



## Beleggingsvisie oktober 2022

- ❖ Langer hoge inflatie grootste oorzaak onrust op de financiële markten
- ❖ Centrale banken verhogen versneld de korte rente
- ❖ Kans op een recessie neemt toe
- ❖ Defensievere invulling van de portefeuille is passend in huidige onzekerheid

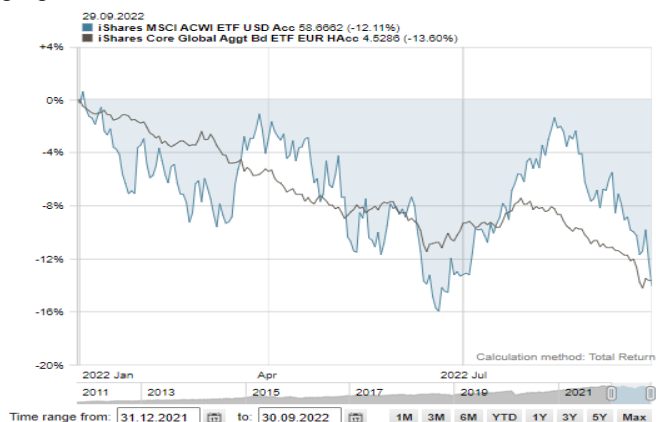
De MSCI All Countries index is dit kwartaal met 1,4% gedaald en staat dit jaar op -15,4% (gemeten in EUR). De Barclays Global Aggregate Bond index is dit kwartaal met 4% gedaald en staat dit jaar op -13,5%.

Het derde kwartaal van 2022 had duidelijk 2 gezichten. In de eerste helft van het kwartaal stegen de aandelenmarkten met meer dan 10% en stegen de obligatiemarkten met 4%. Dit was het gevolg van goede kwartaalresultaten van bedrijven en de eerste signalen dat de inflatie begon te dalen. De hoop dat centrale banken minder agressief de korte rente moeten verhogen en zodoende een potentiële recessie kunnen vermijden was de belangrijkste reden voor dit optimisme.

In de tweede helft van het kwartaal bleek echter dat de inflatie verder was gestegen i.p.v. een verwachte daling. Centrale banken in zowel Amerika als Europa hebben daarom versneld de korte rente verhoogd. De ECB heeft met een niet eerder vertoonde 0,75% verhoging in 1 keer een einde gemaakt aan de negatieve rente. De korte rente in Europa staat nu op 0,5%. In Amerika is de korte rente zowel in juli als september met 0,75% verhoogd waardoor de korte rente nu is gestegen tot 3,25%.

De FED President Jerome Powell zei tijdens zijn speech op 26 augustus: *'We must keep at it until the job is done!'*. Hierbij refereerde hij aan de hoop en de gedachte dat de FED een pauze, minder hard, of zelfs een teken zou geven wanneer de renteverhogingen in de VS zouden kunnen worden aangepast omdat de Amerikaanse inflatie leek te dalen. De uitspraak dat de FED de voet op het rempedaal stevig(er) ingedrukt houdt zorgde voor de aanloop van een zeer tumultueuze maand september waarin obligaties en aandelen zich fors corrigeerden.

Het gevolg hiervan was dat alle winsten van het begin van het kwartaal in zowel de aandelen- als obligatiemarkt weer voor een groot deel zijn ingeleverd. Rechts ziet u het verloop van onze benchmarks vanaf begin dit jaar.



## Inflatie

De inflatie is in de afgelopen 40 jaar niet zo hoog geweest. Voor veel burgers, bedrijven en beleggers is dit een fenomeen waar ze nog niet eerder mee te maken hebben gehad. Deze hoge inflatie zorgt ervoor dat centrale banken stijgen, zowel voor leningen met korte als lange looptijden. De stijging van de lange rente is de belangrijkste reden dat zowel de aandelen als de obligatiemarkt negatief renderen dit jaar.

De bedrijfswinsten zijn, gemiddeld genomen, dit jaar gestegen. Bedrijven zijn tot op heden in staat geweest de hogere kosten door te berekenen aan hun klanten. De waarde van een bedrijf wordt echter bepaald door het contant maken van toekomstige winsten naar het heden. Als de lange rente stijgt zijn toekomstige winsten nu minder waard. De huidige correctie is dus niet het gevolg van een (winst) recessie maar een aanpassing van de markt voor een periode van hogere rente en inflatie.

