024 en 2025 naar respectievelijk 0,9% en 1,4%.

Rente en inflatie

Begin dit jaar gingen beleggers er nog van uit dat de Fed de rente in 2024 maar liefst zesmaal zou verlagen. Eind vorig jaar wakkerde een snelle daling van de inflatie de speculatie op spoedige renteverlagingen flink aan. Aanhoudend sterke macrocijfers en een hapering in het disinflatieproces dwongen de markt dit beeld echter behoorlijk bij te stellen. In de eerste drie maanden van dit jaar stelden beleggers hun verwachtingen ten aanzien van beleidsrenteverlagingen dan ook noodgedwongen bij van zes naar drie.

In april zette een reeks hoger dan verwachte inflatiecijfers aandelenmarkten voor het eerst in maanden lager. Obligaties die het, afhankelijk van hun rentegevoeligheid, ook al moeilijk hadden in het eerste kwartaal, deden over een breed front een stap terug. In mei nam de druk op beide markten af toen de vooruitzichten voor de inflatie er weer gunstiger uit begonnen te zien. Dat de inflatie haar dalende trend weer had opgepakt werd in juni bevestigd. Desondanks gaf een meerderheid van de beleidsmakers van de Fed na de beleidsvergadering in juni aan te verwachten dat de rente dit jaar slechts één of hooguit twee keer verlaagd zal kunnen worden, omdat de daling van de geldontwaarding trager verloopt dan gehoopt. Na een lichte vertraging in april liep de stijging van het gemiddeld uurloon in mei ook weer op naar 4,1 % op jaarbasis, waardoor de druk van de lonen op de inflatie nog niet hard afneemt. Het vooruitzicht op minder monetaire versoepeling deed beleggers overigens niet, omdat de richting die beleidsrentes op gaan belangrijker is dan de timing van een eerste renteverlaging. Een eerste stap wordt nu in september verwacht.



In Europa is het beeld deels vergelijkbaar, al zijn er ook nog altijd verschillen met de VS. Waar de Amerikaanse economie vertraagt, zijn hier nog altijd tekenen van economisch herstel zichtbaar. En waar de inflatie haar dalende trend in de VS weer oppakte, trok deze in de eurozone juist licht aan in mei. Ook bij ons ligt de gemiddelde loonstijging inmiddels hoger dan de inflatie en ligt de werkloosheid nog altijd stabiel op een historisch dieptepunt. In tegenstelling tot de Fed, die haar beleidsrente tot nu toe nog ongewijzigd op 5,25-5,5% hield, verlaagde de ECB de rente in juni - volgens verwachting - met 25 basispunten naar 3,75%. ECB-president Lagarde gaf aan dat de centrale bank ruimte ziet voor minder verkrappend beleid, vanwege een halvering van de inflatie sinds september vorig jaar en het toegenomen vertrouwen dat deze verder zal blijven afnemen.

Uit de laatste prognoses van zowel de Fed als de ECB blijkt overigens dat beide hun inflatieverwachtingen voor dit jaar en volgend jaar hebben opgetrokken, hetgeen minder ruimte voor renteverlagingen kan bieden.

Asset Allocatie

Tijdens de laatste beleggingsvergadering van het tweede kwartaal heeft het beleggingscomité besloten de in het tweede kwartaal licht verder opgelopen overweging van de categorie zakelijke waarden te blijven bevestigen. Kijkend naar de verwachte economische en monetaire ontwikkelingen, de trend in winstherzieningen van bedrijven en de onderliggende waarderingen van aandelen en obligaties, voelen we ons daar comfortabel bij. Er is ditmaal ook niet geherbalanceerd omdat de afwijkingen op regelniveau, sinds de laatste herbalanceringsronde in februari, klein waren. Uitzondering hierop vormde onze positie in fysiek goud, waarbij we een deel van de aanzienlijke jaarwinst hebben gerealiseerd.

Mutaties

Eind april hebben we in het risicomijdende deel van de portefeuilles een mutatie doorgevoerd. Dit had verder geen invloed op de tactische asset allocatie, maar zorgde wel voor een kleine verandering binnen de categorie vastrentende waarden.

