



## Terugblik

In onze beleggingsvisie voor 2022 van 3 maanden geleden was de belangrijkste aanjager voor de economie de heropening van de wereld na de uitbraak van het Covid-19 virus. De onverwachte oorlog in de Oekraïne heeft ervoor gezorgd dat de onzekerheid over het economisch herstel is toegenomen. Het gevolg is een daling van de financiële markten en een toegenomen beweeglijkheid.

Voor de start van de oorlog waren financiële markten al gedaald. Centrale bankiers in zowel Amerika als Europa gaven aan dat de inflatie langer op een hoog niveau zou blijven en dat meer maatregelen nodig zouden zijn. Het gevolg hiervan was een stijging van de rente met een langere looptijd. Hierdoor daalden niet alleen de aandelen maar ook de obligaties waardoor deze categorie geen bescherming bood.

Het uitbreken van de oorlog is in de eerste plaats een enorm drama voor iedereen die hierdoor direct worden geraakt. De reactie van het Westen voor breed gedragen economische sancties aan het adres van Rusland hebben geleid tot een hogere onzekerheid. De economische groei zal hierdoor waarschijnlijk lager uitkomen. De grondstofprijzen zijn fors gestegen wat tot een hogere inflatie zal leiden. In hoeverre zal het beleid van centrale banken aangepast worden als aan de ene kant de inflatie verder oploopt en aan de andere kant de economie minder hard groeit. Wat wordt de reactie van overheden als de economie minder hard groeit en de koopkracht van burgers daalt. Vragen en onzekerheden die ervoor hebben gezorgd dat financiële markten verder daalden en wat tot grote beweeglijkheid heeft geleid.

Doordat de oorlog het nieuws domineerde is ontwikkeling omtrent het Covid-19 virus naar de achtergrond verplaatst. In het Westen zijn de maatregelen omtrent de inperking van het Covid-19 virus gefaseerd afgebouwd. In maart kreeg China echter te maken met een forse opleving van het virus. Als gevolg van het strenge zero-tolerance beleid zijn belangrijke producerende regio's in lock-down gegaan. Hierdoor is de onzekerheid toegenomen over de economische groei in China en de mogelijke leveringsproblemen van producten uit deze regio. Met de zeer besmettelijke Omicron variant is het echter de vraag hoe lang dit beleid nog stand zal houden.

Als gevolg van deze economische tegenwind en toegenomen onzekerheid is de wereldwijde aandelenmarkt in het eerste kwartaal met 4,5% gedaald. De wereldwijde obligatiemarkt is met 5,3% gedaald.

## Beleggingsvisie 2de kwartaal 2022

Voor de komende maanden zal het verdere verloop van de oorlog in de Oekraïne een grote stempel drukken op de financiële markten. Op dit moment is ons basisscenario dat er richting de zomer een “staakt het vuren” zal komen. De onzekerheid is op dit moment echter groot. Investerings in Amerikaanse dollars en olie aandelen zijn in deze periode een goede bescherming tegen een verdere escalatie.

De verwachte economische groei voor 2022 is naar beneden bijgesteld. Waar begin dit jaar nog rekening werd gehouden van een groei boven de 4% voor zowel Amerika als Europa is deze verwachting voor beide regio's inmiddels gedaald tot onder de 3%.

Wij verwachten dat de negatieve impact op de economische groei voor Europa veel groter zal zijn dan voor andere delen van de wereld. Europa wordt relatief hard geraakt door de aan Rusland opgelegde sancties en de afhankelijkheid van Russische grondstoffen. Op de korte termijn zijn de risico's in Europa, zowel wat betreft de impact op de economie als de verdere escalatie van de oorlog het grootst. We hebben daarom onze belangen in Europa verlaagd ten gunste van Amerika.

### Economische groei

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

Bron: UBS

V = verwachting

Waar de afgelopen jaren de economische ontwikkeling tussen Amerika en Europa grotendeels gelijk was zien we nu de verschillen toenemen. In Amerika zal de centrale bank (FED) als gevolg van een hoge inflatie, bovengemiddelde groei en lage werkloosheid de rente gaan verhogen om verdere inflatie en oververhitting van de economie in te dammen.

In Europa hebben we ook te maken met een hoge inflatie, voornamelijk het gevolg van de hoge grondstofprijzen, maar er is van een oververhitting van de economie nog geen sprake. Een verhoging van de rente in Europa wordt dan ook voorlopig nog niet verwacht.

Als gevolg hiervan zal het renteverskil tussen Amerika en Europa verder oplopen. De kans dat hiermee de vraag naar dollars stijgt en deze munt sterker wordt ten opzicht van de Euro is hiermee toegenomen.