### Inflatie

	2019	2020	2021V	2022V	2023V
Eurozone	1,2%	0,3%	2,6%	8,0%	3,7%
Amerika	1,8%	1,2%	4,7%	7,8%	2,9%
Japan	0,5%	0,0%	-0,2%	2,2%	1,5%
Azië	2,9%	2,8%	2,2%	3,8%	2,9%
Wereld	3,1%	2,8%	2,2%	8,1%	4,3%

Bron: UBS V = verwachting

De inflatie doet zich voornamelijk voor in Amerika en Europa waarbij de percentages ongeveer gelijk zijn. De oorzaken van de hoge inflatie zijn echter verschillend.

In Amerika is sprake van een oververhitting van de economie, onder andere gevoed door de heropening van de economie na Covid-19. De vraag naar producten is hoog, de krapte op de arbeidsmarkt is hoog, de lonen stijgen fors en de prijzen van grondstoffen zijn ook gestegen. Door de korte rente nú te verhogen, is het doel de economie voldoende te vertragen zodat de oververhitting van de economie af zal nemen en de inflatie zal dalen. De Amerikaanse centrale bank heeft al aangegeven dat als hier een recessie voor nodig is ze dit niet na zullen laten.

In Europa is de hoge inflatie voornamelijk het gevolg van de gestegen energieprijzen. Dit wordt extra gevoed door het duurder worden van de dollar met 15%, aangezien bijna alle grondstofprijzen in dollars worden afgerekend. De stijging van de energieprijzen wordt nu steeds meer doorberekend in alle andere producten en diensten. In tegenstelling tot Amerika zijn de lonen in Europa niet met dezelfde percentages verhoogd waardoor burgers er dit jaar in koopkracht fors op achteruit gaan. In de eerste helft van het jaar was er nog sprake van extra vraag na de heropening van de economie. Onze verwachting is dat dit nu grotendeels voorbij is en dat de hoge energieprijzen en het koopkracht verlies ervoor zorgen dat de vraag naar andere producten en diensten zal dalen.

## Economische groei

Zowel in 2022 als in 2023 groeit de economie wereldwijd. De groei is dit jaar al meerdere malen naar beneden bijgesteld. Dit is onder andere het gevolg van de hogere rente, hogere energieprijzen en nieuwe Covid lock-downs in China. Een (lichte) recessie in de Eurozone in de komende kwartalen lijkt op dit moment aannemelijk. We verwachten dat financiële markten de komende tijd per saldo zijwaarts zullen renderen. Dit zal gepaard gaan met een bovengemiddelde beweeglijkheid. Periodes van optimisme en pessimisme zullen elkaar afwisselen. Wanneer er duidelijke signalen zijn dat de inflatie daalt naar de gewenste inflatiedoelstelling van ongeveer 2% en de rentes van centrale banken niet verder verhoogd gaan worden, zullen wij weer actief defensieve posities afbouwen ten gunste van groeiaandelen.

### Economische groei

	2019	2020	2021V	2022V	2023V
Eurozone	1,3%	-6,5%	5,1%	2,9%	0,8%
Amerika	2,3%	-3,4%	5,6%	1,7%	1,4%
Japan	0,0%	-4,5%	1,7%	1,5%	1,8%
Azië	5,0%	-0,8%	7,0%	4,3%	5,3%
Wereld	2,9%	-3,1%	6,0%	3,0%	2,9%

Bron: UBS V = verwachting

## Politieke ontwikkelingen

Op het politieke vlak staan er diverse belangrijke events op stapel. In Amerika zijn in november de mid-term verkiezingen voor het Huis van Afgevaardigden en een deel van de Senaat. In China vindt op 16 oktober het 5-jaarlijkse partij congres plaats waarin de strategie voor de komende periode wordt vastgesteld. In Europa speelt de ontwikkeling van de oorlog tussen Rusland en de Oekraïne een grote rol waarbij het ernaar uitziet dat dit een langlopend conflict zal worden.

Onverwachte uitkomsten bij deze events kunnen de markt verder in beweging zetten, zowel in positieve als in negatieve zin.

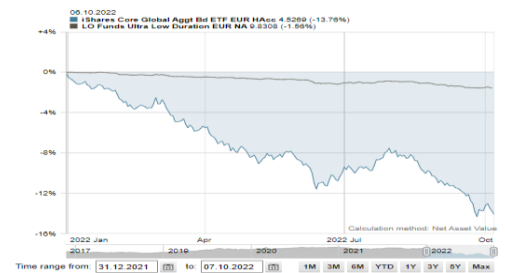
## Obligaties

Indien de inflatie onvoldoende daalt naar de zin van de FED bestaat er een kans dat de rente mogelijk nog hoger wordt dan de huidige 3,25%. Voor 2023 verwacht de FED de korte rente te verhogen naar 4,6% op basis van de huidige economische ontwikkelingen. Europa volgt op afstand. De huidige korte rente is 0,75% en de marktverwachting is 2,25% aan het einde van dit jaar.

