



evi



# Maandupdate

Evi van Lanschot

Juli 2023

# Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille

Terugblik

Rendement aandelen

Rendement obligaties

Vooruitblik: onze visie

Actuele portefeuille



# Samenvatting – de markt

## Centrale bankiers nog niet klaar, markten desondanks positief

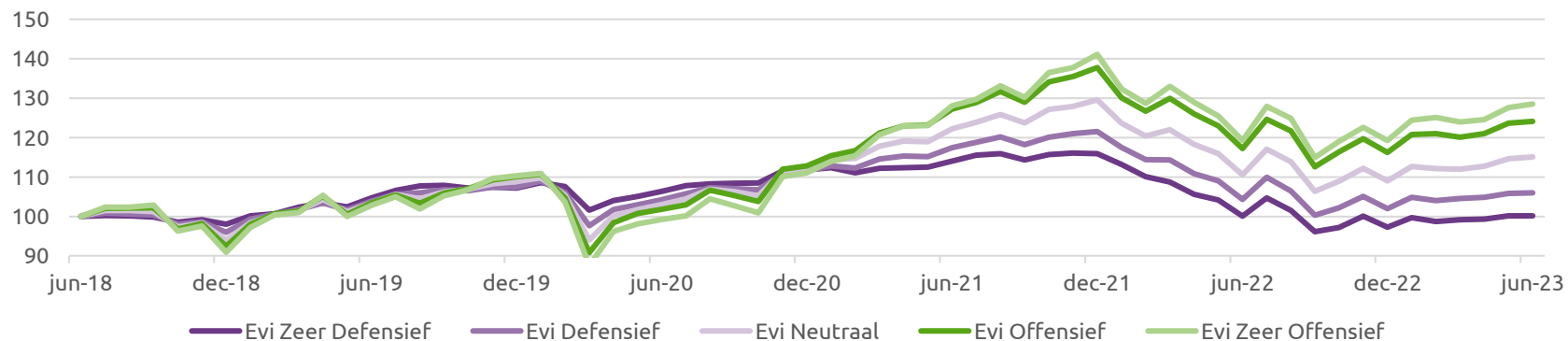
Doordat centrale bankiers bleven hameren op verdere renteverhogingen, stegen rentes in juni. Nadat de bankenonrust van afgelopen maart is weggeëbd, zijn renteniveaus van de VS en Duitsland hersteld. De renteniveaus van de VS en Duitsland staan eind juni wel nog onder de piek van begin maart. Inflatie daalt over het algemeen met name gedreven door lagere energie- en voedselprijzen. De kerninflatie (inflatie zonder energie- en voedselprijzen) is echter hardnekkiger, gesteund door krappe arbeidsmarkten en loongroei. In de VS zijn er voorzichtig wat meer tekenen dat inflatie daalt, dan in de eurozone.

Ondanks de rentestijgingen wisten aandelen in juni winsten te boeken, waar ontwikkelde landen het beter deden dan opkomende landen. Daarbij was de volatiliteit zeer laag. Teken van dalende inflatie en winstverwachtingen die hoog blijven, boden steun. Bij risicodragende obligaties daalden risico-opslagen (de extra rente die je krijgt bij meer risicovolle obligaties) in juni, waarbij deze daling groter was bij minder kredietwaardige bedrijfsobligaties en bij staatsobligaties uit opkomende landen genoteerd in Amerikaanse dollar. Gegeven de stijging van onderliggende staatsobligatierentes en daling van buitenlandse valuta ten opzichte van de euro noteerden niet al deze vastrentende waarden categorieën een positief rendement in de maand juni.



# Samenvatting – rendement Evi Fondsen

	Juni 2023	2023 t/m juni	3 jaar*	5 jaar*	Sinds start (september 2002)*
Evi Zeer defensief	0,1%	3,0%	-2,0%	0,0%	2,4%
Evi Defensief	0,2%	3,9%	0,6%	1,2%	3,0%
Evi Neutraal	0,4%	5,6%	3,8%	2,8%	3,7%
Evi Offensief	0,4%	6,8%	6,8%	4,4%	4,6%
Evi Zeer offensief	0,7%	7,7%	9,0%	5,1%	5,0%



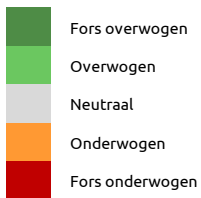
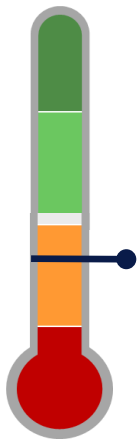
Bron: Evi, 30 juni 2023

\* Netto rendementen. Rendementen op een horizon langer dan 1 jaar zijn omgerekend naar jaarrendementen. Let op: Resultaten uit het verleden bieden geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten.



