



Ambassador Vermogensbeheer

Kwartaal Update

3e kwartaal 2022

Market Update Q3 2022

De meeste aandelenmarkten hebben na een kortstondige zomerse beursrally de koersen weer zien dalen. September is zelfs een erg slechte beursmaand geworden als gevolg van hogere rentestanden, geopolitieke spanningen, de aanhoudende Chinese vastgoedcrisis en oplopende recessievrees. Er zijn dit jaar nauwelijks sectoren die in de plus staan. De enige positieve uitzondering is de (fossiele) energiesector.

In de markt van obligaties is het al niet veel beter gesteld. Amerikaanse beleggers in kredietwaardige Amerikaanse obligaties (staats- en bedrijfsobligaties) staan eind september op een gemiddeld verlies van bijna 15%, het slechtste jaar sinds 1980. Een daling vergelijkbaar met die van Amerikaanse aandelenkoersen. Opmerkelijk,

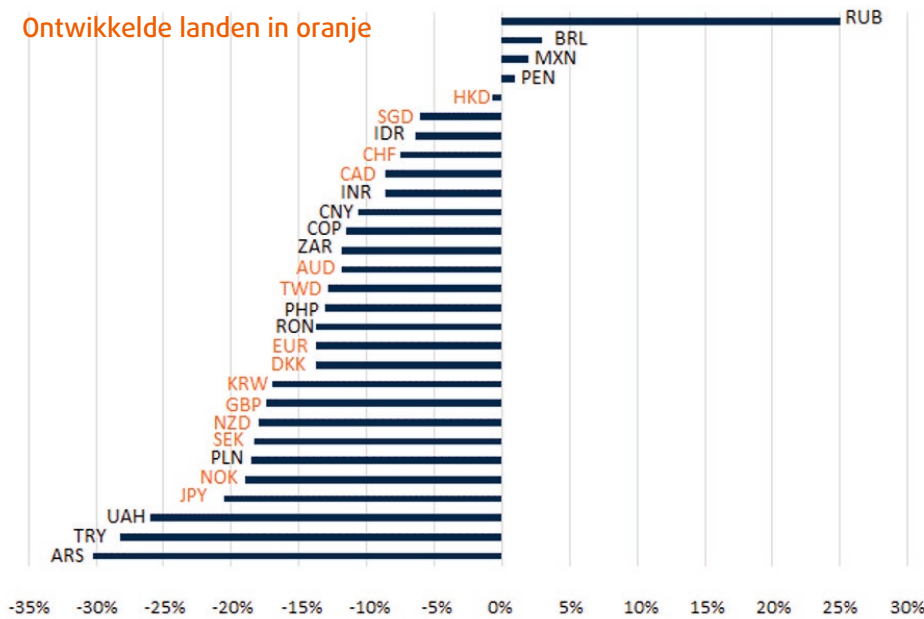
want de 'veilige' obligaties zouden toch voor een buffer moeten zorgen. Door de daling van de obligatiekoersen heeft zo'n 60% van alle wereldwijd uitstaande obligaties inmiddels een rendement van 4% of hoger, iets dat we sinds 2008 niet meer hebben gezien. Ook het tienjaars staatspapier in de Verenigde Staten nadert deze grens.

Een opvallende ontwikkeling dit jaar is de zeer sterke dollar, of anders gezegd: de flinke verzwakking van o.a. de euro, het Britse pond en de Japanse yen, zoals figuur 1 illustreert. De sterke dollar is ook negatief voor veel opkomende markten die hun inkomsten genieten in de zwakkere eigen valuta en hun verplichtingen vaak in internationale valuta, meestal dollars, hebben. Deze groep van landen ziet dit jaar hun financiële positie sterk verslechteren.

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 30-9-2022	%
AEX Index	640,62	-19,7%
DAX Index	12114,36	-23,7%
FTSE 100 Index	6893,81	-6,6%
MSCI World Index (\$)	2378,65	-26,4%
DJ Stoxx 600 Europe	387,85	-20,5%
S&P 500 Index	3585,62	-24,8%
EURUSD FX	0,9802	-13,8%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR	214,32	-18,2%
Iboxx Liquid Corp. TR Index	202,71	-14,1%

Tabel 1. Overzicht van de rendementen van belangrijke indices tot en met 30 september 2022

Ontwikkelde landen in oranje



Figuur 1.

