

## Inleidend

De brede aandelenmarkt (MSCI All Country World Index) daalde in het derde kwartaal met 0,5% waardoor het indexresultaat over de eerste negen maanden +10,9% was. De Japanse aandelenmarkt zette haar opmars voort en kon als enige regio een positief rendement laten zien in het derde kwartaal. De overige regio's lieten allen een daling zien, waarbij het slechtste resultaat door Europa werd behaald. Gedurende het kwartaal hebben waarde- en defensieve aandelen het iets beter gedaan maar deze hebben hun achterstand, opgelopen in de eerste zes maanden, nog zeker niet ingehaald.



Bij de sectoren is met name het resultaat van de energiesector (+14,1%) opvallend. Na de aankondiging van de op één na grootste olieleverancier, Saudi-Arabië, dat het de productieverlaging met 1 miljoen vaten per dag zal verlengen tot jaareinde, liet ook Rusland weten dit te zullen doen met 0,3 miljoen vaten per dag. Mede hierdoor is de olieprijs (WTI) gestegen van circa \$ 70,6 naar \$ 90,8 per vat, een prijsstijging van 29%. Wat ook niet heeft geholpen is dat de Amerikaanse voorraden van ruwe olie meer gedaald zijn dan verwacht. Al deze berichtgeving geeft aan hoe snel de

oliemarkt krappert wordt als gevolg van de aanbodbeperkingen uit Saoedi-Arabië en Rusland. De hogere olieprijs heeft een gunstig effect op de koersen van olie- en gas-gerelateerde producenten waaronder Shell. Daarnaast is er positief effect voor de toeleveranciers en dienstverleners aan de olie-industrie, de Westerse landen zullen immers de productie moeten verhogen om tekorten op te vangen. Dit laatste is een langjarig proces en de Britse regering heeft een eerste stap gezet en toestemming gegeven voor de ontginning van een nieuw olie- en gasveld in de Noordzee.

Wellicht vraagt u zich af hoe het staat met de Magnificent Seven, waarover in de vorige kwartaalbrief werd geschreven? Dit kwartaal zijn de koersuitslagen van deze aandelen minder uitbundig. Alphabet, Meta en Nvidia, waarvan de eerste twee in vergelijking met de overige vijf bedrijven een meer gematigde waardering kennen, konden een positief koersresultaat genereren. De resterende vier aandelen (Tesla, Apple, Microsoft en Amazon) lieten een koersdaling van gemiddeld bijna 5% zien. Wellicht lijken beleggers zich te realiseren dat veel van het positieve nieuws omtrent deze bedrijven al in de koers verdisconteerd is. Misschien is de (eerste) hype omtrent kunstmatige intelligentie voorbij. Wij verwachten echter wel dat deze technologie op termijn een belangrijke rol gaat spelen bij het verbeteren van de productiviteit in het algemeen en mogelijk baanbrekend zal zijn in specifieke sectoren zoals bijvoorbeeld gezondheidszorg (ontwikkeling van moleculen en medicijnen) en technologie. En daar zal het niet bij blijven.

Een technologische ontwikkeling waarvan de positieve impact voor ons minder duidelijk was zijn NFT's. Misschien zag u twee weken geleden het nieuwsbericht over NFT's ook voorbijkomen? *'Twee jaar na de hype rond NFT's is het merendeel waardeloos'* kopte de nieuwssite NOS.nl. Om het geheugen op te frissen: NFT staat voor non-fungible token oftewel een uniek digitaal certificaat waarmee je kunt laten zien dat een afbeelding of video van jou is. De transacties van NFT's worden op 'blockchain' vastgelegd en veelal verhandeld middels de digitale munt ethereum, een van de bekendste cryptovaluta. Een van de meest spraakmakende NFT's was het eerste bericht op Twitter, na de overname door Elon Musk 'X' genoemd, dat voor bijna \$ 2,9 miljoen werd verhandeld. NOS.nl refereerde aan een onderzoek waarin



stond dat 95% van de NFT-collecties op dit moment geen marktwaarde meer heeft. En hoewel Waterland een waarderingsgedreven beleggingsstijl heeft, past dit beleggingsinstrument, ondanks de daling van de prijzen, niet in onze portefeuilles. Omdat het geen kasstromen genereert, iets wat veelal wel gebeurt bij aandelen (dividend) en obligaties (coupon) maar ook omdat wij de intrinsieke waarde niet goed kunnen bepalen. Wij richten ons op beleggingen die wij beter begrijpen zoals aantrekkelijk gewaardeerde aandelen en obligaties met een attractief verwacht rendement.