# Samenvatting – de portefeuille

Thermometer voor aandelen



## Positionering Evi

Vermogenscategorie	Oordeel
Cash	Overwogen
Obligaties	Onderwogen
Aandelen	Onderwogen

Obligaties	Oordeel
Staatsobligaties IG	Neutraal
Bedrijfsobligaties IG (wereldwijd)	Neutraal
Obligaties opkomende landen	Neutraal
High yield obligaties	Onderwogen
Inflatie gerelateerde obligaties	Neutraal

Aandelen naar regio	Oordeel
Wereld	Onderwogen
Europa	Onderwogen
Opkomende landen	Neutraal

- Aandelenmarkten trotseerden de agressieve toon van centrale bankiers en verwachtingen dat rentes langer hoog zullen blijven. Onze grootste zorg voor aandelen is een verdere afkoeling van economieën en de neerwaartse druk op winsten die daardoor kan ontstaan. We vinden verwachtingen voor winstgroei te rooskleurig. Wij zien een klimaat met lage groei of recessie, hardnekkige inflatie en krap monetair beleid als negatief voor aandelen. Het is hoogst ongebruikelijk dat het dieptepunt in aandelenmarkten al wordt bereikt voordat een recessie begint of voordat centrale banken een draai maken naar renteverlagingen. We blijven onderwogen aandelen wereldwijd en Europa ten gunste van cash.
- Tijdens een recessie kunnen de risico-opslagen (de extra rente die je krijgt voor een obligatie bovenop de marktrente) van hoogrentende bedrijfsobligaties sterk oplopen. Dit is slecht voor het rendement. Een dergelijk negatief scenario met afnemende groei en hoge inflatie is momenteel slechts beperkt ingeprijsd. Daarom houden we vast aan onze negatieve visie voor hoogrentende bedrijfsobligaties en blijven onderwogen ten gunste van cash.





# Denken in scenario's

- Evi belegt met focus op de lange termijn, omdat we geloven dat langjarige trends een veel betere bijdrage leveren aan het resultaat dan ontwikkelingen op de korte termijn.
- We streven hierbij naar de optimale hoeveelheid risico; bij te weinig risico laten we rendement liggen in gunstige scenario's, bij teveel risico verliezen we rendement als het tegengit.
- Om deze reden kijken we doorlopend naar scenario's die effect kunnen hebben op de Evi Fondsen. We rekenen de impact op de portefeuille door en schatten in hoe groot de kans is dat bepaalde scenario's zich voordoen.
- Als voorbeeld nemen we in deze maandupdate de situatie rond China en Taiwan, met als aanleiding de actualiteit van de door China ingestelde exportbeperking op specifieke grondstoffen.
- We beginnen met een korte schets van de (historische) context.



# Taiwan – historie

## Huidige breuk ontstond in 1949

- Taiwan, ook wel de Republiek China genoemd, bestaat uit een groot eiland en een aantal kleine eilandjes.
- Vlak na de Tweede Wereldoorlog werd de nationalistische Chinese regering bestreden door de Chinese communisten, onder leiding van Mao Zedong. In 1949 verdreven de communisten de nationalistische partij (de Kuomintang) van het vasteland van China naar Taiwan. Hiermee werd China een communistische volksrepubliek.
- Taiwan wordt door China niet erkend als onafhankelijk land, maar wordt gezien als een provincie van China.
- Wereldwijd wordt Taiwan slechts door 13 kleine landen als soeverein land erkend. Deze landen hebben daardoor geen officiële relaties met China.
- Hoewel China, zeker recentelijk, de druk lijkt op te voeren, verwachten de meeste analisten op korte termijn geen Chinese militaire aanval. Wel is bekend dat China, het liefst voor 2049 als de Volksrepubliek honderd jaar bestaat, Taiwan wil hebben 'herenigd'/ingelijfd.



