



Ambassador Vermogensbeheer

Kwartaal Update

4e kwartaal 2022

Market Update Q4 2022

Het herstel op de aandelenbeurzen dat in de loop van oktober werd ingezet, kwam medio december tot stilstand, waarna een daling inzette. Het vooruitzicht op verdere renteverhogingen in 2023 lijkt de belangrijkste verklaring hiervoor. Een soortgelijk koersverloop was te zien in de markt voor obligaties.

Over de hele lijn is 2022 het slechtste beursjaar sinds 2008 geworden. Zowel aandelen als obligaties hebben overwegend flinke verliezen geleden. Een unicum dat historisch gezien weinig voorkomt en vooral het gevolg is van de bijzonder snelle stijging van de rente in de afgelopen twaalf maanden. Buiten de (fossiele) energiesector en de mijnbouw is er eigenlijk geen aandelensector geweest die afgelopen jaar in de plus is geëindigd.

De verliezen op de obligatiemarkt afgelopen jaar zijn vergelijkbaar met de verliezen op de aandelenmarkten. Door de hoge inflatie hebben centrale banken mondiaal een draai gemaakt van een zeer ruim monetair beleid naar een beleid van monetaire verkrapping. Dit is gepaard gegaan met meerdere forse renteverhogingen. Hierdoor is de lange rente in de westerse landen met gemiddeld ruim 2,5 procentpunt gestegen. Daarbovenop zijn de risicopremies met bijna 35 basispunten opgelopen. Door de snel gedaalde obligatiekoersen kijken veel obligatiebeleggers tegen een verlies van ongeveer 15% aan. Alleen beleggers die in kortlopende obligaties hebben belegd of veel cash hebben aangehouden, hebben het verlies nog enigszins weten te beperken.

Aandelen ontwikkelde markten	Koers 31-12-2022	%
AEX Index	689,01	-13,7%
DAX Index	13923,59	-12,3%
FTSE 100 Index	7451,74	0,9%
MSCI World Index (\$)	2602,69	-19,5%
DJ Stoxx 600 Europe	424,89	-12,9%
S&P 500 Index (\$)	3839,50	-19,4%
EURUSD FX	1,0587	-6,2%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR	219,21	-16,3%
Iboxx Liquid Corp. TR Index	203,78	-13,8%

Tabel 1. Overzicht van de rendementen van belangrijke indices over 2022

Achtergrond

Sinds de kredietcrisis van 2008 hebben centrale banken het monetaire beleid steeds verder verruimd. Enerzijds door de rente te verlagen tot deze zelfs negatief werd, anderzijds door op grote schaal obligaties op te kopen. De officiële verklaring voor dit gevoerde beleid is dat de inflatie te laag was en naar het gewenste niveau van 2% moest worden gebracht. De lage inflatie was vooral het gevolg van enerzijds het importeren van steeds meer goedkope goederen uit China en anderzijds productiviteitsverbeteringen als gevolg van technologische ontwikkelingen.

De eenzijdige focus van centrale banken op prijsstabiliteit, namelijk het nastreven van een inflatie van 2%, bracht ze ertoe om steeds verdergaande, onconventionele maatregelen te nemen. Vooral de negatieve rente die in 2015 zijn intrede deed, was de financiële wereld op zijn kop. Rente is immers een vergoeding voor het gedurende een bepaalde periode niet kunnen beschikken over je vermogen, compensatie voor inflatie en voor het risico op

wanbetaling. De neveneffecten van dit zeer ruime monetaire beleid zijn financiële onevenwichtigheden zoals overkreditering, een hoge hefboomwerking ('leverage'), het uitschakelen van marktwerking waardoor niet-levensvatbare bedrijven in leven worden gehouden en excessieve speculatie die uitmondt in torenhoge waarden van activa, zogenaamde 'bubbles'.