Binnen de hoofd-beleggingscategorie vastrentende waarden hebben we de cashpositie afgebouwd ten gunste van een geldmarktfonds. Gegeven de bijzonder lage rentevergoeding op liquiditeiten is het zonde om overtollige cash voor een lange periode aan de zijlijn te laten staan. Omdat de waarderingen van andere beleggingscategorieën van dien aard waren dat meer risico nemen met de (overtollige) liquiditeiten ons niet verstandig leek, vormde een geldmarktfonds een prima alternatief. Geldmarktfondsen bieden, gegeven het beperkte extra risico, voornamelijk een relatief hoog rendement (+/- 3,7% op jaarbasis), wat ze tot een aantrekkelijk alternatief voor cash maakt. We hebben gekozen voor een strategie uit de Liquidity Solutions franchise van Amundi, Europa's grootste speler op het gebied van geldmarktfondsen.

Obligaties

In tegenstelling tot aandelen kenden obligaties dit jaar een stroeve start. Na de enorme eindsprint van alle typen obligaties in de laatste twee maanden van 2023, waarbij zowel kapitaalmarktrentes daalden als kredietopslagen inkwamen, heeft de gehele categorie het dit jaar een stuk lastiger. De daling van de inflatie hapert al enige tijd, waardoor het aantal renteverlagingen dat voor dit jaar werd ingeprijsd flink is afgenomen. Kapitaalmarktrentes zijn als gevolg hiervan ook in het tweede kwartaal verder opgelopen. Dit zorgde voor koersdalingen van obligaties met een hogere rentegevoeligheid (langere duratie). Hiermee is de beleggingscase voor dit type obligaties verder verbeterd. Zelfs als rentes vanaf de huidige hogere niveaus niet dalen, leveren ze via hun lopende rendementen alsnog een positief reëel rendement op.

Risicovolle obligatiecategorieën zoals high yield en door onderpand gedekte leningen (ABS), die voor hun rendement minder afhankelijk zijn van de ontwikkeling van kapitaalmarktrentes, lieten over het algemeen wel een positief rendement optekenen. Hun hoger effectief rendement stelde ze in staat degelijke rendementen te overleggen. De kredietopslagen (risicopremies), waar deze categorieën bovengemiddeld aan zijn blootgesteld, bewogen het afgelopen kwartaal per saldo nauwelijks en zijn nog altijd lager dan gemiddeld. In bepaalde economisch gunstige scenario's zouden die nog verder kunnen inkomen, al is de ruimte hiervoor beperkt. Anderzijds is het belangrijk om de vinger goed aan de pols te houden. Als het sentiment verslechtert kunnen kredietopslagen in een mum van tijd flink oplopen. Obligaties uit opkomende landen hadden last van een sterker wordende dollar of stijgende rentes in lokale valuta.

De kwalitatieve kern van onze obligatieportefeuilles, vertegenwoordigd door wereldwijde staatsobligaties (**iShares Global Govt Bond ETF -1,02%**), staatsobligaties van Europese kernlanden (**VanEck iBoxx Sovereign Cap AAA-AA 1-5 ETF -0,29%**), Amerikaanse staatsobligaties (**Vanguard USD Treasury Bond ETF -0,27%**) en wereldwijde investment



grade obligaties (**Xtrackers ESG Global Agg Bond ETF -0,62%**), had ook in het tweede kwartaal last van stijgende kapitaalmarktrentes. Wereldwijde en Europese investment grade bedrijfsobligaties (**Robeco Global Credits -0.13%**, resp. **Loomis Sayles Sustainable Euro Credit 0,21%**) voelden ook de pijn van de stijgende rente, al werd de pijn verzacht door de hogere 'running yield'.

Onze keuzes binnen de meer risicovolle obligatiecategorieën kenden over het algemeen een solide tweede kwartaal. De posities in high yield obligaties (**PGIM Global High Yield ESG 0,57%**) en Europese door onderpand gedekte leningen (**Ostrum Euro ABS Opportunities 1,76%**) behaalden nette rendementen. Leningen van opkomende landen in lokale valuta (**DPAM L-Bonds EMD Sustainable Fund -1,31%**) konden het kruis daarentegen niet drooghouden. Stijgende rentes en verzwakkende valuta speelden obligaties van opkomende landen parten.