Oppervlakte	36.000 km <sup>2</sup> , iets kleiner dan Nederland
Aantal inwoners	23,6 miljoen
Officiële taal	Mandarijn
Munteenheid	Taiwanese dollar
Staatsvorm	Constitutionele republiek, democratie
BBP / inwoner (IMF)	\$ 68.700 (ongeveer gelijk aan Nederland)



# Enkele mogelijke scenario's

## China blokkeert Taiwan

- China werpt een economische blokkade op en isoleert Taiwan daarmee.
- Taiwanese bedrijven, zoals TSMC de grootste chipproducent ter wereld, kunnen hierdoor niet meer leveren.
- Producten die (deels) geproduceerd worden in China stijgen wereldwijd in prijs.
- **Kans:** medium.
- **Impact:** rentes dalen hard, aandelen verliezen fors in waarde, brede marktstress.

## Militair conflict, VS raakt betrokken

- De VS heeft zich, in het geval van een militair conflict, verplicht Taiwan te helpen.
- China wordt door alle Westerse economieën zoveel mogelijk uitgesloten van handel.
- Wereldeconomie ondervindt langdurig zeer grote schade.
- **Kans:** klein.
- **Impact:** zeer hoge inflatie, grote verliezen voor aandelen, rentes stijgen wereldwijd.





# Wat doet Evi hiermee?

- We zijn voorzichtiger geworden met beleggingen in opkomende landen. Onze rendementsverwachting is hier lager, maar nog steeds positief.
- We beleggen in *inflatiegerelateerde staatsobligaties*. Problemen rondom China kunnen leiden tot hogere inflatie, door deze beleggingen is de portefeuille hier beter tegen beschermd.
- Ook hebben we ons *landenbeleid* aangepast. Als gevolg hiervan beleggen we niet meer in Chinese staatsobligaties en bedrijven waarvan de Chinese overheid meerderheidsaandeelhouder is. Komende maand gaan we dieper in op ons aangepaste *landenbeleid*.
- Het volledig uitsluiten van Chinese en Taiwanese aandelen vinden we nu nog een stap te ver gaan. De impact hiervan op de spreiding van onze portefeuille zou ook groot zijn, omdat dit ongeveer de helft betreft van alle aandelen in opkomende landen.
- Als de kans op een conflict toeneemt kan dit aanleiding zijn ons standpunt hierin te heroverwegen.
- Naast China zijn er natuurlijk veel meer geopolitieke risico's in de wereld. We houden de ontwikkelingen hiervan scherp in de gaten. Waar nodig passen wij ons beleggingsbeleid daarop aan.



# Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille

Terugblik

Rendement aandelen

Rendement obligaties

Vooruitblik: onze visie

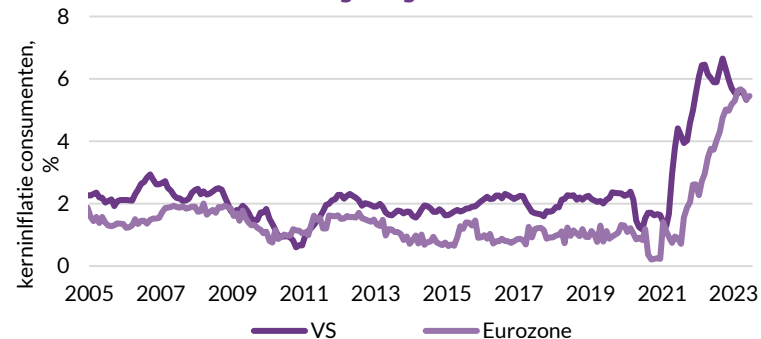
Actuele portefeuille



# Inflatie hardnekkig, maar tekenen van daling

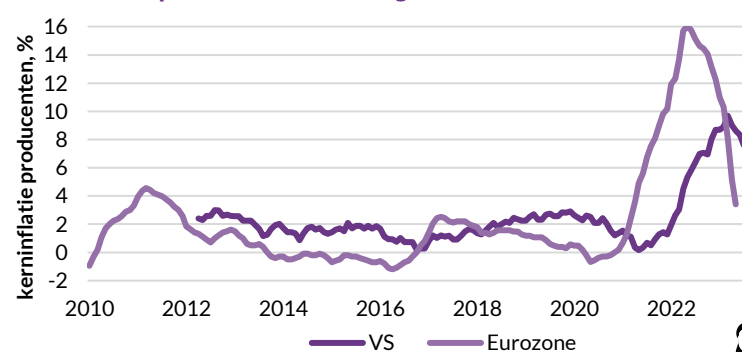
- De totale inflatie van de VS daalt. Volgens de favoriete index van de Fed, de PCE-index, stegen de prijzen in juni met slechts 0,1% ten opzichte van mei. En de 3,8% inflatie op jaarbasis was het laagst sinds april 2021. Dit komt grotendeels door lagere inflatie in voedsel en energie. De kerninflatie lag nog op 4,6% en beweegt sinds dit jaar zijwaarts. Toch wijzen producentenprijzen, enquêtes onder bedrijven en huurprijzen op verdere daling van de inflatie.
- Ook in de eurozone daalt de inflatie. In juni tot 5,5%. In de eurozone komt dat voornamelijk door energieprijzen. De kerninflatie is juist hardnekkig met 5,4%. Toch zijn er ook in de eurozone tekenen dat de inflatie gaat dalen. Prijscomponenten van inkoopmanagersindices zijn al flink gedaald. Producentenprijzen daalden in mei met 1,6% J-o-J. Dat komt voor een groot deel voor rekening van lagere energie-inflatie. Maar ook exclusief bouw en energie is er een daling van de producentenprijsinflatie te zien. Bij producentenprijzen gerelateerd aan consumptiegoederen gaat de daling overigens een stuk trager.
- In zowel de VS als de eurozone heeft de krappe arbeidsmarkt gecombineerd met lage groei een keerzijde. Doordat bedrijven meer werknemers in dienst houden dan strikt noodzakelijk daalt de arbeidsproductiviteit en stijgen de loonkosten per eenheid product. Zolang bedrijven dat doorberekenen aan afnemers, voedt dat de inflatie.

## Kerninflatie consumenten nog hoog...



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen

## ... maar voor producenten al flink gedaald



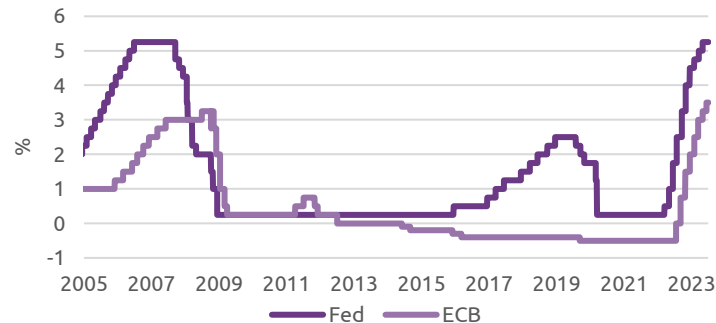
Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen



# Centrale bankiers hameren op verdere renteverhogingen

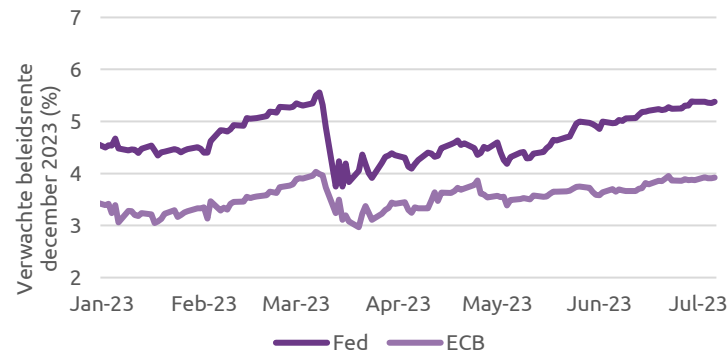
- Dat we dicht bij het einde zitten van de monetaire verkrapping (lees: renteverhogingen) ligt voor de hand. Centrale banken hebben rentes al snel opgetrokken, terwijl het tempo van de renteverhogingen is verlaagd. Toch lieten centrale bankiers recent duidelijk weten nog niet klaar te zijn met het verhogen van de rente.
- De Fed pauzeerde in juni in haar verkrappingscyclus. Maar een meerderheid van de beleidsmakers voorziet nog twee renteverhogingen dit jaar. Terwijl de meesten in maart nog vonden dat het huidige niveau van de beleidsrente tot het einde van het jaar ongewijzigd kon blijven. Fed-voorzitter Powell zei dat de rente verder omhoog zal moeten. Of die twee renteverhogingen er ook komen is de vraag. De economie koelt af nu de gevolgen van de renteverhogingen zichtbaar worden.
- De ECB verhoogde de rente wel in juni. Net als in mei met 0,25%-punt. Dat is een lager tempo dan in de maanden daarvoor. Maar ook ECB-president Lagarde liet weten dat er nog meer werk aan de winkel is en dat er meer dan één renteverhoging in het verschiet ligt. Lage groei zal de ECB niet snel van renteverhogingen afhouden. De bank verlaagde namelijk haar groeivoorzichten, maar verhoogde de inflatievoorzichten.

