

Q3 2023

Macro review

en overzicht

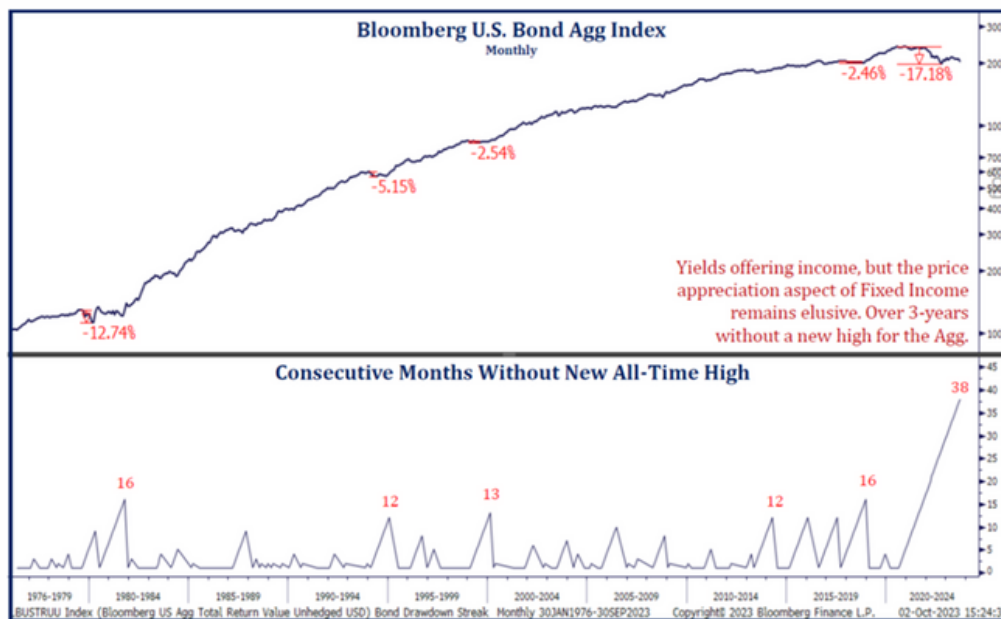
Value Equity I Portefeuille

Markt review

Samenvatting

De 'heilloze drie-eenheid' van het macrobeleggen – sterkere dollar, hogere rente en stijgende energieprijzen – spande samen en zorgde voor negatieve rendementen voor bijna alle vermogenscategorieën in het derde kwartaal. Alleen grondstoffen deden het goed in Q3, terwijl obligaties hun slechtste kwartaal voor het jaar beleefden.

In onze beleggingsanalyse over het tweede kwartaal kwamen we tot de conclusie dat "stijgend beleggersoptimisme en hoge waarderingen (op indexniveau) als achtergrond voor de tweede helft van het jaar doet vermoeden dat de marktomstandigheden moeilijker zullen worden omdat de lat om positieve verrassingen te genereren, nog hoger ligt". De 'heilloze drie-eenheid' van het macrobeleggen – sterkere dollar, hogere rente en stijgende energieprijzen – spande samen om druk uit te oefenen op een brede waaier aan vermogenscategorieën. Na een sterke start van het jaar verzwakten de aandelenmarkten in het derde kwartaal. Het was niet alleen opmerkelijk dat de belangrijkste Amerikaanse markt zijn eerste negatieve kwartaal in een jaar noteerde, maar ook dat de daling zo wijdverspreid was. Alle beleggingsstijlen, negen van de elf sectoren en vijf van de zeven MSCI-indices voor grote landen/regio's rendeerde negatief in het derde kwartaal. Obligaties beleefden hun slechtste kwartaal van het jaar. Beleggingen met langere looptijden zetten de neergang in. +10 jaars - Amerikaanse staatsobligaties (-12%) lieten daarbij hun op drie na slechtste kwartaalresultaat sinds 1926 optekenen. De enige echte winnaar in het derde kwartaal waren grondstoffen, met energie op kop, die het in elke maand van dat kwartaal beter deden dan aandelen en vastrentende waarden.