De prijzen van veel grondstoffen zoals olie, gas, nikkel en tarwe zijn fors gestegen omdat het aanbod als gevolg van de oorlog lager zal zijn. We verwachten dat deze hoge prijsniveaus nog tot minimaal deze zomer aan zullen houden om hierna weer geleidelijk te gaan dalen. Het tijdperk van zeer lage grondstofprijzen zoals tijdens de uitbraak van de Corona pandemie ligt echter voorlopig niet meer in het vooruitzicht.

De Chinese aandelenmarkt heeft na het zeer goede Corona jaar 2020 tegenvallende resultaten geboekt. Om de zeer sterke groei van 2020 af te remmen is begin 2021 de rente verhoogd en de liquiditeit in het systeem verlaagd. Daarnaast heeft de Chinese overheid steeds strengere regelgeving opgelegd aan met name de grote technologie bedrijven ter bescherming van de burgers. Voor Chinese bedrijven die tevens een notering in Amerika hebben is de toekomst van deze notering onzeker geworden door strengere regels met betrekking tot een onafhankelijke audit van de bedrijfscijfers.

De paniekfase was in maart van dit jaar waarin de Chinese beurs in 2 dagen met meer dan 20% daalde. Als reactie hierop heeft de Chinese overheid aangegeven de Chinese economie te zullen ondersteunen, de Chinese aandelenmarkt te ondersteunen, de notering van Chinese bedrijven op

buitenlandse beurzen te ondersteunen en de vastgoedmarkt te ondersteunen. Dit is vergelijkbaar met de reactie van het Westen na de uitbraak van het Covid-19 virus wat tot een forse stijging van de beurzen heeft geleid. De beurs in China steeg hierop in 2 dagen met meer dan 20%. De waardering van Chinese aandelen is op dit moment nog steeds zeer aantrekkelijk. In combinatie met een hogere economische groei, minder last van de oorlog in de Oekraïne en de brede ondersteuning van de overheid is dit op dit moment een interessante regio om in te beleggen.

De huidige hoge inflatie is veel hardnekkiger dan verwacht. Het uitgangspunt was dat in 2022 de inflatie weer zou gaan dalen als gevolg van de heropening van de wereld. Hierdoor zouden veel onderbrekingen in de productie- en toeleveringsketens worden opgelost waardoor prijzen weer konden gaan stabiliseren, weliswaar op een hoger niveau. De oorlog in de Oekraïne heeft niet alleen de prijs van grondstoffen nog verder opgedreven maar zorgt ook voor aanhoudende problemen in de toeleveringsketens. Hierdoor wordt in ieder geval voor heel 2022 nog rekening gehouden met een hoge inflatie. Nu de inflatie langer hoog zal zijn is de kans toegenomen dat dit tot hogere looneisen gaat leiden waardoor een loon-prijs spiraal ontstaat. Dit is echter op dit moment nog niet ons basis scenario. Op dit moment verwachten we een piek van de inflatie in de eerste helft van 2022 om hierna geleidelijk weer af te gaan zwakken naar het gewenste niveau van ongeveer 2%. De onzekerheid hieromtrent is echter groot en sterk afhankelijk van de duur en verdere escalatie van de oorlog in combinatie met de verdere groei van de economie.

### Inflatie

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

Bron: UBS

V = verwachting

### Samenstelling portefeuille

Wij handhaven onze overweging in aandelen. Er is wereldwijd economische groei in combinatie met een stijgende rente. Wij verwachten als gevolg hiervan met aandelen een beter resultaat te kunnen behalen dan met obligaties en liquiditeiten. Wel hebben we onze overweging in Europa weer teruggebracht ten gunste van Amerika. Als gevolg van de oorlog in Oekraïne zal de economische groei in Amerika naar verwachting hoger zijn dan in Europa.

Wij handhaven onze onderweging in obligaties. Het risico van verder stijgende rentes nu de inflatie langer hoog blijft is toegenomen. We hebben daarom een voorkeur voor obligaties met korte looptijden, obligaties met een variabele rente coupon, inflatieobligaties, gestructureerde producten en hedgefunds.

## Aandelen

Gedurende het eerste kwartaal hebben we door oorlog in Oekraïne een verdere draai gemaakt van 'Growth' naar 'Value' aandelen. Dit betekende met name de verkoop van bedrijven in de technologische sectoren en aankoop van sectoren in de financiële dienstverlening, gezondheidszorg en defensieve consumptiegoederen met een voorkeur in de VS. Met de verwachting dat de rentes stijgen zijn aandelen onze favoriete categorie. Tegelijkertijd betekenen stijgende rentes dalende obligatiekoersen.