## Centrale banken hebben rentes agressief verhoogd



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen

## Markten verwachten nog meer verhogingen



Bron: Bloomberg, Van Lanschot Kempen



# Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

Terugblik ▶

*Rendement aandelen* ▶

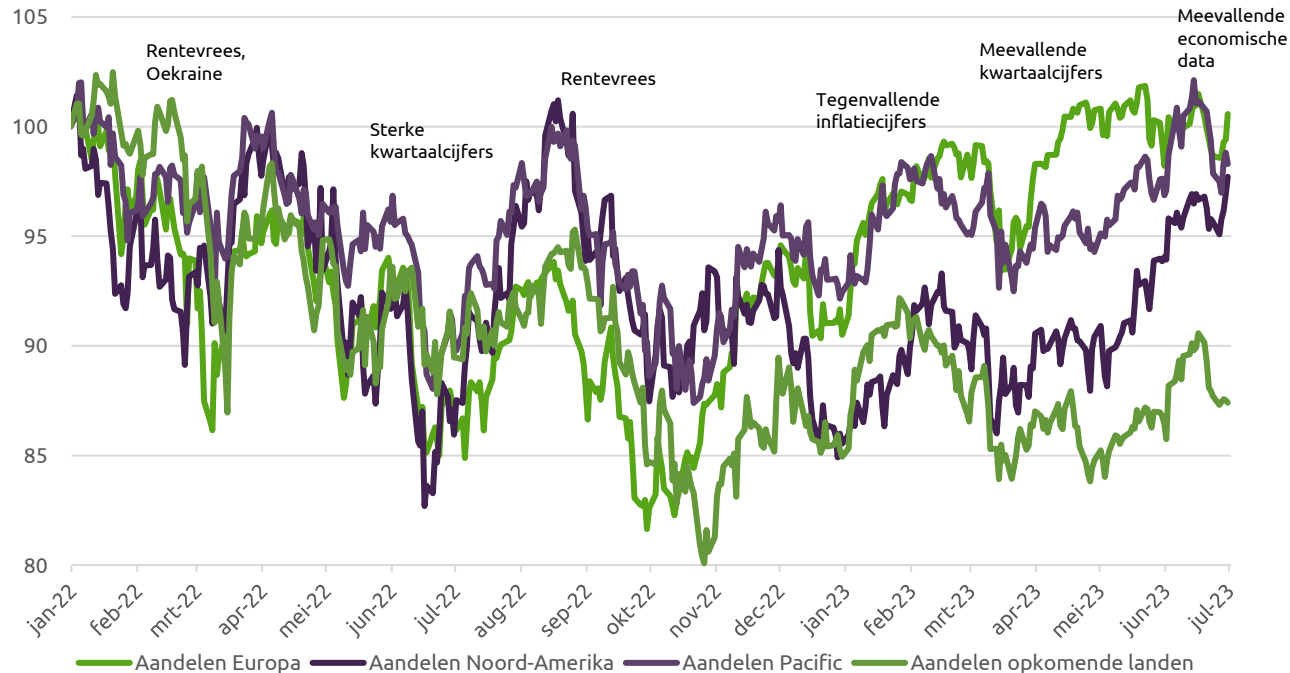
Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

Actuele portefeuille ▶



# Aandelen vanaf 2022 (in euro's gemeten, t/m juni 2023)



- Alle aandelenregio's boekten een positief resultaat in juni, met Aandelen Pacific aan kop.
- Ondanks de toon van de centrale banken, die hameren op renteverhogen, boden een dalende inflatie en winstverwachtingen die hoog blijven, steun aan aandelenmarkten. Dit zorgde voor een positief rendement.
- Onze grootste zorg voor aandelen is een verdere afkoeling van economieën en de neerwaartse druk op winsten die daardoor kan ontstaan. We vinden verwachtingen voor winstgroei te rooskleurig. We blijven onderwogen aandelen.