Bron: Strategas Research Partners

De sfeer van opluchting omdat de wereldwijde groei, vooral dan die in de VS, veerkrachtig bleek, sloeg om in toenemende onzekerheid onder beleggers over de invloed van de aanhoudende inflatie op de toekomst van het monetair beleid. Het is het vierde jaar sinds de renteniveaus in ontwikkelde landen tijdens de uitbraak van de coronacrisis hun dieptepunt

De sfeer van opluchting omdat de wereldwijde groei, vooral dan die in de VS, veerkrachtig bleek, sloeg om in toenemende onzekerheid onder beleggers over de invloed van de aanhoudende inflatie op de toekomst van het monetair beleid. Het is verleidelijk te concluderen dat beleggers nog steeds een lakse houding lijken aan te nemen ten opzichte van de omvang van de verandering in het renteregime, ook al speelt die zich af in het volle zicht. We zijn onlangs het vierde jaar ingegaan sinds de renteniveaus in ontwikkelde landen tijdens de uitbraak van de coronacrisis hun dieptepunt bereikten. Vanuit het perspectief van passieve beleggers betekent dit dat hun obligatiebeleggingen meer dan drie jaar lang onder water hebben gestaan, of onder pari in financieel jargon (zie bovenstaande grafiek) – de langste periode van

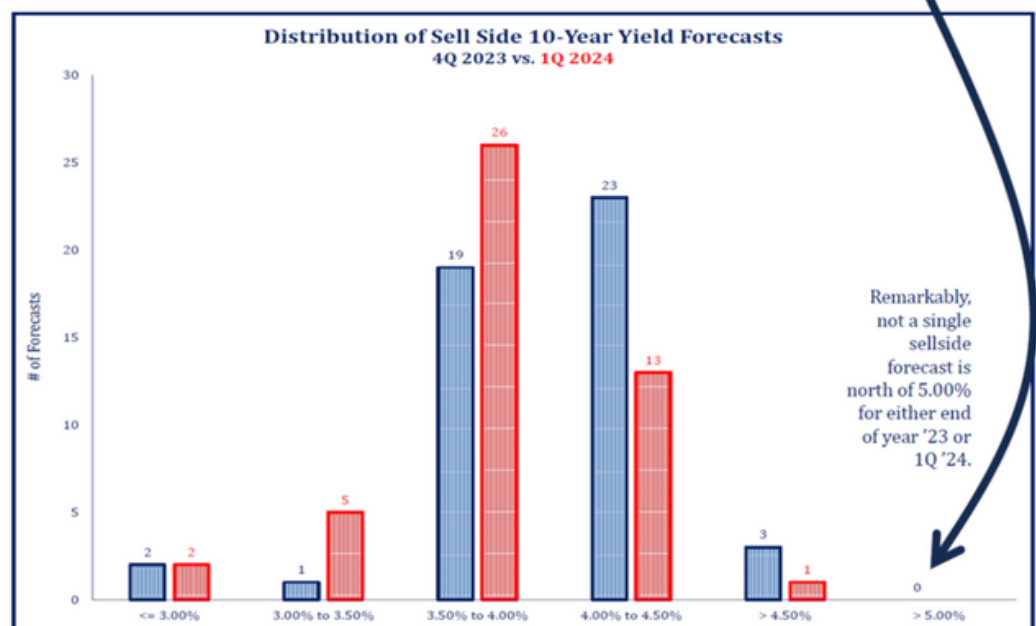
bereikten. Investerders in langlopende (+20 jaar) VS staatsobligaties zagen hoe hun belegging in deze periode met meer dan -50% in waarde daalde.