Deze zogenaamde 'bubbles' zijn van alle tijden, met als kleurrijke historische voorbeelden de Franse Mississippi Company en de Engelse South Sea Company. De oorsprong is eigenlijk altijd toe te schrijven aan het creatief omgaan met hoge schulden in combinatie met een zeer ruim monetair beleid. Hedendaagse voorbeelden zijn er te over, maar de meest opvallende zijn cryptocurrencies, technologiebedrijven met exorbitante waarden en de Chinese vastgoedmarkt. Het verkrappen van het monetaire beleid zorgt ervoor dat de torenhoge waarden in rap tempo omlaaggaan.



Figuur 1.

Omvang van de uitstaande obligaties met een negatief rendement. Inmiddels zijn er zo goed als geen obligaties meer met een negatief rendement.

Door het gevoerde ultraruime monetaire beleid en de problemen aan de aanbodzijde van de economie, als gevolg van de energiecrisis en logistieke verstoringen, hebben westerse landen momenteel te kampen met de hoogste inflatie in veertig jaar tijd. Zo bedroeg de inflatie in de Verenigde Staten over november 7,1% terwijl de kerninflatie uitkwam op 6%. In Europa bedraagt de inflatie 10%, met overigens grote verschillen tussen de diverse lidstaten. Door de hoge inflatie hebben centrale banken het ultra ruime monetaire beleid moeten loslaten. Hierdoor is er in 2022, na een periode van zeven jaar, een einde gekomen aan het beleid van negatieve rentes.

De Fed heeft zoals verwacht medio december de beleidsrente met 50 basispunten verhoogd naar 4,25 – 4,5%. Daarbij werd de verwachting

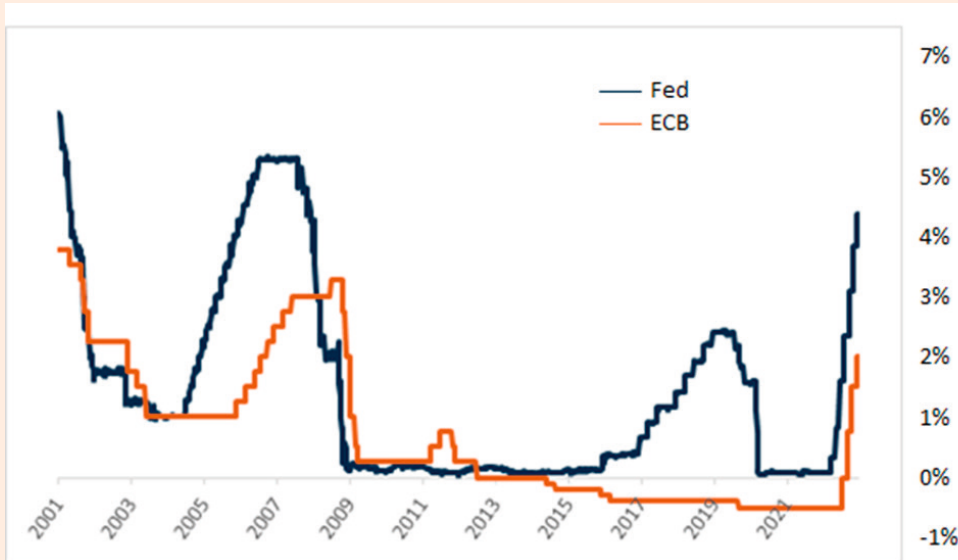
uitgesproken dat er in 2023 nog meer renteverhogingen mogen worden verwacht. Uit de dot plot (prognose van de Fed-bestuurders) blijkt dat niet verwacht wordt dat de rente snel omlaag zal gaan. Immers, er wordt een rente verwacht van ruim 5% voor 2023, 4% voor 2024 en 3,5% voor 2025.

De ECB heeft in navolging van de Fed de rente ook met 50 basispunten verhoogd en wel naar 2%. De ECB waarschuwt daarbij dat er nog meer renteverhogingen in 2023 zullen volgen. Verder zal er in maart 2023 worden begonnen met de geleidelijke afbouw van de balans.