Bron: Bloomberg, 30 juni 2023





# Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

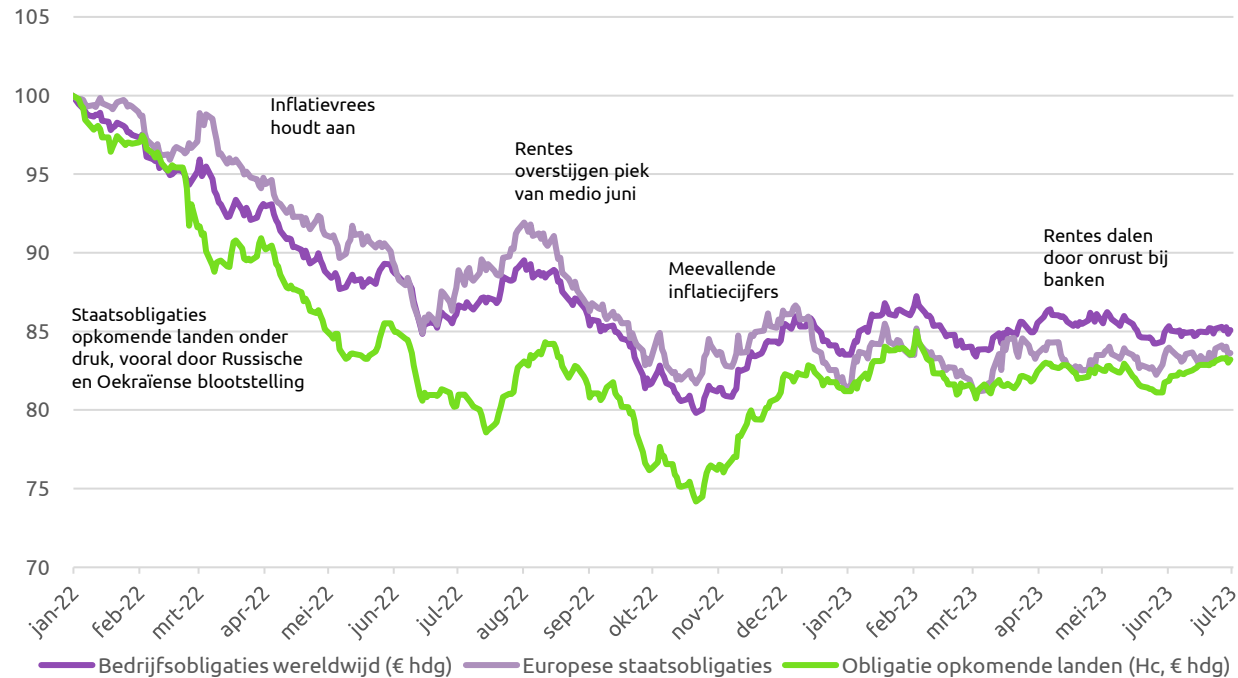
Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

Actuele portefeuille ▶



# Obligaties vanaf 2022 (in euro's gemeten, t/m 30 juni 2023)



Bron: Bloomberg, 30 juni 2023

- Het resultaat van de indices voor Europese staatsobligaties en wereldwijde bedrijfsobligaties was neutraal, terwijl obligaties uit opkomende markten een positief resultaat behaalden in juni.
- De marktrente liep iets op en de risico-opslagen op risicovollere obligaties daalden. Hierdoor was het rendement van risicovollere obligaties positief.
- De ECB is nog niet klaar met het verhogen van de rente, inflatie is hardnekkig hoog, de werkloosheid is laag en loonstijgingen nemen toe. We houden vast aan onze voorkeur voor obligaties met relatief korte looptijden, wat de impact van eventuele rentestijgingen verkleint.



# Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

Actuele portefeuille ▶



# Visie (1)

## Economie

In het eerste kwartaal kromp de economie van de eurozone en gegeven dat detailhandelsverkopen en industriële productie in april onder het niveau van het eerste kwartaal stonden, is het mogelijk dat de krimp in het tweede kwartaal voortduurde. In de VS was er groei in het eerste kwartaal. Of dit gedurende 2023 zo blijft, is de vraag. Consumptiegroei is de laatste vier maanden beperkt, de arbeidsmarkt vertoont wat eerste scheurtjes, besparingen van tijdens de pandemie zijn nu grotendeels uitgegeven (zeker bij lagere inkomens) en het krappe monetaire beleid heeft impact op de consument in de meer rentegevoelige sectoren (bijvoorbeeld de woningmarkt en autoverkopen).