Beleggers lijken nog steeds geconditioneerd door een veertig jaar durende haussemarkt voor obligaties dat ze weigeren in te zien dat het regime een structurele verschuiving heeft ondergaan, gekenmerkt door hogere inflatie, kwantitatieve verkrapping, buitensporige begrotingslasten, verhoogde geopolitieke stress, enz. Gezien het belang van obligatierentes op de waardering van activa en de toekomstige richting van economische groei en winstgevendheid van bedrijven hanteren we een voorzichtige risicomanagementkoers waarbij de beleggingsimpact van stijgende rentes ten opzichte van de huidige niveaus centraal staat en hoe je je hierop kunt voorbereiden.

negatieve rendementen sinds het mogelijk is in obligatie-indices te beleggen. Meer agressieve beleggers in vastrentende effecten met een blootstelling aan langlopende Amerikaanse staatsobligaties (+20 jaar) zagen hoe hun belegging in deze periode met meer dan -50% in waarde daalde. We schreven in 2020 met verbazing over de beleggersgekte die de Oostenrijkse overheid ertoe aanzette een obligatie met een looptijd van 100 jaar met een coupon van slechts 0,85% uit te geven. Slechts drie jaar later kampen beleggers in dat 'veilige' AA+-krediet met verliezen van meer dan -75%.

Ondanks de duur en de ernst van de baissemarkt voor obligaties lijkt het er nog steeds op dat beleggers niet snel genoeg kunnen kopen in hun overtuiging dat de obligatierentes niet meer zullen stijgen. Beleggers lijken nog steeds zo geconditioneerd door een veertig jaar durende haussemarkt voor obligaties (uitmondend in extremen die door een overmaat aan kwantitatieve versoepeling in de hand waren gewerkt), dat ze weigeren in te zien dat het regime een structurele verschuiving heeft ondergaan, gekenmerkt door hogere inflatie, kwantitatieve verkrapping, buitensporige begrotingslasten, verhoogde geopolitieke stress, enz. Hoe kun je anders verklaren dat, terwijl de rentes op obligaties op tien jaar de afgelopen zes maanden met +120 basispunten zijn gestegen en rond het niveau van 4,6% blijven hangen, er NIET ÉÉN prognose aan de sell side is die voorspelt dat de obligatierentes de komende zes maanden het niveau van 5% zullen doorbreken (onderstaande grafiek)? In de afgelopen 70 jaar bedroeg de premie van de rentes op obligaties op tien jaar gemiddeld +200 basispunten ten opzichte van de totale inflatie, die in september 3,7% noteerde. We gaan niet doen alsof we een kristallen bol hebben waarmee we de toekomstige richting van de wereldwijde obligatierendementen kunnen voorspellen. Ons punt is dat, gezien het belang van obligatierentes op de waardering van activa en de toekomstige richting van economische groei en winstgevendheid van bedrijven, een voorzichtige risicomanagementkoers erin bestaat na te denken over de beleggingsimpact van stijgende rentes ten opzichte van de huidige niveaus en je erop voor te bereiden.

HOW IS THERE NOT EVEN ONE SELLSIDE FORECAST > 5.00%?