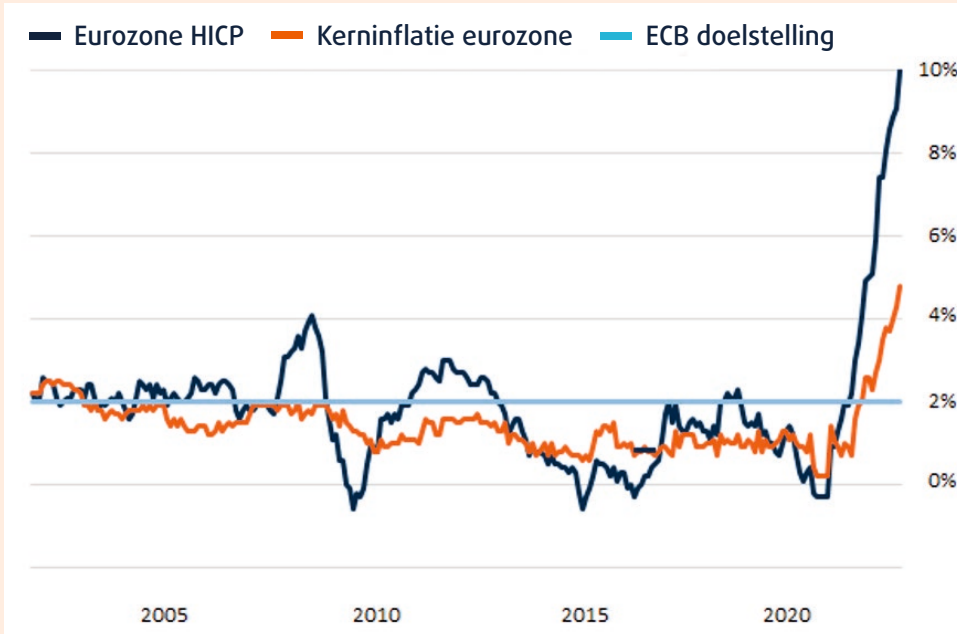
Rendementsontwikkeling van internationale valuta t.o.v. de USD. Met uitzondering van de Russische roebel en een aantal Zuid-Amerikaanse valuta noteert alles flink lager ten opzichte van de dollar (USD).

Achtergrond

De inflatie blijft dit jaar tegen de algemene verwachting in verder stijgen, zoals figuur 2 laat zien. Zo bedroeg de inflatie in de Eurozone in september 10% jaar op jaar. In augustus was dit nog 9,1%. Binnen de Eurozone zijn grote verschillen te zien. De Duitse inflatie over september bedraagt 10%, de Nederlandse maar liefst 17% en in

de Baltische Staten noteert de inflatie zelfs boven de 20%. De sterke stijging in Nederland moet voor een groot deel worden toegeschreven aan de hoge prijzen van gas en elektriciteit. In andere landen wordt meer gebruik gemaakt van kolen, stookolie of kernenergie.

— Eurozone HICP — Kerninflatie eurozone — ECB doelstelling



Figuur 2.