Wij hebben onze weging voor Amerika verhoogd. De oorlog in Oekraïne raakt de Amerikaanse economie het minst, ze is een netto exporteur van grondstoffen zoals olie en gas en de Amerikaanse inflatie wordt met name veroorzaakt door een 'oververhitte' economie met een vrijwel volledige werkgelegenheid. In combinatie met een sterkere Amerikaanse dollar zijn Amerikaanse defensieve sectoren onze favoriet aan het begin van het tweede kwartaal.

Begin dit jaar spraken wij de verwachting uit dat de eerste helft van het jaar de betere helft zou zijn. De oorlog in Oekraïne vanaf 23 februari j.l. betekende een draai in deze verwachting. Specifiek voor dit kwartaal hebben de volgende ontwikkelingen onze aandacht.

- Een voortzetting of een mogelijk spoedig staakt-het-vuren in Oekraïne heeft impact op de economische verwachtingen en toenemende inflatieverwachtingen;
- Wat zijn de besluiten van centrale banken de komende maanden? Naast rentestappen geeft de FED aan in mei te beginnen met haar enorme balans van \$ 9.000 miljard te verkleinen. Na jaren van het opkopen van effecten is dit een forse draai in het beleid;
- Vanaf medio april komen veel bedrijven met kwartaalcijfers. Welke impact heeft de oorlog, stijging van grondstoffen, inflatie en dalend consumentenvertrouwen op de verwachtingen en daarmee beurskoersen.

Afhankelijk van de ontwikkelingen zullen wij passende acties ondernemen om hier zo goed mogelijk op in te spelen.

Aan het begin van het jaar hebben we een aantal thema's benoemd met een bijbehorende beleggingsoplossingen. Een aantal van deze thema's heeft als gevolg van de oorlog in de Oekraïne vertraging opgelopen, met name het thema Technologische verandering en disruptie. Andere thema's zijn juist versneld actueel geworden Hieronder een korte update.

### De winnaars van de heropening



Ondanks de toenemende inflatie verwachten we dat consumptie aanhoudt.

We hebben een voorkeur voor sectoren die profiteren van de hoge consumptiekracht.

Denk hierbij aan bedrijven die opereren in vakantiebestemmingen, themaparken, auto's

en mode met een voorkeur in de VS. We verwachten dat in de VS de consumptie geremd moet worden door nog tenminste 6 renteverhogingen van minimaal 0,25%. In Europa

wordt pas later dit jaar 1 renteverhoging van 0,25% verwacht. Dit maakt de Amerikaanse dollar veel aantrekkelijker. Hogere rentes hebben doorgaans een meer negatieve impact voor sectoren met een hogere koers/winstverhouding. De afgelopen maanden heeft de FED een aantal keren de te nemen rentestappen verhoogd. Met het ingaan van het tweede kwartaal hebben we een voorkeur voor defensievere sectoren.

**Beleggingsoplossing:** Robeco US Large Caps, SPDR MSCI World Energy

## Technologische verandering en disrupties



De covid-pandemie heeft aan de ene kant de de-globalisering verder aangewakkerd en aan de andere kant technologische oplossingen naar voren gehaald. We blijven vast in onze overtuiging dat technologische innovaties de komende jaren van belang zijn om enerzijds vergrijzing tegen te gaan en anderzijds de toegenomen inflatie te bestrijden.

Toch hebben we het afgelopen kwartaal de posities iets afgebouwd ten gunste van meer defensievere oplossingen. Met name de stijging van de lange rentes in combinatie met dalend wereldwijd producenten- en consumentenvertrouwen heeft ons voor dit voorzichtiger en meer afwachtend gemaakt.

**Beleggingsoplossing:** Blackrock World Technology, Blackrock Fintech Fund, PGIM Jennison Global Equity Opportunities

## De transitie naar een CO2 neutrale economie



Het afgelopen kwartaal heeft ons laten zien dat de afhankelijkheid van fossiele grondstoffen nog heel groot is gegeven de oorlog in Oekraïne. Los daarvan zal de energietransitie naar een duurzame wereld de komende decennia gepaard gaan met een grote vraag naar grondstoffen als koper, lithium, bauxiet en olie. We zien absoluut kansen in duurzame oplossingen maar hebben het afgelopen kwartaal nog meer de draai gemaakt naar fossiele brandstoffen deels ten laste van de duurzame oplossingen. Een staakt-het-vuren in Oekraïne, OPEC+ uitspraken en/of wijzigingen in economische groeiverwachtingen kunnen er zorgen dat we onze posities heroverwegen in de komende kwartalen.