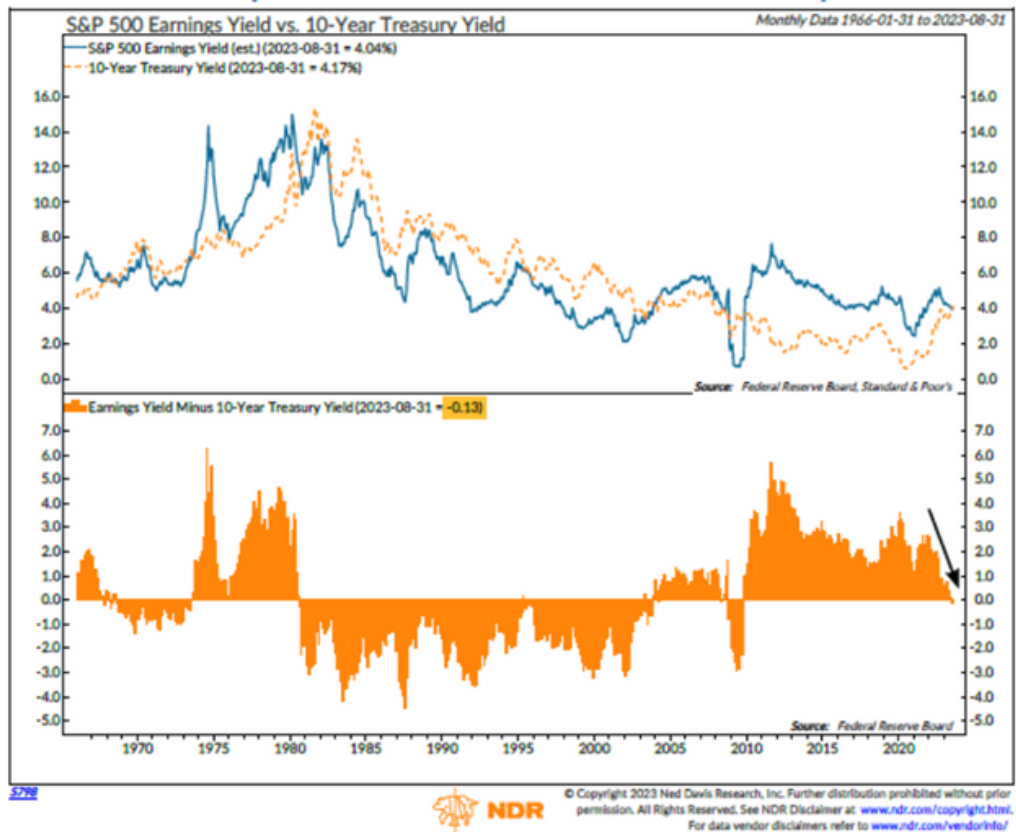


Bron: Strategas Research Partners

De huidige verandering in het renteklimaat oefent een sterke invloed uit op de risicovoorkeuren van beleggers.

De huidige verandering in het renteklimaat oefent een sterke invloed uit op de risicovoorkeuren van beleggers en zal dat waarschijnlijk blijven doen. Beleggers worden wakker met de nieuwe realiteit dat TINA (There Is No Alternative) vervangen is door TARA (There Are Reasonable Alternatives). De grafiek hieronder laat zien dat Amerikaanse aandelen voor het eerst in veertien jaar duurder zijn geworden dan de Amerikaanse 10jaars staatsobligatie. De hogere winsten in vergelijking tot een vrijwel onbestaand obligatierendement werd vaak gebruikt als reden om stijgende waarderingen te negeren en te blijven beleggen in aandelen.

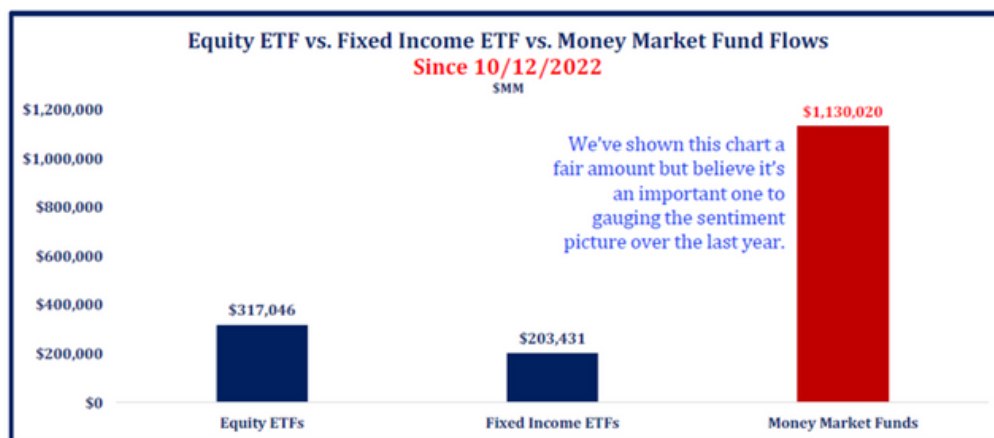
Stocks more expensive than bonds for 1st time in 14 years



Bron: Ned Davis Research Inc.

Zo is er meer dan \$ 1,1 biljoen in geldmarktfondsen gestroomd, wat de instroom in andere vastrentende en aandelen-ETF's in het niet doet verzinken.

De toenemende concurrentie voor beleggerskapitaal is nergens beter te zien dan in de onderstaande grafiek, die de instroom vergelijkt sinds het dieptepunt van de markt in oktober vorig jaar. Er is meer dan \$ 1,1 biljoen in geldmarktfondsen gestroomd, wat de instroom in andere vastrentende en aandelen-ETF's in het niet doet verzinken. Dat is de grootste verandering in de afgelopen 35 jaar in het beheerd vermogen van de geldmarkt op zowel netto- als procentuele basis in het jaar na belangrijke dieptepunten in de aandelenmarkt.