Ontwikkeling (kern) inflatie in de Eurozone

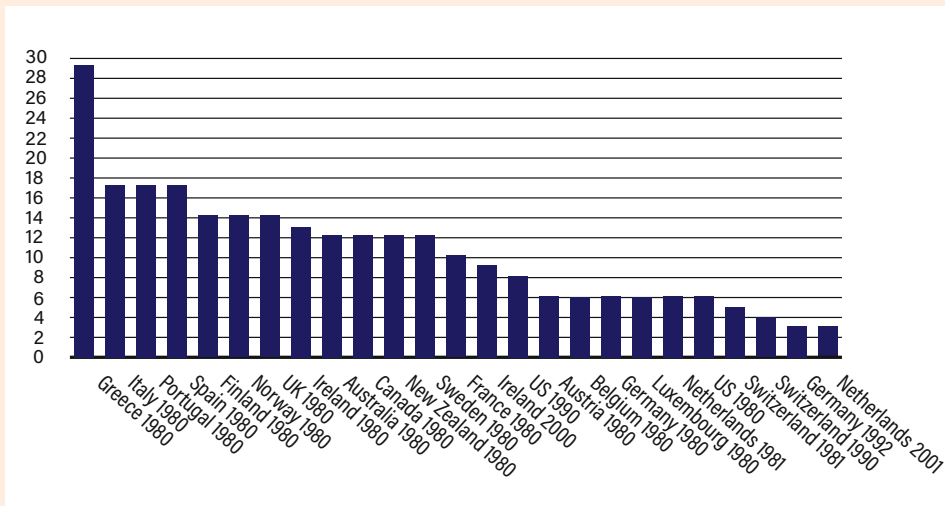
De Amerikaanse centrale bank (Fed) heeft eind augustus op de jaarlijkse bijeenkomst van centrale bankiers in Jackson Hole (VS) al laten weten dat er van een pauze of tempering van de renteverhogingen geen sprake kan zijn en dat we er rekening mee moeten houden dat we een langere periode van restrictief monetair beleid tegemoet gaan. Dit houdt in dat verdere renteverhogingen reëel zijn en dat er in plaats van monetaire verruiming (o.a. door het opkopen van staats- en bedrijfsobligaties) sprake zal zijn van monetaire verkrapping. Dat het de Fed menens is, blijkt wel uit het feit dat ze de laatste drie vergaderingen de rente telkens met 75 basispunten heeft verhoogd en ook al heeft laten weten dat er dit jaar met nog eens 125 basispunten aan renteverhogingen rekening gehouden moet worden.

De ECB heeft medio september de basisrente met 75 basispunten verhoogd naar 0,75%. Het is de tweede renteverhoging in korte tijd, na deze in juni al met 50 basispunten te hebben verhoogd. Ondanks de stevigere toonsetting blijft het gissen hoe de ECB de komende tijd om zal gaan met het dilemma om enerzijds de hoge inflatie te bestrijden (feitelijk hun enige mandaat!) en anderzijds om de hoge Europese overheidsschulden niet te laten ontsporen.

Hoewel de hoge energieprijzen en logistieke verstoringen als belangrijkste oorzaken voor hogere inflatie worden gezien, speelt er

nog een ander effect een grote rol. Op grote schaal zien we namelijk de tegenstellingen tussen west en oost met de week groter worden. Een analyse van Credit Suisse noemde de huidige periode voor het westen er één van 're-arm' (defensie-uitgaven omhoog), 're-shore' (blokkade Bosporus, Straat van Hormuz etc.), 're-stock' (grondstof voorraden omhoog) en 're-wire' (energie-transitie). Deze vier thema's zullen de politieke agenda voor de komende jaren bepalen. Investeerders moeten er daarbij rekening mee houden dat deze thema's erg grondstof- en kapitaalintensief zijn. De hoogte van de rentestand heeft hierop in beginsel weinig tot geen invloed. Wel is het de vraag in welke mate grote investeerders uit het (Midden)-Oosten de hoge westerse schuldenberg willen blijven (her)financieren als gevolg van de oplopende tegenstellingen.

Na drie decennia van lage en stabiele inflatie lijkt er in 2022 sprake te zijn van een breuk met het verleden. Dit zou wel eens kunnen betekenen dat de huidige marktomstandigheden van hogere inflatie en hogere rentes een langdurig karakter kunnen hebben. Uit onderzoek van Bank of America blijkt dat als de inflatie in westerse landen boven de 5% uitkomt, het vervolgens gemiddeld tien jaar duurt eer deze weer terug is op 2% (zie figuur 3).



Figuur 3.

Looptijd van de periode dat de inflatie boven de 2% uitkomt in Westerse landen in de periode 1980 – 2020.

