

## KWARTAALBERICHT

Derde kwartaal 2021

**Terugblik**

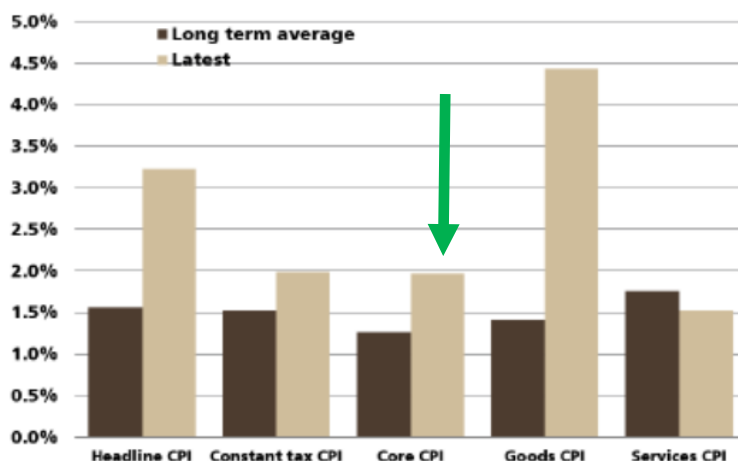
Het derde kwartaal liet in eerste instantie een sterk vervolg zien van de opwaartse trend van de voorgaande kwartalen. Aan het eind van het kwartaal zagen we echter een omslag in het sentiment. Vooral zorgen over de aanhoudende stijging van grondstoffen- en energieprijzen, de inflatieontwikkeling, een mogelijke afvlakking van de economische groei als gevolg en een mogelijke ‘shutdown’ van overheidsdiensten in de Verenigde Staten waren hieraan debet. Ook ging de aandacht uit naar het monetaire beleid van Centrale Banken. Langzaam maar zeker zien we dat de opkoopprogramma’s van obligaties – in gang gezet ter ondersteuning van de financiële markten door de coronapandemie – afgebouwd gaan worden. In China zorgden de financiële problemen rondom Evergrande – de één na grootste projectontwikkelaar van het land – voor nervositeit op de financiële markten.

Europa

- In de vergadering van september jl. heeft de ECB de beleidsrente – zoals verwacht – onveranderd gelaten. Het PEPP-programma (Pandemic Emergency Purchase Programme) zal het komende kwartaal worden teruggeschroefd. Hiermee wordt nu nog voor circa EUR 80 miljard per maand aan obligaties opgekocht. Formeel loopt het opkoopprogramma tot en met maart 2022. In de beleidsvergadering van december wordt meer duidelijkheid gegeven over een nieuwe, mogelijk eerdere, einddatum. Het reguliere opkoopprogramma van EUR 20 miljard per maand blijft gehandhaafd;
- In de media zijn de olie- en gasprijsstijgingen breed uitgemeten. Niet verwonderlijk dat de inflatie in de Eurozone steeg en in september uitkwam op 3,4%; de hoogste stand in dertien jaar. Wij achten het van belang om ook de kerninflatie te benoemen. Het kerninflatiecijfer wordt gemeten zonder de voedsel- en energiecomponent. Deze

## Eurozone inflation—goods and taxes

## Eurozone inflation rates compared to long-term averages



kwam in september uit op 1,9%, daarmee onder de inflatiedoelstelling van de ECB van 2%. Zie afgebeeld overzicht.

Om de olie –en gasprijsstijgingen enigszins te relativiseren, bespreken we verderop in deze rapportage de oorzaken hiervan;

Bron: UBS, Haver

- Tegelijkertijd zien we dat door de productie-disrupties de prijs van goederen is gestegen ten opzichte van het lange termijn gemiddelde, terwijl die van diensten lager uitvalt.

### Verenigde Staten

- De FED liet in haar recente beleidsvergadering eveneens de rente onveranderd;
- De FED heeft aangekondigd de noodsteun te zullen afbouwen. Dit was eerder dan waarop de meeste marktpartijen hadden gerekend. Op basis van de economische groeicijfers, inflatieontwikkeling en de werkgelegenheid in de Verenigde Staten zal het PEPP-opkoopprogramma worden afgebouwd. De ontwikkeling van de economische data zal leidend blijven voor het tempo van de afbouw. De verwachting is dat de huidige aankopen - van circa USD 120 miljard per maand - medio 2022 zijn gestopt. De FED benadrukte dat hieruit geen spoedige renteverhoging af te leiden is. Hieraan worden andere voorwaarden gesteld;
- De Amerikaanse economische groeiprognoses zijn aangepast. Voor 2021 is de groeiverwachting neerwaarts bijgesteld; van 7% naar 5,9%. Voor 2022 is deze opwaarts bijgesteld van 3,3% naar 3,8%. Voor 2021 zijn de productie-disrupties de belangrijkste oorzaak om de groeiverwachting te temperen. De inflatieverwachting is hierop voor 2021 opwaarts bijgesteld naar 4,2% (was: 3,4%). Voor 2022 verwacht de FED een inflatieniveau van iets boven de 2% en daarmee terugkerend naar de doelstelling van gemiddeld 2%;
- Per 5 februari 2022 loopt de termijn van FED-president Powell af. Er is nog geen duidelijkheid of hij wordt herbenoemd. Algemeen acht men de kans hierop groot. Powell kan volgens velen bogen op een daadkrachtige en betrouwbare reputatie. Het beperkt blijven van de economische schade als gevolg van de pandemie wordt mede toegeschreven aan het doortastende beleid van de FED. Uiteindelijk zal president Biden de komende maanden over een (her-) benoeming het besluit nemen.