Aandelen

Op aandelenmarkten was de stemming in het tweede kwartaal per saldo prima. In nagenoeg alle belangrijke regio's werden winsten geboekt, al waren deze buiten opkomende landen minder spectaculair dan in het eerste kwartaal. In Japan moesten de Topix en de Nikkei index, gemeten in euro, zelfs wat van hun YTD-rendement inleveren.

Net als vorig jaar trok Amerika gedurende de eerste zes maanden van 2024 de kar, al was het rendementsverschil met de overige geografische regio's ditmaal een stuk kleiner. Op sectorniveau zag het plaatje er wel erg divers uit. Het waren met name de technologiesector en in mindere mate de sector communicatiediensten, die voor het gros van het rendement zorgden. De sector nutsbedrijven was de enige andere sector die beter presteerde dan de brede markt.

Het is trouwens best opmerkelijk dat de wereldwijde aandelenindex (FTSE All-World) sinds de jaarwisseling met ruim 14% (3,64% in Q2) is gestegen, ondanks het feit dat beleidsrentes veel minder snel worden verlaagd dan eerder werd verwacht.

De brede kern van onze aandelenportefeuilles, bestaande uit de wereldwijd beleggende strategieën **UBS MSCI World Socially Responsible ETF 2,04%** en **JPM Global Research Enhanced Equity ESG ETF 3,89%**, zowel als het meer defensieve **AB Low Volatility Equity Fund 4,48%** en het in solide kwaliteitsaandelen met een duurzaam dividendgroei-potentieel beleggende **JPMorgan Global Dividend Fund 2,97%**, lieten de afgelopen drie maanden goede rendementen zien; gecorrigeerd voor het gelopen risico presteerden ze prima. De brede **Vanguard S&P 500 ETF** en de **UBS S&P 500 ESG ETF**, die een goede afspiegeling vormen van de Amerikaanse aandelenmarkt, konden **5,01%** respectievelijk **5,79%** bijschrijven. Europese aandelen, in onze modelportefeuilles vertegenwoordigd door de **iShares Stoxx Europe 600 ETF**, volgden met **1,30%** op gepaste afstand.

Onze specifieke keuzes presteerden in het tweede kwartaal veelal beter dan onze benchmark. **RobecoSAM Smart Energy** schreef **2,08%** bij, waarmee het als enige 'satellite' de referentie index voor moest laten gaan. **Polar Capital Artificial Intelligence 7,88%** profiteerde van het aanhoudend positieve sentiment rondom het thema kunstmatige intelligentie en technologieaandelen in het algemeen.

Waar het rendement op aandelen uit opkomende landen vorig jaar ronduit teleurstellend was, doet de categorie het in 2024 een stuk beter. In het tweede kwartaal deed onze EM-aandelenstrategie, **Robeco QI EM Active Equities**, het met een rendement van **7,43%** wederom uitstekend. Onze Aziatische aandelenstrategie, het **Schroders Asian Total Return Fund**, liet met **5,03%** een solide kwartaalrendement optekenen. Chinese aandelen hadden het in juni weliswaar lastig, maar kenden alsnog een redelijk tweede kwartaal. Het **JPMorgan China Fund** sloot het kwartaal af met een winst van **4,79%**.

Alternatieve beleggingen

In onze beheerportefeuilles maken we al jaren gebruik van alternatieve beleggingen. Dit doen we zowel in het vastrentende als in het zakelijke deel van de portefeuille. Hiermee creëren we extra spreiding, wat de risico-rendementsverhouding van de portefeuille, vanwege de diversificatievoordelen, op de lange termijn verbetert.

Alternatieve strategieën beleefden in 2023 een mager jaar, maar lieten hun toegevoegde waarde met hun onderscheidende rendementsbronnen in de eerste zes maanden van dit jaar duidelijk zien. Waar obligaties, afhankelijk van hun rentegevoeligheid, ook in het tweede kwartaal last hadden van de omstandigheden op de rentemarkten, was de beperkte correlatie van alternatieven met deze markten een voordeel.

Het **Fortem Capital Progressive Growth Fund** bleef met een kwartaalrendement van **1,40%** - zoals verwacht mag worden bij een krachtige rally op aandelenmarkten - achter bij de brede aandelenmarkt. Op dit moment is het te verwachten bruto jaarrendement van ruim 8%, bij een vlakke ontwikkeling van aandelenmarkten, nog altijd interessant. Het **Triodos Micro Finance Fund** behaalde tot en met juni een rendement van **2,61%**, waarmee het aan onze verwachtingen voldeed. Het **Mint Tower Arbitrage Fund** had na een indrukwekkend eerste kwartaal te



maken met uitdagendere marktomstandigheden mede veroorzaakt door een aanhoudend laagvolatiele omgeving. Na zes maanden staat de teller desondanks op een rendement van **5,73%**.