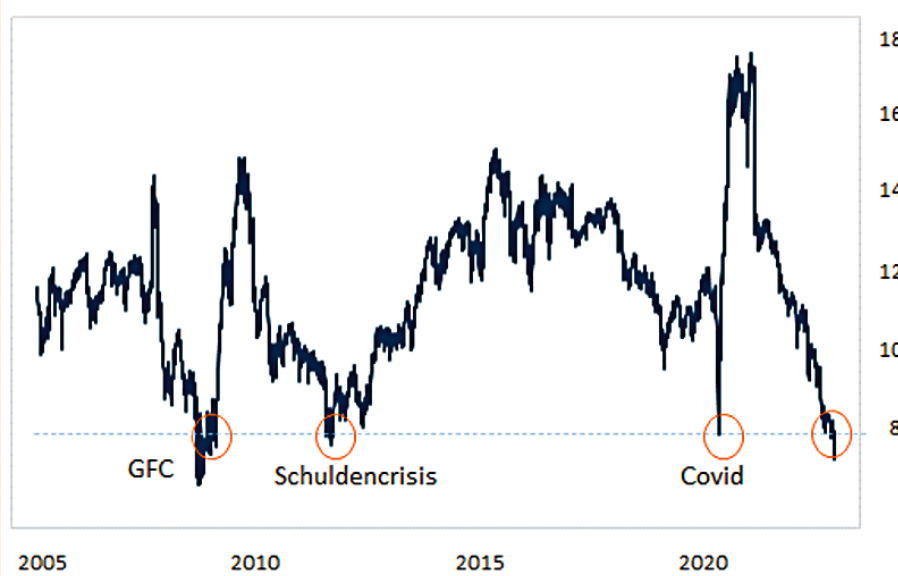
Als de inflatie eenmaal boven de 5% uit komt, dan duurt het gemiddeld tien jaar alvorens de inflatie weer naar 2% is gezakt.

Bron: BofA, IMF

Value Mandaat

Het Value Mandaat heeft zich in het derde kwartaal niet weten te onttrekken aan de koersdalingen op de internationale effectenmarkten. De huidige marktomstandigheden laten zich goed illustreren aan de hand van de koers-winstverhouding van de MSCI Europe Value, die nu rond de 8 staat (figuur 4), wat erg goedkoop is. In het verleden heeft dit in zijn algemeenheid, maar specifiek ook voor value aandelen, vaak tot koersstijgingen geleid, want er is veel slecht nieuws ingeprijsd.

Enkele positieve triggers voor lange termijn investeerders in Europese value aandelen zijn een dalende euro ten opzichte van de dollar, hetgeen goed is voor Europese exporteurs (of bedrijven die veel verdienen in USD, zoals de energie- en grondstofgerelateerde bedrijven in de portefeuilles). Ook zijn stijgende renteniveaus aantrekkelijk voor banken en verzekeraars en zijn hoge grondstofprijzen en chronische onderinvesteringen van niet-EU investeerders gunstig voor de koersen van energie- en grondstofgerelateerde ondernemingen.


Figuur 4.

De lage waardering van de MSCI Europe Value (koers / winst verhouding) valt niet toe te schrijven aan kengetallen zoals rendabiliteit op investeringen of aan marge-ontwikkeling. Wel is het zo dat het lang geleden was dat traditionele value sectoren zoals grondstoffen, energie, banken en auto-onderdelen zo goedkoop waren als nu. De historie leert dat als waarderingen sterk afwijken van het gemiddelde, dat dit vroeg of laat tot een sterk herstel of omslagmoment leidt ('reversion to the mean').

In het afgelopen kwartaal zijn **Bristol Myers Squibb** en **Euronav** na een sterke koersstijging verkocht. Ook de posities in de agrochemische bedrijven **OCI** en **Origin Enterprises** zijn verlaagd, omdat de wegingen in de portefeuille dankzij goede koersresultaten te groot werden.

De posities in de aandelen van **ABN Amro**, **Anglo American**, **Bayer**, **ING**, **Natwest**, **RHI Magnesita**, **Technip Energies** en **Wendel** zijn uitgebreid. De waarderingen zijn aantrekkelijk en de perspectieven goed.

De aandelen van de Franse farmaceut **Sanofi** gingen recent onderuit op nieuws dat het medisch hulpmiddel Zantac, dat gebruikt wordt bij brandend maagzuur, mogelijk kankerverwekkend zou zijn. Oorspronkelijk is Zantac een in de jaren tachtig van de vorige eeuw ontwikkeld middel van rivaal **GlaxoSmithKline**, dat later ook door meerdere andere partijen is verkocht. Al in oktober 2019 is **Sanofi**, op last van de Amerikaanse toezichhouder FDA, gestopt met de verkoop van dit middel. De koersdaling van 20% komt overeen met een verlies aan marktkapitalisatie van circa 26,5 miljard euro. Hoewel in de VS bij rechtszaken grote bedragen omgaan, lijkt dit ons erg veel. Een hoge schadevergoeding, als deze er al komt, kan **Sanofi** overigens prima

dragen met een balans die bijna schuldenvrij is. Daarom is van de koersdaling gebruik gemaakt om een positie op te bouwen in deze aantrekkelijk gewaardeerde Europese dividendaristocraat.