## Inflatie & centrale banken

Dat we dicht bij het einde zitten van de monetaire verkrapping ligt voor de hand. Centrale banken hebben rentes snel opgetrokken, terwijl het tempo van de renteverhogingen is verlaagd. Toch lieten centrale bankiers recent duidelijk weten nog niet klaar te zijn met het verhogen van de rente. Inflatie daalt over het algemeen met name gedreven door lagere energie- en voedselprijzen. De kerninflatie is echter hardnekkiger, gesteund door krappe arbeidsmarkten en loongroei. In de VS zijn er voorzichtig wat meer tekenen dat inflatie daalt, dan in de eurozone. De Fed pauzeerde in juni in haar verkrappingscyclus, maar een meerderheid van de beleidsmakers voorziet nog twee renteverhogingen dit jaar. De ECB verhoogde de rente wel in juni, met 0,25 %-punt zoals in mei. Dat is een lager tempo dan in de maanden daarvoor. Maar ook ECB-president Lagarde liet weten dat er nog meer werk aan de winkel is met meer dan één renteverhoging in het verschiet. Al met al blijft het beeld dat het einde van de renteverhogingen in zicht komt, maar we er nog niet helemaal zijn.

## Politieke & geopolitieke ontwikkelingen

De VS hanteerde al langer strenge uitvoerrestricties voor hoogwaardige technologie ten aanzien van microchips naar China. Deze zijn de afgelopen periode overgenomen door zowel Japan als Nederland. Zo verkocht ASML al niet haar meest geavanceerde chipmachines aan China, maar dat geldt vanaf 1 september ook voor oudere machines. Als reactie hierop heeft China nu op enkele grondstoffen (gallium en germanium) uitvoerrestricties ingesteld. Er is voor Chinese bedrijven vanaf 1 augustus toestemming nodig van de Chinese overheid om deze grondstoffen te kunnen exporteren. China is wereldwijd de grootste leverancier van deze grondstoffen. Mogelijk leidt dit op de korte termijn tot productievertragingen of hogere kosten. Het is in ieder geval een vervolg in de machtsstrijd ten aanzien van technologie tussen de VS en China.



# Visie (2)

## Aandelen

Tekenen van economische vertraging, hardnekkige kerninflatie en beleidsrentes die langer hoog blijven dan verwacht. Aandelen lijken ongevoelig voor deze tegenwind en wisten in juni toch winst te boeken. Daarbij was de volatiliteit zeer laag. Onze grootste zorg voor aandelen is een verdere afkoeling van economieën en de neerwaartse druk op winsten die daardoor kan ontstaan. We vinden verwachtingen voor winstgroei te rooskleurig. Wij zien een klimaat met lage groei of recessie, hardnekkige inflatie en krap monetair beleid als negatief voor aandelen. Het is hoogst ongebruikelijk dat het dieptepunt in aandelenmarkten al wordt bereikt voordat een recessie begint of voordat centrale banken een draai maken naar renteverlagingen. We zijn voorzichtiger t.a.v. de VS dan Europa vanwege de hogere waardering van Amerikaanse aandelen, de waarschuwingsseinen voor een recessie in de VS en de zwakkere winstontwikkeling. Voortdurende heropeningseffecten (Japan/China), lagere waarderingen en minder monetaire verkrapping in Japan en opkomende markten leiden tot een neutrale visie voor deze regio's.

## Obligaties

Het beeld voor staatsobligaties werd in juni gekenmerkt door olopemde rentes, waar 2-jaars rentes harder stegen dan 10-jaars rentes. In het VK steeg de rente meer waardoor de rente nu hoger staat dan de piek van vorig jaar, ten tijde van de chaos rondom regering-Truss. We vinden dat de tekenen van lagere inflatie en een einde aan de renteverhogingen in de VS sterker zijn dan in de eurozone, waardoor we positiever zijn ten aanzien van VS staatsobligaties. De ECB is nog niet klaar met het verhogen van de rente, inflatie is hardnekkig hoog, de werkloosheid is laag en loonstijgingen nemen toe.

Risico-opslagen van hoogwaardige bedrijfsobligaties daalden licht in juni, bij high yield was de daling groter. Rentenniveaus van bedrijfsobligaties zijn historisch gezien aantrekkelijk, maar de houding van centrale banken en tragere economische groei zijn risico's voor het uitlopen van risico-opslagen. Staatsobligaties uit opkomende landen hebben ook hoge rentenniveaus. Dalende VS inflatie vermindert de druk op EMD, maar het is nog te vroeg voor renteverlagingen van de Fed. Risico's zijn tragere groei wereldwijd en minder uitvoer van opkomende landen.