Bron: Strategas Research Partners

De onderliggende gezondheid van de aandelenmarkt geeft langzamerhand enkele waarschuwingssignalen af dat niet alles goed gaat. De grafiek hieronder toont dat slechts 40% van de Amerikaanse aandelen zich in een opwaartse trend bevindt (boven de gemiddelde koers van één jaar), wat wijst op divergentie in aandelenrendementen. In gezonde stijgende markten ligt dit percentage doorgaans boven 80%.

De kenmerken van marktvoortgang sinds het dieptepunt van één jaar geleden wijken inderdaad aanzienlijk af van eerdere marktoplevingen na flinke dieptepunten. De vooruitgang van de brede markt is de zwakste één jaar na een belangrijk dieptepunt en wordt, zoals uitgebreid is gedocumenteerd, zelfs bepaald door extreem geconcentreerde aandelenrendementen. De top tien van grootste gewichten in de S&P 500 heeft bijgedragen aan +96% van het totale rendement tot nu toe in 2023 – verreweg de grootste rendementsconcentratie in de geschiedenis. Evenzo is het rendement van de indices voor kleinere bedrijven nauwelijks positief in deze periode, wat het zwakste herstel van deze groep in 100 jaar aangeeft. Amerikaanse banken staan sinds oktober vorig jaar op -20%, ook weer de eerste keer in de geschiedenis dat banken niet hebben deelgenomen aan een marktherstel. Kortom, de onderliggende gezondheid van de aandelenmarkt geeft langzamerhand enkele waarschuwingssignalen af dat niet alles goed gaat. De grafiek hieronder toont dat slechts 40% van de Amerikaanse aandelen zich in een opwaartse trend bevindt (boven de gemiddelde koers van één jaar), wat wijst op divergentie in aandelenrendementen. In gezonde stijgende markten ligt dit percentage doorgaans boven 80%.



Bron: Strategas Research Partners

Een katalysator voor een opleving van de aandelen aan het einde van het jaar zou eventueel kunnen liggen in positieve verrassingen voor het komende seizoen van kwartaalresultaten. Makkelijk wordt dat niet. Analisten lijken optimistisch vooruit te kijken, aangezien verwacht wordt dat de winstgroei in elk van de komende twee jaar rond 12% zal liggen, echter wordt de stijging van de 10 jaarsrente normaal gesproken geassocieerd met veel langere groeiveaus. We gaan het zien....

Ondanks de bovenstaande litanie van waarschuwingen zijn we ons er uiteraard van bewust dat nu het sterkste seizoen voor aandelenrendementen aanbreekt, tegen een achtergrond van een niet al te optimistisch sentiment. Een katalysator voor een opleving van de aandelen aan het einde van het jaar zou eventueel kunnen liggen in positieve verrassingen van het komende resultaatenseizoen. Makkelijk wordt dat niet. De winst over het derde kwartaal zal naar verwachting het einde inluiden van de negatieve winstcijfers van de afgelopen drie kwartalen in de VS. Analisten lijken optimistisch vooruit te kijken, aangezien verwacht wordt dat de winstgroei in elk van de komende twee jaar rond 12% zal liggen (wat normaal is naar historische maatstaven). Als we kijken naar de toekomstige winstgroei na verschillende veranderingen in de 10 jaarsrente (zie de onderstaande grafiek), lijkt het erop dat dit moeilijk te realiseren zal zijn. In het verleden volgden dergelijke grote winststijgingen, over een periode van twee jaar, uitsluitend op dalingen van de 10 jaarsrente. De huidige stijging van de 10-jaarsrente op een jaar is meer dan +75 basispunten (120 basispunten in de afgelopen 6 maanden), wat normaal gesproken geassocieerd zou worden met veel lagere groeiveaus. We komen het antwoord vrij snel te weten.