Wanneer de rentes verder stijgen betekent dit direct lagere obligatiekoersen. Wanneer we verwachten dat de rentes verder stijgen zeggen we eigenlijk dat obligatiekoersen verder gaan dalen. Wij beleggen dan ook voornamelijk in kortlopende leningen van kredietwaardige landen/ondernemingen (zie onderstaande toelichting van een fonds in onze modelportefeuille). Enerzijds zijn de koersen van deze lening doorgaans minder beweeglijk en anderzijds heeft u een zo groot mogelijke kans op een volledig probleemloze aflossing.

### Lombard Odier Ultra Low Duration

Dit obligatiefonds van de Zwitserse bankgroep belegt in obligatieleningen met een zeer korte looptijd. Hierbij moet u denken aan een leningenportefeuille met een gemiddelde looptijd van nog geen jaar. Er is een grote voorkeur voor debiteuren met een gemiddeld zeer goede kredietwaardigheid. Hierdoor wordt de kans verkleind op grote koersschommelingen of tegenvallers. Uiteraard staat tegenover een lager risico een lagere rendementsverwachting. Gegeven alle onzekerheden geven we hieraan de voorkeur.



Lombard versus onze obligatie benchmark

## Aandelen

Het afgelopen kwartaal was ook voor aandelen een zeer beweeglijke markt. We verwachten dat deze volatiliteit de komende tijd aanhoudt. Elke regio heeft daarin haar eigen ritme, kansen en risico's. Om een iets duidelijker beeld te schetsen worden deze beknopt uitgelegd.

## Verenigde Staten

De Verenigde Staten kennen een oververhitte economie door diverse oorzaken zoals gestegen prijzen door vraag/aanbod problemen gedurende de Covid-periode. Monetaire stimulering van de FED door onder andere rente verlagingen hebben de inflatie verder aangewakkerd. De regering Biden heeft de afgelopen 2 jaar meer dan \$ 2.300 mrd. aan stimuleringspakketten doorgevoerd die verdere geldconsumptie hebben gestimuleerd. De tussentijdse verkiezingen op 8 november bepalen of de regering Biden haar meerderheid en daarmee haar beslissingsmogelijkheden vasthoudt of dat er meer 'gepolderd' moet worden met de Republikeinen.

De FED draait hierbij aan de knoppen. De belangrijkste ontwikkelingen die zij volgen is of de inflatie verder stijgt en/of de werkgelegenheid stevig doorgroeit en leidt tot hogere lonen. Dit kan voor de FED een aanleiding zijn de rente verder te verhogen.

**VS is de sterkste regio waarin wij beleggen.** De beslissingen van onder meer de FED kunnen ons wel aanleiding geven dit te heroverwegen.



**Vuurenvaart B.V.**

**oktober '22**

## Europa

De regio Europa kent haar eigen problemen. Door de oorlog in de Oekraïne is Europa in een energiecrisis beland. Daar waar de VS een netto exporteur is van energie, is Europa een netto importeur van veel grondstoffen. Grondstoffen zijn vaak gekoppeld aan de USD waardoor een zwakkere Euro leidt tot extra inflatie. De ECB heeft aangegeven de rente verder te verhogen om de verzwakking t.o.v. de USD te temperen. Min of meer heeft Europa minder mogelijkheden om de inflatie te bestrijden. In Nederland bleek de inflatie opgelopen te zijn tot meer dan 14% op jaarbasis. Een agressiever beleid op renteverhogingen kan zorgen voor een oplopend verschil in bijvoorbeeld Italiaanse en Duitse rentes.

**We houden vooralsnog vast aan onze onderweging in Europa.**

## China

Op 16 oktober is het 20<sup>e</sup> partijcongres van de Communistische partij. Om de vijf jaar wordt deze gehouden en de waarschijnlijkheid is groot dat Xi Jinping voor een derde termijn wordt herkozen. Belangrijk hierbij is welk plan de communistische partij heeft om China uit de Covid-lockdowns te trekken. Met name de binnenlandse economie is relatief hard geraakt. We houden er rekening mee dat binnenlandse productie, vraag en consumptie aangewakkerd worden door monetaire stimuleringen. De rente en inflatie zijn relatief laag wat China de mogelijkheid biedt te stimuleren.