Goud

Goud had net als in het eerste kwartaal de wind in de zeilen. In mei tikte het edelmetaal een recordprijs aan van bijna \$2.464 dollar per troy ounce. Sindsdien is de goudprijs terugggevallen, om het kwartaal te eindigen op \$2.340. Centrale banken, met name in opkomende landen, blijven recordhoeveelheden goud opkopen om hun deviezenportefeuilles te diversifiëren en geopolitieke risico's te beheersen. Maar ook particuliere beleggers kopen, gedreven door de onrust in de wereld of een gebrek aan vertrouwen, steeds meer goud. Onze positie in de **Invesco Physical Gold ETC** behaalde de afgelopen drie maanden een mooi resultaat van **6,04%**, waardoor de teller voor het jaar al op ruim 16% staat.

Vastgoed

Net als in 2023 en de eerste drie maanden van dit jaar, bleef beursgenoteerd vastgoed 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 hieromtrent ervoor dat de koersen van vastgoedaandelen per saldo nauwelijks van hun plek kwamen. De markt maakt zich nog altijd zorgen over de vastgoedsector omdat er op korte termijn te weinig renteverlagingen in het verschiet liggen en er een zogenaamde 'maturity wall' nadert, waarbij er flink geherfinancierd moet worden. Hierdoor kan een betekenisvol herstel van vastgoedaandelen nog wel even op zich laten wachten.

Conclusie en vooruitzichten

Een belangrijke vraag voor beleggers is nu of de dalende inflatietrend zal aanhouden, waardoor de Fed in september kan beginnen met het verlagen van de rente, zoals de markten nu verwachten. Kan de economie tegelijkertijd haar gematigde groeitempo aanhouden of zal een vertraging het risico op een recessie verhogen? Zolang de inflatie verder richting de beleidsdoelstelling van centrale banken beweegt, de economische fundamenten voldoende overeind blijven en bedrijven de verhoogde winstgroeiervwachtingen kunnen realiseren, ligt de weg open voor verder stijgende wereldwijde aandelenmarkten. Omdat de waarderingen (koers-winstverhouding) voor wereldwijde aandelen (FTSE All-World Index) na de fraaie rally sinds november 2023 boven het langjarig gemiddelde liggen, valt een tijdelijke terugval in de vorm van een correctie niet uit te sluiten. Een teleurstellende update of tegenvallende cijfers op bedrijfsniveau worden de laatste tijd ook harder afgestraft. Dit onderstreept wat ons betreft nogmaals hoe belangrijk het is om te allen tijde met actief gemanagede en breed gespreide portefeuilles te werken. Daarmee worden ongewenste risico's zoveel mogelijk beperkt zonder de kans op gezonde financiële rendementen te verspelen.

*Met vriendelijke groet,
De beheerder*



Transactieoverzicht Q2 2024

Zeer Defensief

Soort	Fondsnaam	ISIN	Mutatie %
Aankoop	Amundi Euro Liquidity Short Term SRI - I	FR0007435920	+4,0%

Defensief

Soort	Fondsnaam	ISIN	Mutatie %
Aankoop	Amundi Euro Liquidity Short Term SRI - I	FR0007435920	+3,5%

Neutraal

Soort	Fondsnaam	ISIN	Mutatie %
Aankoop	Amundi Euro Liquidity Short Term SRI - I	FR0007435920	+3,0%

Offensief

Soort	Fondsnaam	ISIN	Mutatie %
Aankoop	Amundi Euro Liquidity Short Term SRI - I	FR0007435920	+2,5%

Zeer Offensief

Soort	Fondsnaam	ISIN	Mutatie %
Aankoop	Amundi Euro Liquidity Short Term SRI - I	FR0007435920	+2,0%

Disclaimer

De informatie die is opgenomen in deze publicatie is uitsluitend bestemd voor algemene doeleinden. 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 derhalve 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 ontleen. 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.