### **Terugblik derde kwartaal 2023**

Het resultaat van de brede aandelenmarkt was licht negatief gedurende het derde kwartaal. Uitschieter naar boven waren Japanse aandelen, dit ondanks geopolitieke spanningen tussen China en Japan. Japanse aandelen hebben kunnen profiteren van relatief 'goedkope' waarderingen, de langverwachte terugkeer van de inflatie en een verzwakkende munt. De daling van de Japanse yen heeft weliswaar de import duurder gemaakt, maar de zwakkere munt heeft juist de export gestimuleerd. Hierdoor zijn Japanse goederen relatief goedkoper geworden op de wereldmarkt, wat vooral een zegen is voor een groot exportland als Japan. Hoewel de waardering van de Japanse aandelenmarkt is gestegen, worden sommige delen van de markt verkeerd begrepen omdat veel beleggingsanalisten bepaalde aandelen links laten liggen. Dit biedt voldoende kansen voor actieve beheerders. Veranderingen van beursregels hebben bovendien geleid tot een aanscherping van de 'corporate governance' van beursgenoteerde Japanse bedrijven. Daarnaast wil de Japanse beurs de onderwaardering van veel Japanse aandelen verminderen. De Japanse beurs roept bedrijven met een lage koers-boekwaardeverhouding op plannen te maken die leiden tot een herwaardering. Dit kan worden bereikt door investeringen maar ook door dividendverhogingen en terugkoop van eigen aandelen. Veel Japanse bedrijven hebben een positieve netto kaspositie (liquiditeiten minus schulden) waardoor er voldoende ruimte is om de plannen door te voeren.

Een terugblik zonder daarbij uitvoerig over rente en obligaties te schrijven kon een aantal jaren geleden, toen de rente nul was, nog wel. Nu de depositorente van de Europese Centrale Bank 4% bedraagt en zo sterk is gestegen kan dat niet meer. De Nederlandse obligatie-index liet een behoorlijk daling zien (-3,05%), het gevolg van de gestegen rente gedurende het derde kwartaal. Met name de lange rente steeg, waarbij de Nederlandse 10-jaars rente klom van 2,74% naar 3,19%. Met name obligaties met een lange looptijd, die een grote mate van rentegevoeligheid kennen, zijn hard geraakt. Zo daalde de Nederlandse obligatie index met looptijden langer dan tien jaar met 35% vanaf begin 2020. In de Verenigde Staten steeg de 10-jaar rente harder, van 3,83% naar 4,47% en Amerikaanse staatsobligaties met een looptijd van meer dan tien jaar hebben nog forsere dalingen laten zien. De combinatie van historisch lage startrendementen, lange looptijden en snel stijgende rentes is een pijnlijke combinatie gebleken. Hoewel het ernaar uitziet dat het grootste gedeelte van de verwachte renteverhogingen achter ons ligt, lijkt er nu meer focus te zijn op hoe lang de centrale banken de rente op een restrictief niveau zullen houden. Langer hoger wordt steeds meer als noodzakelijk gezien om de hardnekkige inflatie te temmen. De stijging van met name de lange rente heeft zowel in Nederland als in de Verenigde Staten voor een vervlakking van de rentecurve gezorgd. Dit kan duiden op een afname van de economische groei maar ook meer technische factoren zoals een toename van het aantal obligatie-emissies ter financiering van het begrotingstekort alsmede verkopen door beleggers kunnen een rol spelen. De gestegen rente had ook invloed op het resultaat van kredietwaardige bedrijfsobligaties die, ondanks de licht gedaalde risico-opslagen, eveneens een min (-2,1%) realiseerden. Gedurende de eerste negen maanden hebben Nederlandse staatsobligaties en, in mindere mate, kredietwaardige bedrijfsobligaties eveneens een min gegenereerd. De laatste groep kon profiteren van de (beperkte) daling van de risico-opslagen gedurende de eerste drie kwartalen.



## Resultaat portefeuilles derde kwartaal 2023

Gedurende het derde kwartaal zou evenredig beleggen in een mandje wereldwijde aandelen en Nederlandse staatsobligaties een resultaat van -1,75% hebben gegeven. Met name obligaties zijn de oorzaak van dit negatieve resultaat. De Waterland portefeuilles deden het beter, geholpen door een positief resultaat van de risicomijdende obligatieportefeuille, dit gedeelte van de portefeuille liet een deed het beter zowel in absolute als in relatieve zin. Wederom heeft ons beleid om de gemiddelde looptijd van de obligatieportefeuille kort te houden en zo het renterisico te beperken positief uitgekapt. Bij de risicodragende beleggingen bleven aandelen licht achter bij de brede markt. De directe aandelenportefeuille presteerde licht beter dan de brede markt maar de aandelenbeleggingsfondsen leverden uiteenlopende resultaten af. De alternatieven konden in het derde kwartaal een goede bijdrage leveren. Zowel de 'distressed debt' strategieën als het private equity fonds realiseerden een positief resultaat.