**Wij hebben een overweging in China en beleggen uitsluitend in Chinese aandelen gericht op de binnenlandse economie.**

## Japan

De Japanse centrale bank en overheid stimuleert de Japanse economie om na decennia deflatie tot een structurele inflatie van 2% te komen. De korte rente in Japan staat hierdoor op -0,10% en de kerninflatie is 1,6%. De Yen is dit jaar fors verzwakt t.o.v. de USD en de Euro. Dit komt ten goede van de export van Japan maar omdat Japan ook veel grondstoffen importeert die gekoppeld zijn aan de USD zijn de importen hoger dan de export.

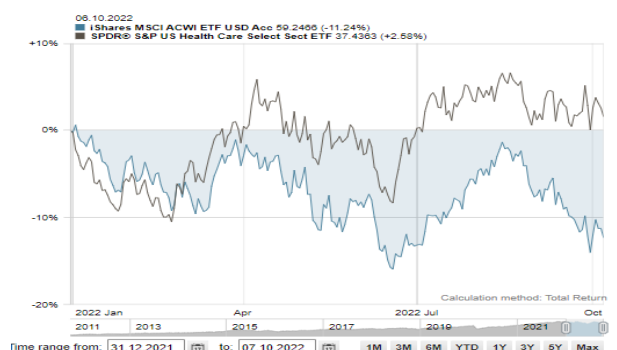
**Wij hebben een neutrale weging in Japan** met op dit moment een voorkeur voor een belegging in USD. Hierdoor profiteren wij van de goede exportpositie van Japan maar profiteren we ook van de USD t.o.v. de zwakker wordende Yen.

## Wereldwijde sectoren

Voor alle sectoren die wij aanhouden hebben we een voorkeur voor 'waarde' ten opzichte van 'groei'. Waarde aandelen worden gekenmerkt door conservatieve balansen, relatief hoge vrije kasstromen, lage schuld/bezit ratio's en een voorspelbare winst. In tijden van onzekerheid geven deze sectoren een gemiddeld hogere voorspelbaarheid dan 'groei' aandelen. Een van de defensieve sectoren waarin wij beleggen in Gezondheidszorg.

### SPDR S&P US Health Care Select Sector

Vuurenvaart heeft een overwogen positie in de sector gezondheidszorg. Covid-19, maar ook zeker een vergrijzende wereldbevolking zijn permanente drijfveren voor deze sector. Normaliter wordt deze sector laag gewaardeerd, kent relatief hoge dividenden en lage waarderingen. Wereldwijd nemen de kosten voor gezondheidszorg toe en zijn technologische innovaties nodig. Hierbij beleggen wij op dit moment bewust in 100% USD beursgenoteerde bedrijven.



Verloop SPDR US health Care versus aandelen benchmark

## Valuta

De dollar is dit jaar fors sterker geworden t.o.v. bijna iedere grote munt in de wereld. De euro is ongeveer 15% verzwakt en de Japanse Yen ruim 25%. Dit is het gevolg van de forse renteverhogingen in Amerika sinds maart van dit jaar. Inmiddels is de rente in Amerika dit jaar met 3% verhoogd.

In Europa is de rente inmiddels met 1% verhoogd tot 0,5% maar is het in Europa lastig om de rente veel verder te verhogen zonder een nieuwe schuldencrisis te veroorzaken. Dit oplopende verschil in rente zorgt ervoor dat het interessanter is om dollars aan te houden t.o.v. andere valuta.

In Japan wordt door de centrale bank tot op heden vastgehouden aan de zeer lage rente van -0,1%. De verzwakking van de Yen heeft er echter wel toe geleid dat het Japanse Ministerie van Financiën in september voor het eerst sinds 1998 heeft geïntervenieerd in de valutamarkt om de Yen niet verder te laten verzwakken.

Het Britse pond is dit jaar ruim 20% minder waard geworden t.o.v. de dollar. Dit proces was al het hele jaar gaande maar kwam in een versnelling na de nieuwe begrotingsplannen van de onlangs aangestelde regering onder leiding van Liz Truss. Het verlagen van de belastingen en dit financieren door de staatsschuld op te laten lopen is niet goed voor de stabiliteit van een munt.

De afgelopen maanden hebben onze beleggingsportefeuilles in euro's geprofiteerd van het versterken van de dollar. De USD/EUR stand is op lange termijn niet houdbaar en wanneer de dollar verzwakt kan dit juist een negatief effect hebben op de resultaten van onze beleggingsportefeuille. Wij zien op dit moment nog geen aanleiding dat deze trend gaat keren en handhaven daarom onze voorkeur voor de dollar. Wij blijven echter alert en zullen actief nieuwe posities innemen als de dollar gaat verzwakken.