**Beleggingsoplossing:** Robeco Smart Energy, SPDR MSCI World Energy.

## Gezondheidszorg



De sector gezondheidszorg blijft onze favoriete defensieve sector. Wederom is de economische groei voor 2022 naar beneden bijgesteld. De health sector is gemiddeld genomen een sector met stabiele kastromen, winsten en dividenden en vormen een zekerheid in een toenemende onzekere wereld. Technologische oplossingen blijven nodig om gezondheidszorg nu maar ook zeker in de toekomst betaalbaar te houden en toenemende vraag op te kunnen vangen.

**Beleggingsoplossing:** SPDR US Health Care

## Een jaar van twee delen



Begin dit jaar spraken we de verwachting uit dat, het door forse gestimuleerde herstel van, de wereldeconomie door de Covid pandemie in het eerste helft van dit jaar het meest zou profiteren. Ook hier heeft de oorlog in Oekraïne een streep door de verwachting getrokken. Een snelle daling van producenten- en consumentenvertrouwen heeft dit als gevolg. In combinatie met een veel sneller dan verwachte stijging van de inflatie in de Verenigde Staten en Europa in het bijzonder doet de centrale banken harder op het rem trappen. Het komend kwartaal geeft ons mogelijk meer duidelijkheid. De strenge lockdowns in werelds op een na grootste economie, China, in dit kwartaal door een uitbraak van de omicron variant zetten een verdere rem op een snel herstel in de eerste helft van dit jaar. Het wel/niet succesvol aanpakken van deze uitbraak in combinatie met strengere regelgeving van de Chinese autoriteiten heeft impact op de wereldwijde economische groeiverwachtingen.

We kiezen voor een meer voorzichtige aanpak in afwachting van meer duidelijkheid en richting.

**Beleggingsoplossing:** Fundsmith, iShares MSCI all countries

## Obligaties

Wij gaven in onze visie voor 2022 aan dat obligaties voor rust moeten zorgen in de portefeuille en in tijden van onrust hun waarde behouden. Vanwege de verwachte stijging van de rente en onzekerheden op korte termijn hebben wij de categorie onderwogen. Onze onderweging in deze categorie blijft gehandhaafd. De 10-jaars rente in zowel Europa als Amerika is het afgelopen kwartaal met ongeveer 0,8% gestegen. Dit is een sterkere stijging dan we verwacht hadden en heeft tot relatief grote dalingen op de obligatiemarkt geleid. De belangrijkste aanleiding hiervoor is de angst voor een structureel hogere inflatie en het in prijzen van nog meer rentestijgingen in Amerika en eventueel in Europa.

### Marktresultaat

De verwachte rentestijging is een doorlopend verhaal voor 2022 en kwam grote deels al tot uiting in het eerste kwartaal. De brede obligatie index, onze benchmark, heeft over dit kwartaal een resultaat behaald van -5,4%. Hiermee hebben obligaties dit kwartaal slechter gepresteerd dan aandelen.

De daling van de obligatiekoersen is het gevolg van de stijging van de rente. Grofweg zorgt een stijging van 1% tot een daling van 8% op de obligatiekoers. De rentevergoeding is niet genoeg om deze daling te compenseren waardoor per saldo een negatief resultaat zal worden behaald.



### Verwachting Vuurenvart obligaties

Zoals aangegeven blijft onze onderweging in deze categorie gehandhaafd. Er is een duidelijke verandering gaande in de obligatiemarkt. Meer dan 30 jaar zijn de koersen gestegen op basis van de dalende rente, maar het keerpunt blijkt bereikt. De FED neigt naar twee kwartjes verhoging op 4 mei 2022. Dat heeft de markt nu voor 78,8% in geprijsd. Ook zijn ze van plan de balans met \$95 miljard per maand te verkrappen. Hiermee doet een belangrijke koper van staatsobligaties een stap terug. De beweeglijkheid zal hoog zijn op de obligatiemarkt omdat in tijden van onrust dit ook weer als veilige haven kan dienen. Grote verkopen zullen ook gevolgen hebben voor de valuta en aandelenmarkten. De vraag is of de huidige verkoopgolf een zeer stevige, maar tijdelijke correctie is of het begin van een langjarige bearmarket op de obligatiemarkt, zoals de jaren zestig en zeventig van de vorige eeuw. Gezien de stijgende en lage rentes probeert Vuurenvart waarde toe te voegen door onderscheidend te zijn met de posities betreft obligaties.