## Vooruitzichten en beleid

Economische signalen blijven gemengd. Hoewel conjunctuurcycli kenmerkend zijn voor de economie hebben het ruime monetaire beleid (gedurende met name het vorige decennium) en de Covid pandemie gezorgd voor een abnormale cyclus. Veranderende toeleverancierketens en tekorten op de arbeidsmarkt hebben ervoor gezorgd dat loonstijgingen hoog zijn en de werkeloosheid laag is gebleven. Dit gaat gepaard met toenemende geopolitieke onzekerheden en tijdelijke tekorten van sommige grondstoffen. De inflatie lijkt langer hoog te blijven en centrale bankiers staan voor moeilijke keuzes: is de rente voldoende hoog en hoelang moet de rente hoog blijven om de inflatie blijvend te beteugelen. Intussen drukt de hogere rente op de bestedingen van consumenten en krijgen het bedrijfsleven en overheden te maken met steeds hogere leenlasten. In de Verenigde Staten vindt de discussie plaats of de economische groei zal vertragen ('soft landing') of dat een (milde) recessie een meer waarschijnlijk scenario is. In Europa is de groeivertraging in volle gang terwijl door de hardnekkige inflatie monetaire verruiming op korte termijn onwaarschijnlijk is. In China zijn de schulden- en vastgoedproblemen verergerd en vertoont de regering tot nu toe weinig tekenen dat zij echt daadkrachtig te hulp zal komen.

De combinatie van bovengenoemde onzekerheden en opgelopen waarderingen van met name de Amerikaanse technologiesector zorgt ervoor dat wij voorzichtig zijn met de invulling van het risicodragende gedeelte van de portefeuille. De hoge waardering maakt sommige aandelen van deze sector gevoelig voor koersdalingen wanneer door een afzwakkende groei de bedrijfswinsten dalen en waarderingen normaliseren. Wij zijn echter niet somber gestemd omdat er ook positieve factoren aanwezig zijn, zoals een krappe arbeidsmarkt en relatief hoge huizenprijzen. Even belangrijk, wij zien voldoende beleggingskansen, zowel bij aantrekkelijk gewaardeerde aandelen als obligaties met een attractief verwacht rendement.

Er is voldoende oorlogskas in de beleggingsportefeuilles aanwezig zodat snel kan worden gehandeld bij een mogelijke correctie. In tegenstelling tot een aantal jaren geleden, toen de rente nul was, rendeert deze oorlogskas. Een groot gedeelte van de oorlogskas is belegd in een geldmarktfonds met een aanzienlijk hoger rendement dan een spaarrekening. Daarnaast bevat de portefeuille dagelijks verhandelbare korte staatsleningen en obligatiefondsen.



Onze aandelenportefeuille kent een aantrekkelijke waardering met goede kasstromen en het risicomijdende gedeelte heeft een attractief verwacht rendement van 3,8%. Hoewel portefeuilles volledig zijn belegd is er voldoende ruimte en blijven er nog voldoende mogelijkheden om het risicodragende gedeelte (aandelen en alternatieven) op te hogen. Ons wensenlijstje, met daarop onder andere small caps, hoogrenderende bedrijfsleningen met een gemiddeld korte looptijd en aantrekkelijk gewaardeerde aandelen ligt klaar. Met name afgestrafte winstgevende bedrijven, gerelateerd aan structurele lange-termijntrends zoals technologie en energietransitie, hebben onze aandacht.

Zoals altijd horen wij uw vragen en of opmerkingen graag en staan wij natuurlijk voor u klaar.

Met vriendelijke groet,

Waterland Investment Services B.V.

---

**Disclaimer:**

Deze nieuwsbrief is uitsluitend informatief van aard en kan en mag niet worden opgevat als een beleggingsaanbeveling of research. Wij beogen slechts enig inzicht te geven in het door ons in de afgelopen periode gevoerde beleggingsbeleid, de overwegingen die daarbij een rol hebben gespeeld en de afwegingen die wij hebben gemaakt. Verder geven wij aan wat onze vooruitzichten zijn voor de middellange termijn.