Verder is er een nieuwe positie opgebouwd in de Nederlandse market-maker **Flow Traders**. Feitelijk is **Flow Traders** een manier om in te spelen op potentieel hogere volatiliteit op de beurzen, zoals we die eerder hebben meegemaakt in het eerste kwartaal van 2018 en in het eerste kwartaal van 2020. Van de winst wordt 60% als dividend uitgekeerd. Zo bedroeg het dividend in het topjaar 2020 maar liefst 6,50 euro per aandeel, terwijl het dividend in een jaar met een redelijk 'normale' volatiliteit nog steeds circa 1,35 euro per aandeel bedraagt. Op de huidige koers is dat bijna 7% dividendrendement. **Flow Traders** is aangekocht als hedge voor potentieel mindere tijden.

De hoge cashpositie aan het begin van het kwartaal is door meerdere aankopen flink gedaald, maar bedraagt aan het eind van het kwartaal nog steeds ongeveer 10%. Wij verwachten in het huidige beursklimaat de cashpositie geheel aan het werk te kunnen zetten.

Dividend Mandaat

Ook dividend aandelen en hoogrenderende obligaties hebben een moeilijk kwartaal achter de rug als gevolg van de hogere rentestanden. Niettemin is het zo dat bij hogere renteniveaus de betere dividendbetalers aantrekkelijker worden. Beleggers genereren tenslotte een hogere kasstroom op hun vermogen. Bij hogere rentes (en risicopremies) is de markt voor hoogrenderende obligaties eveneens weer interessant. Positief is verder dat bijna alle bedrijven in portefeuille nog steeds dividend of rente betalen en dat hun balansen sterk genoeg zijn om dit te kunnen blijven doen, ook als het even tegen zit. In de portefeuille is de weging van Franse

voedingsgigant **Danone** verlaagd, omdat wij betere alternatieven zien. De kleine positie in **Grand City Properties** is geheel verkocht.

In de portefeuille zijn de posities in **Bayer**, **KPN**, **NN Group** en **Sanofi** uitgebreid. De perspectieven ogen solide, terwijl de dividendbetalingen op de huidige koersen aantrekkelijk zijn.

Op dit moment bestaat het Dividend Mandaat uit 38 posities: 32 aandelen, 1 preferent aandeel en 5 obligaties. De actuele cashflow (dividend + rente) bedraagt 6,3%.

Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat

Aan de koersdalingen bij beursgenoteerd vastgoed is vooralsnog geen eind gekomen. De in korte tijd zeer sterk gestegen rente is hiervoor de belangrijkste reden. Hierdoor is het verschil tussen het rendement op vastgoed en de lange rente in korte tijd sterk afgenomen. Daarnaast is de toegang van vastgoedbedrijven tot financiering sterk verminderd en zijn de tarieven voor financiering van vastgoedinvesteringen en -ontwikkelingen flink opgelopen.

Op de huidige beurskoersen bedragen de kortingen op de intrinsieke waarde gemiddeld tussen de 20 en 60%. In de fysieke vastgoedmarkt zien we echter een geheel ander beeld en is er, naar gelang het soort vastgoed en de locatie, van prijsdalingen vooralsnog niet of nauwelijks sprake. Factoren die de waarde van vastgoed moeten ondersteunen zijn de opgelopen constructiekosten, waardoor de vervangingswaardes

flink toenemen, de huurgroei o.a. als gevolg van indexatie, de schaarste van vooral kwalitatief goed vastgoed en de forse immigratie, die met name de vraag in de residentiële markt ondersteunt.

De huidige koersen van beursgenoteerd vastgoed prijzen kortom wel heel veel slecht nieuws in. Wij hebben van de koersdalingen gebruik gemaakt door het grootste deel van de cashpositie in portefeuille aan het werk te zetten. Onder meer de posities in **Klepierre, Land Securities, LEG Immobilien, Tritax Big Box REIT** en **Vonovia** zijn uitgebreid.