Financiële markten prijzen in dat centrale banken bluffen. Met andere woorden, centrale banken dreigen met verdere monetaire

verkrapping, maar zullen dit uiteindelijk niet doen dan wel gaandeweg 2023 een draai maken naar monetaire verruiming. Gegeven de aanhoudend hoge inflatie en het toegenomen risico op een loonprijs-spiraal, ligt een verzwakking van het beleid echter niet voor de hand. Tel daarbij op de aanhoudende verstoringen in de logistieke keten, protectionisme van landen, de energiecrisis en het in rap

tempo loslaten van het zeer strenge zero covid-beleid in China en het lijkt erop dat de inflatie en de rente langdurig op een hoger niveau zullen liggen dan beleidsmatig gewenst is. Beleggers doen er dan ook verstandig aan om met dit gewijzigde perspectief rekening te houden, ook nu de inflatiecijfers de laatste maanden sterker dalen dan verwacht.



Figuur 2.
*Ontwikkeling
beleidsrente in de VS
en in de eurozone*

Value Mandaat

Het Value Mandaat is er, ondanks een sterk herstel in het vierde kwartaal, net niet in geslaagd om 2022 in de plus te eindigen. De zware wegingen in de energie- en financiële sector en de relatief sterke performance van de Britse aandelenbeurzen hebben voor de aandelenportefeuilles goed uitpakkt. Daarentegen hebben meerdere posities met een meer cyclisch karakter, ondanks hun lage waarderingen, het verwachte herstel nog niet laten zien. Aan de vastrentende kant heeft de hoge cashpositie, de lage duratie ('rentegevoeligheid') en de overweging van alternatieve beleggingen gezorgd voor een minder groot verlies dan de brede obligatiemarkten lieten zien.



De groter dan gebruikelijke cashpositie gedurende het jaar in de aandelenportefeuilles is in het afgelopen kwartaal nagenoeg volledig aan het werk gezet. Zo is er een positie in **Signify** opgebouwd. Signify is de in 2016 verzelfstandigde voormalige lichttak van Philips. De onderneming speelt in op de transitie naar LED-verlichting. De markt voor LED-lampen is nog relatief jong, heeft veel aanbieders en er is nog onvoldoende sprake van standaardisatie. We verwachten dat Signify hierdoor sterk kan inspelen op de trends op het gebied van verduurzaming zoals energiebesparing, minder lichtverstrooiing etcetera. Op korte termijn zijn er weliswaar uitdagingen door o.a. verstoringen in de logistieke keten en enig uitstel van orders bij klanten als gevolg van de groeivertraging. Dit verandert echter niets aan het lange termijn verhaal van Signify. Door de jaren heen moet de onderneming ongeveer 3,50 – 4,00 euro per aandeel kunnen verdienen. De waardering is laag met een k/w van nog geen 7 voor 2022 en 8 voor 2023. Daarnaast kent Signify een progressief dividendbeleid dat momenteel 5,5% oplevert.

Ook nieuw in portefeuille is het 'waste-to-product' bedrijf **Renewi**. De onderneming richt zich exclusief op het verkrijgen van waarde uit afval in plaats van het verbranden of storten van afval: van de 14 miljoen ton afval die jaarlijks wordt verwerkt, wordt zo'n 89% gerecycled of voor energiewinning gebruikt. Met Renewi investeren we in een bedrijf dat prima gepositioneerd is voor ontwikkelingen op vlak van de circulaire economie en afvalverwerking. De outlook voor het boekjaar 2023 werd bij de recent gepubliceerde halfjaarcijfers gehandhaafd. De aandelen zijn niet duur en bieden voldoende opwaarts potentieel.