# Inhoud

Samenvatting: de markt en de portefeuille ▶

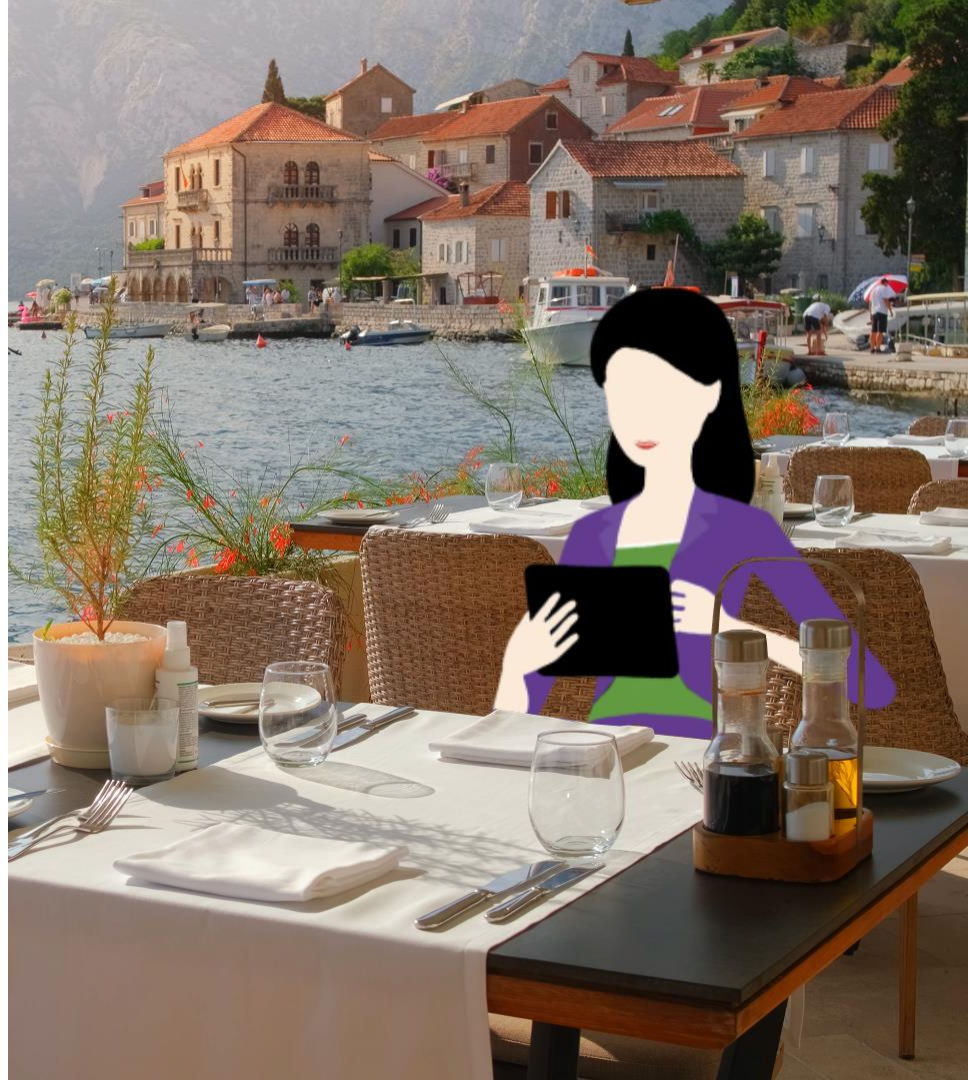
Terugblik ▶

Rendement aandelen ▶

Rendement obligaties ▶

Vooruitblik: onze visie ▶

Actuele portefeuille ▶





# Actuele samenstelling Evi Fondsen (in procenten)

	Evi Zeer defensief	Evi Defensief	Evi Neutraal	Evi Offensief	Evi Zeer offensief
Aandelen ontwikkelde landen	16,7	30,3	48,7	66,8	79,6
Aandelen opkomende landen	1,9	3,5	5,4	7,3	8,8
High Yield Bedrijfsobligaties	3,0	2,0	1,0	0,0	0,0
Staatsobligaties opkomende landen	4,1	3,0	2,0	0,9	1,0
Investment Grade Bedrijfsobligaties	25,8	22,4	15,4	8,4	3,9
Europese Staatsobligaties	44,9	35,9	24,8	13,8	3,9
Liquiditeiten	3,5	3,0	2,7	2,7	2,7
<b>Totaal</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Bron: Evi, 30 juni 2023