Bron: Strategas Research Partners

Portefeuille review

Binnen het aandelensegment was onze primaire focus om te zorgen voor een concentratie van de aandelenallocatie naar de sterkste bedrijven. Bedrijven met solide winst- en kasstroommomentum, een sterke balans, die worden verhandeld tegen aantrekkelijke waarderingen. Het concurrentievoordeel van deze bedrijven zal alleen maar toenemen in een moeilijker klimaat, waardoor we een solide portefeuillerendement kunnen verwachten.

De portefeuilleactiviteit in het derde kwartaal was beperkt. Binnen het aandelensegment van de portefeuille waren we kleine nettoverkopers, waarbij onze primaire focus was om te zorgen voor een concentratie van de aandelenallocatie naar de sterkste bedrijven met solide winst- en kasstroommomentum, een sterke balans hebben en verhandeld worden onder historische waarderingen. We hebben ons uiterste best gedaan om winstgevende bedrijven te identificeren die worden verhandeld tegen aantrekkelijke waarderingen met een sterke bescherming tegen neerwaartse risico's. Het concurrentievoordeel van deze bedrijven zal alleen maar toenemen in een moeilijker klimaat, waardoor we een solide portefeuillerendement kunnen verwachten.

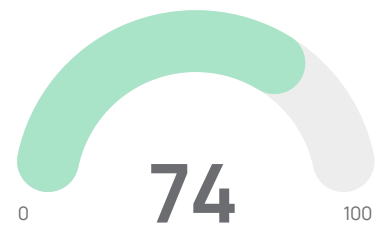
Integratie duurzaamheid

De Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) verplicht vermogensbeheerders te rapporteren over de duurzaamheid van hun beleggingsportefeuilles en -fondsen.

Als langetermijnbeleggers heeft Mpartners ESG criteria (Ecologisch, Sociaal en Governance) altijd geïntegreerd in het beleggingsproces. Elk van de 'ESG' factoren wordt zorgvuldig gemeten, omdat wij geloven dat deze factoren, in combinatie met de kwaliteit van het management, de belangrijkste 'soft skills' zijn bij het bepalen van het succes van een bedrijf op de lange termijn.

ESG Integratie

De portefeuille heeft een ESG-score van 74/100 (AA equivalent). De score beoordeelt de financiële materialiteit van een breed scala aan onderwerpen die verband houden met de manier waarop organisaties werken. De score wordt berekend uit het gemiddelde van de scores voor Milieu, Sociaal en Bestuur.



Bron: Clarity AI (2023)

Top 5 posities naar score

Position	Weight	ESG Score
NOKIA OYJ	2.50 %	85
CISCO SYSTEMS INC	2.50 %	84
MERCK & CO. INC.	4.00 %	83
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	4.25 %	82
VODAFONE GROUP PLC	2.00%	82

Bron: Clarity AI (2023)

Disclaimer

Dit rapport wordt u op strikt persoonlijke en vertrouwelijke basis toegezonden door Mpartners B.V. ("Mpartners"). Dit schrijven is uitsluitend bestemd voor de geadresseerde. Indien de inhoud hiervan ongeautoriseerd of oneigenlijk gebruikt wordt, kan dit een inbreuk op intellectuele eigendomsrechten, regelgeving inzake privacy, publicatie en/of communicatie in de breedste zin van het woord opleveren. Het is niet toegestaan om gebruik te maken van de aangeboden informatie dan wel deze op enigerlei wijze te kopiëren, te verspreiden of anderszins openbaar te maken zonder uitdrukkelijke schriftelijke toestemming van Mpartners.

Mpartners is een beleggingsonderneming met een vergunning als bedoeld in artikel 2:96 Wet op het financieel toezicht ("Wft") op basis waarvan Mpartners beleggingsdiensten als bedoeld in artikel 1:1 Wft, onderdeel a, c en d van de definitie van het "verlenen van een beleggingsdienst" mag verlenen. Mpartners staat aldus onder toezicht van en is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank.

Mpartners heeft haar statutaire zetel te Amsterdam en is ingeschreven in het Handelsregister van de Kamer van Koophandel te Amsterdam onder nummer 34389387 0000