De laatste nieuwe positie in portefeuille, **Harbour Energy**, is met een productie van meer dan 200.000 vaten olie-equivalenten per dag het grootste onafhankelijke olie- en gasexploratiebedrijf in het Verenigd Koninkrijk. De onderneming, voortgekomen uit de aandelenfusie tussen Chrysaor en Premier Oil, is vooral actief op het Britse continentale plat, waar 90% van de productie vandaan komt. Daarnaast is de onderneming actief in Mexico, Noorwegen, Indonesië en Vietnam. De strategie van Harbour Energy is enerzijds op gericht om de waarde van de bestaande, sterk cash genererende olie- en gasvelden in het VK te maximaliseren. Anderzijds om groei te realiseren door gerichte overnames, zonder daarbij de financiële discipline uit het oog te verliezen. Dat laatste is wel

van belang aangezien de kredietmarkten op dit moment moeilijk toegankelijk zijn voor veel bedrijven, waaronder dit soort olie- en gas explorerende bedrijven. De middellange termijn vooruitzichten voor de olie- en gassector blijven goed, met een langzaam maar gestaag groeiende vraag en een aanbod dat deze vraag niet bijhoudt. Veel aandelen in deze sector zijn ten onrechte laag gewaardeerd. Harbour Energy is aantrekkelijk gewaardeerd op een k/w van 3 en een dividendrendement van bijna 6%. De onderneming bouwt de schuldenlast gestaag af en is naar onze verwachting eind 2023 schuldenvrij. Daarbovenop is het aandeleninkoopprogramma met 50% verhoogd naar 300 miljoen USD. Het aandeel Harbour Energy heeft een hoog risicoprofiel met een navenant hoge opwaartse potentie.



Dividend Mandaat

Het Dividend Mandaat heeft ondanks een klein verlies een relatief goed jaar gehad. Bij hogere rentestanden zijn aandelen met hoge dividenden en hoger renderende obligaties weer aantrekkelijk geworden.

In de portefeuille is de gehele positie in de preferente aandelen van LNG-vervoerder **Seapeak** (het voormalige Teekay LNG) verkocht. De posities in **Shell** en **TotalEnergies** zijn teruggebracht naar de modelweging, omdat de wegingen als gevolg van koersstijgingen te groot werden. De positie in **Greatview Aseptic Packaging** is opgehoogd, omdat de koersdaling van dit in Hong Kong genoteerde bedrijf geen recht doet aan de onderliggend gezonde fundamenteën.

In de portefeuille is een positie opgebouwd in de **5,75% HSBC 2027** lening. De koers van deze lening daalde mee op de onrust in de markt voor Britse obligaties, nadat de inmiddels Britse ex-premier Liz Truss haar fiscale plannen ontvouwde. Deze plannen zorgden ervoor dat de koersen van Britse obligaties over de hele lijn flink daalden. Inmiddels

zit er een nieuwe Britse premier, zijn de fiscale plannen aangepast en is de rust op de Britse obligatiemarkt teruggekeerd.

Verder is er een positie opgebouwd in de **10,375% Carnival 2028** lening. De Amerikaanse onderneming Carnival is de grootste cruiseoperator ter wereld. Carnival is een bedrijf dat door de coronapandemie een te hoge schuldenlast met zich meedraagt. Niettemin is de onderneming actief in een in essentie gezonde en groeiende sector. De onderneming heeft de lastige coronatijd goed gemanaged door tijdig (tegen weliswaar hoge rentes) liquiditeit aan te trekken door aandelenplaatsingen en de uitgifte van obligaties en een convertible. Recent is een obligatie met een flink onderpand (400% dekking) uitgegeven. De 10,375% Carnival 2028 lening heeft goede voorwaarden met een fors onderpand en een aantrekkelijk rendement.

Op dit moment bestaat het Dividend Mandaat uit 39 posities: 32 aandelen, 1 preferent aandeel en 6 obligaties. De actuele cashflow (dividend + rente) bedraagt circa 5,5%.

Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat

Beursgenoteerd vastgoed was, ondanks een min of meer vlak verlopen laatste kwartaal, één van de slechtst presterende sectoren van 2022. De sector wordt vaak gezien als een geschikte belegging in tijden van hoge inflatie, vooral vanwege de mogelijkheid van indexatie van de huren met de inflatie. Waar dit argument op basis van de historie grotendeels klopt, is de indexering tegenwoordig vaak begrensd of kan deze door veel huurders simpelweg niet betaald worden. Daarbovenop worden er van overheidswege steeds vaker grenzen gesteld aan de hoogte van de indexatie.