## Samenvattend

We hanteren nog een lichte overweging op aandelen aangezien deze categorie uiteindelijk de beste bescherming tegen inflatie biedt. We hebben het optimisme in de eerste helft van het kwartaal en halverwege augustus gebruikt om ons belang in aandelen verder af te bouwen. Hierbij hebben we met name aandelen verkocht met hogere koers/winst verhoudingen in zowel Amerika als Europa.

De regio Amerika heeft onze voorkeur boven Europa. Het is nog spannend of een recessie in de Amerikaanse economie vermeden kan worden. Voor Europa is het zeer aannemelijk dat we in een recessie zullen komen. Daarnaast zal het renteverskil tussen Amerika en Europa verder oplopen voor de komende kwartalen waardoor de dollar sterk blijft t.o.v. de euro.

We hebben een voorkeur voor aandelen met lagere koers/winst verhoudingen en stabiele dividendinkomsten en waarde aandelen. Dit type aandelen vinden we terug in de sectoren energie, gezondheidszorg en defensieve consumentengoederen. Aandelen uit deze sectoren bieden stabiliteit en bescherming (tegen dalende beurskoersen).

De verkoopopbrengst van het afgelopen kwartaal hebben we geïnvesteerd in liquiditeiten of zeer kortlopende obligaties. Hiermee kunnen we snel schakelen als we weer terug de markt op willen en is er geen risico m.b.t. een stijging van de rente.

Zeer kortlopende leningen bieden op dit moment weer een positief rendement en de verwachting is dat de korte rente in de komende maanden nog verder op gaat lopen. De lange rente is inmiddels gestegen naar een niveau dat weer interessant wordt. De risico's zijn op korte termijn echter nog te groot om hier weer posities in te verhogen.



## Disclaimer

De informatie die u in deze "Kwartaal Update" wordt aangeboden is samengesteld door Vuurenvaart BV. De in deze Kwartaal Update vermelde gegevens zijn ontleend aan door Vuurenvaart BV betrouwbaar geachte bronnen en publiekelijk bekende informatie. Vuurenvaart BV streeft naar een zorgvuldige controle van deze informatie die zij in de Kwartaal Update plaatst, zodat de informatie actueel, nauwkeurig, feitelijk juist en dus betrouwbaar is. Waar mogelijk controleert Vuurenvaart BV de betrouwbaarheid van informatie die zij zelf uit externe bronnen ontvangt. Ondanks deze voortdurende aandacht voor de kwaliteit van haar berichtgeving kan Vuurenvaart BV niet garanderen dat de informatie in deze Kwartaal Update steeds correct of volledig is en aanvaardt Vuurenvaart BV geen enkele aansprakelijkheid voor eventuele onjuistheden. Voor de juistheid en volledigheid van de genoemde feiten, gegevens, meningen, verwachtingen en uitkomsten daarvan kan Vuurenvaart BV niet instaan. De informatie in de Kwartaal Update zijn generiek van aard en houden derhalve geen rekening met de specifieke beleggingsdoelstellingen, de persoonlijke financiële situatie en persoonlijke behoeftes van de ontvanger. De ontvanger mag de Investment Case dan ook niet aanmerken als een persoonlijk advies: de ontvanger dient zijn of haar eigen adviseur te raadplegen om te overleggen of het effect dat in deze Investment Case aan bod komt, voor hem of haar een passende investering is en of de aangeboden informatie in overeenstemming is met zijn of haar doelstellingen en risicoprofiel. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De verspreiding van de informatie in de Kwartaal Update in andere jurisdicties dan in Nederland is mogelijk aan restricties onderhevig en de ontvanger van deze Kwartaal Update dient zichzelf te informeren over eventuele restricties. Beleggen brengt risico met zich mee. De afnemer van de informatie is zelf verantwoordelijk voor de keuze en het gebruik van de informatie. De informatie in deze kwartaal update is uitsluitend bedoeld om kennis te maken met de beleggingsvisie van Vuurenvaart BV en is geen aanbeveling of beleggingsadvies, noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. Aan de verstrekte informatie kunnen geen rechten worden ontleend.

Vergunningen: Vuurenvaart BV beschikt binnen het kader van de Wet op het financieel toezicht over de vereiste vergunningen van zowel AFM als DNB. Vuurenvaart BV is opgenomen in de registers van AFM en DNB en is aangesloten bij het DSI.