### Ontwikkeling onderscheidende posities Vuurenvart

In een markt waarbij met reguliere obligaties geen of zelfs een negatief resultaat behaald wordt hebben wij een aantal afwijkende posities opgenomen. Hieronder vindt u de uitleg van deze posities en het resultaat van afgelopen kwartaal:

- **Mint Tower**

Het Mint Tower Arbitrage Fund sloot het eerste kwartaal af met een rendement van +0,4%. Hiermee heeft het fonds de benchmark ruimschoots verslagen. De verwachting is dat met de huidige volatiliteit in 2022 opnieuw een mooi positief resultaat gerealiseerd zal gaan worden. Dit Nederlandse hedgefund heeft als doel om rendement te behalen wanneer de beweeglijkheid op de aandelenmarkten oploopt. Hierbij zijn ze per saldo markt neutraal waardoor het risico vergelijkbaar is met obligaties. Wij hebben de verwachting dat er in 2022 voldoende beweeglijkheid zal zijn om rendement te kunnen realiseren.



- Door Vuurenvart ontwikkelde gestructureerde producten**

In februari hebben we een nieuw renteproduct gemaakt in samenwerking met Morgan Stanley. Na een daling op de financiële markten en een hogere volatiliteit was het mogelijk om een coupon van 3,8% per jaar te realiseren met een maximale looptijd van 1,5 jaar. De bestaande structuren zijn gemiddeld ongeveer 1,5% gedaald zonder dat het hoofdsomrisico in gevaar is gekomen. Per saldo is een goede outperformance ten opzichte van de benchmark gerealiseerd.
- Amerikaanse inflatie obligaties (iShares TIPS)**

Bij dit soort obligaties wordt de hoofdsom ieder jaar opgehoogd met de werkelijke Amerikaanse inflatie. Aangezien wij de verwachting hebben dat de Amerikaanse inflatie ook in 2022 relatief hoog zal zijn kan met dit soort obligaties een positief resultaat worden behaald. Korte termijn stijgingen van de rente hebben echter een negatief resultaat waardoor het rendement van -4,93% over het eerste kwartaal tegenvalt. Deze positie is gedurende het eerste kwartaal verhoogd.
- Carmignac Portfolio Global Bonds**

Dit fonds heeft een resultaat van -0,53%. Daalde vooral in februari hard met het uitbreken van de oorlog maar zitten de afgelopen maand goed met de daling op de obligatiemarkten. Carmignac is een actief beleggingsfonds dat de mogelijkheid heeft om short te gaan in obligaties en hiermee te kunnen profiteren van een rentestijging. Dit fonds neutraliseert hiermee voor een groot deel de risico's van onze posities in reguliere obligaties.
- NN European ABS**

In dit fonds wordt belegd in een pakket onderliggende Europese hypotheek en consumentleningen met een variabele rentecoupon. Hiermee kan geprofiteerd worden van de stijging van de rente en zorgt de risico-opslag van 1% voor extra rendement.
- Robeco Dynamic Duration**

Door actief het risico op stijgende rente af te kunnen dekken is dit fonds opgenomen in de portefeuille. Deze strategie heeft onvoldoende gewerkt in het afgelopen kwartaal waardoor een negatief resultaat van -4,72% is gerealiseerd. De positie is afgebouwd ten gunste van de inflatie obligaties en Europese Asset Backed obligaties met een variabele rentecoupon.

## Disclaimer

De informatie die u in deze "Kwartaal Update" wordt aangeboden is samengesteld door Vuurenvart BV. De in deze Kwartaal Update vermelde gegevens zijn ontleend aan door Vuurenvart BV betrouwbaar geachte bronnen en publiekelijk bekende informatie. Vuurenvart 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 Vuurenvart BV de betrouwbaarheid van informatie die zij zelf uit externe bronnen ontvangt. Ondanks deze voortdurende aandacht voor de kwaliteit van haar berichtgeving kan Vuurenvart BV niet garanderen dat de informatie in deze Kwartaal Update steeds correct of volledig is en aanvaardt Vuurenvart BV geen enkele aansprakelijkheid voor eventuele onjuistheden. Voor de juistheid en volledigheid van de genoemde feiten, gegevens, meningen, verwachtingen en uitkomsten daarvan kan Vuurenvart 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 Vuurenvart 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: Vuurenvart BV beschikt binnen het kader van de Wet op het financieel toezicht over de vereiste vergunningen van zowel AFM als DNB. Vuurenvart BV is opgenomen in de registers van AFM en DNB en is aangesloten bij het DSI.