Het Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat bestaat momenteel uit 24 posities, gespreid over een groot aantal segmenten en geconcentreerd op Europa. Het onderliggende dividendrendement bedraagt bijna 5,5%.



Conclusie

2022 is tot op heden geen goed beursjaar, vooral als gevolg van hogere rentestanden, geopolitieke spanningen, de aanhoudende Chinese vastgoedcrisis en oplopende recessievrees. Beleggers moeten er serieus rekening mee houden dat er wel eens een eind kan zijn gekomen aan een periode van meer dan drie decennia van lage en stabiele inflatie, als gevolg van globalisering en goedkope fossiele energie.

Door de koersdalingen op de beurzen ogen waarderingen weer iets vriendelijker. Of het vierde kwartaal nog een herstel zal laten zien, hangt voor een groot deel af van in welke mate de bedrijfsresultaten aan de verwachtingen kunnen voldoen. Ongeacht de bedrijfsresultaten zien we in de markt sowieso een verschuiving van groeiaandelen naar meer inkomensgerelateerde (cashflow) aandelen en in brede beleggingsportefeuilles een herallocatie van aandelen naar obligaties. Dit laatste als gevolg van de hogere rente en de hogere vergoedingen die inmiddels op obligaties worden gemaakt. Een ontwikkeling waar wij als valuebelegger overigens niet ongelukkig mee zijn.

De huidige marktomstandigheden bieden volop kansen en wij verwachten de resterende cash de komende maanden aan het werk te zetten. Als valuebelegger houden we daarbij vast aan de wijze woorden van Warren Buffett: "be fearful when others are greedy and greedy when others are fearful. Put another way, bear markets are an investor's friend, provided they remain calm, patient and focus on the longterm."

Heeft u vragen, schroom dan niet om contact met ons op te nemen op **035-2031035** of per mail via **info@ambassadorvermogensbeheer.nl**.

Namens Ambassador Vermogensbeheer
Dr. Ir. Mark de Bruijne CFA, dd. 7 oktober 2022

DISCLAIMER

De informatie die u in deze "Nieuwsbrief" wordt aangeboden is samengesteld door de researchafdeling van Ambassador Vermogensbeheer. De in deze Nieuwsbrief vermelde gegevens zijn ontleend aan door Ambassador Vermogensbeheer betrouwbaar geachte bronnen en publiekelijk bekende informatie. Ambassador Vermogensbeheer streeft naar een zorgvuldige controle van deze informatie die zij in de Nieuwsbrief plaatst, zodat de informatie actueel, nauwkeurig, feitelijk juist en dus betrouwbaar is. Waar mogelijk controleert Ambassador Vermogensbeheer de betrouwbaarheid van informatie die zij zelf uit externe bronnen ontvangt. Ondanks deze voortdurende aandacht voor de kwaliteit van haar berichtgeving kan Ambassador Vermogensbeheer niet garanderen dat de informatie in deze Nieuwsbrief steeds correct of volledig is en aanvaardt Ambassador Vermogensbeheer geen enkele aansprakelijkheid voor eventuele onjuistheden. Voor de juistheid en volledigheid van de genoemde feiten, gegevens, meningen, verwachtingen en uitkomsten daarvan kan Ambassador Vermogensbeheer niet instaan. De informatie in de Nieuwsbrief 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 Nieuwsbrief 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 Nieuwsbrief 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 Nieuwsbrief in andere jurisdicties dan in Nederland is mogelijk aan restricties onderhevig en de ontvanger van deze Nieuwsbrief 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 Nieuwsbrief is uitsluitend bedoeld om kennis te maken met de beleggingsvisie van Ambassador Vermogensbeheer 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: Ambassador Vermogensbeheer beschikt binnen het kader van de Wet op het financieel toezicht over de vereiste vergunningen van zowel AFM als DNB. Ambassador Vermogensbeheer is opgenomen in de registers van AFM en DNB en is aangesloten bij het DSI.

Ambassador Vermogensbeheer B.V.

Achterom 7
1261 EE Blaricum
T +31 (0)35 203 1035

info@ambassadorvermogensbeheer.nl