De koersdalingen van beursgenoteerd vastgoed zijn voornamelijk toe te schrijven aan de in korte tijd zeer sterk gestegen rente. Hierdoor is het verschil tussen het aanvangsrendement op vastgoed en de lange rente in korte tijd sterk afgenomen. Daarnaast is de toegang van vastgoedbedrijven tot nieuwe financiering sterk verminderd en zijn de tarieven voor financiering van vastgoedinvesteringen en -ontwikkeling 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 geleidelijk ook prijsdalingen optreden, hoewel het aantal daadwerkelijke transacties zich momenteel op een erg laag niveau bevinden. Factoren die de waarde van vastgoed moeten ondersteunen zijn de opgelopen constructiekosten, waardoor de vervangingswaardes flink toenemen, de huurgroei door o.a. (beperkte) indexatie, de

schaarste van vooral kwalitatief goed vastgoed en de forse immigratie, die met name de vraag in de residentiële markt ondersteunt.

In de portefeuille zijn de wegen in **Castellum**, **Catena**, **Gecina**, **Klepierre** en **Land Securities** teruggebracht, terwijl de positie in **Target Healthcare REIT** juist is uitgebreid.

Nieuw in portefeuille is **Xior Student Housing**, een Belgische vastgoedvennootschap gespecialiseerd in studentenhuysvesting. Het bedrijf biedt een verscheidenheid aan accommodaties, variërend van kamers met gedeelde faciliteiten tot kamers met een eigen badkamer en volledig uitgeruste studio's. Het bedrijf biedt ook extra voorzieningen, waaronder toegang tot bepaalde gebouwen via een badgesysteem, extra comfort, gemeenschappelijke woonvoorzieningen zoals lounges en tv-kamers, 24/7 hulpdiensten, automaten, wasmachines, geautomatiseerde sleutelsystemen enzovoort. Xior is actief in een gezonde markt met veel vraag naar studentenwoningen en een achterblijvend aanbod. De onderneming is aantrekkelijk gewaardeerd, handelt op een korting ten opzichte van de boekwaarde van 35% en biedt een bruto dividendrendement van bijna 6%.

Het Beursgenoteerd Vastgoed Mandaat bestaat momenteel uit 25 posities, gespreid over een groot aantal segmenten en geconcentreerd op Europa. Het onderliggende dividendrendement bedraagt bijna 5,5%.



Conclusie

Het buitensporige ruime monetaire beleid, in combinatie met verstoringen aan de aanbodzijde van de economie, zoals de begin 2022 opgelaaide energiecrisis en de aanhoudend grote globale logistieke verstoringen, hebben de inflatie in korte tijd tot historisch hoge niveaus opgestuwd. Centrale banken hadden geen andere keus dan het monetaire beleid sterk te verkrappen, door zowel de rente te verhogen als het opkoopbeleid van obligaties stop te zetten. Voor 2023 mag een voortzetting van dit beleid worden verwacht. De praktische uitvoering van monetaire verkrapping is overigens complex, omdat financiële markten erg afhankelijk zijn geworden van goedkope en overvloedige liquiditeit.

De snel gestegen rente is de belangrijkste oorzaak van de sterke koersdalingen op aandelen- en obligatiemarkten in 2022. In dit licht gezien blijft het opmerkelijk hoe begin 2022 de abnormaal hoge waarderingen van groeiaandelen, van vaak meer dan 100x de winst, en negatieve rendementen op obligaties als 'normaal' werden beschouwd. Beleggers die hier afgelopen jaar ver vandaan zijn gebleven, hebben de verliezen weten te beperken.

Ondanks de relatieve outperformance van valueaandelen in 2022, blijft de waardering van deze aandelen vanuit historisch perspectief, zowel in absolute als in relatieve zin, laag te noemen. We verwachten dat deze lage waarderingen niet zullen aanhouden. De historie laat zien dat valueaandelen vaak een inhaalslag maken in een omgeving van economisch herstel (van recessie naar weer positieve economische groei).

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. 9 januari 2023

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