### China

- Afgelopen kwartaal hebben we bericht over de aangescherpte regelgeving met betrekking tot het mededingingsbeleid voor de grote technologieondernemingen. Dit had - en heeft nog steeds - zijn weerslag op de koersontwikkeling van menig 'Big Tech' onderneming. We verwachten dat de koersdruk hiervan tijdelijk zal zijn. Deze ontwikkelingen zijn afgelopen kwartaal volledig overschaduwd door de problemen, die opdoemden bij de één na grootste vastgoedprojectontwikkelaar van China: 'Evergrande'.

### **'Evergrande', zal het ooit weer groot worden?**

Evergrande; opgericht in 1996 is een toonbeeld voor de explosieve groei van de vastgoedmarkt in China. De afgelopen 25 jaar is het bedrijf uitgegroeid tot de één na grootste projectontwikkelaar van het land met honderden vestigingen en meer dan duizend vastgoedprojecten. Op het hoogtepunt was het bedrijf ruim USD 41 miljard waard naar nu circa USD 5 miljard. Voor de expansie heeft het bedrijf miljarden geleend bij tientallen banken en – lokale - overheden.

Jarenlang heeft Evergrande enorme winsten gemaakt als gevolg van de stijgende vastgoedprijzen in China. Zo financierde men de bouw van de ene woontoren met de verkoop van nog niet gerealiseerde flats. De schuldenlast bedraagt momenteel circa USD 260 miljard.

Samengevat en niet limitatief zijn de problemen ondermeer ontstaan door nieuwe regelgeving.

In 2020 heeft de Chinese overheid nieuwe regelgeving ingevoerd, die toeziet op een 'schuldenplafond' voor projectontwikkelaars. Ofwel het hanteren van een maximaal schuldniveau ten opzichte van de activa en eigen vermogen. Dit om de schuldtoename bij ondernemingen te temperen.

Om de schulden te verlagen heeft Evergrande geprobeerd activa te verkopen, hetgeen niet – tijdig – is gelukt. Het bedrijf is in betalingsproblemen gekomen. De rente op uitstaande leningen kon niet worden betaald.

De Chinese overheid staat hiermee voor een 'prisoner's dilemma'. Indien men het bedrijf redt door het financieel bij te springen, geeft men een signaal af dat onhoudbare financiële risico's kunnen worden afgewenteld op de overheid. Dat zal men te allen tijde willen voorkomen. Het niet helpen door de overheid kent ook risico's. Zo staan er aan de andere kant werknemers, toeleveranciers en duizenden Chinese kopers van de op te leveren woningen. Voor hen dreigt bij een faillissement een financiële strop. De Chinese overheid zal de onrust die dit teweeg zal brengen eveneens zoveel mogelijk willen voorkomen.

Een gecontroleerde herstructurering van Evergrande lijkt de meest voor de hand liggende oplossing.

Investeerders zullen verliezen moeten nemen op hun investeringen. Initieel zitten aan hoge verwachte rendementen ook hoge risico's op het verlies van de inleg. Met het verlengen van de looptijd van de leningen en aanpassingen in betalingsvoorwaarden zou tijd gewonnen kunnen worden bij het herstructureringsproces.



Bron: dw.com

Een vorm van nationalisatie is eveneens een mogelijkheid om zo de woningproductie veilig te stellen. Hiermee zou ook een deel van de kapitaalvernietiging kunnen worden voorkomen.

Met een gecontroleerde herstructurering van Evergrande verwachten wij dat de impact voor de financiële markten beperkt zal kunnen blijven.

## Ontwikkeling financiële markten

In het begin van het derde kwartaal zette de positieve stemming uit het eerste halfjaar zich op de financiële markten voort.

In september sloeg het sentiment om door toenemende zorgen over de inflatieontwikkeling en de gevolgen hiervan voor de economische groei.

Het gevolg was een koersdaling van circa 2,7% in september. De koerswinsten van juli en augustus zorgden ervoor dat het derde kwartaal toch positief afgesloten kon worden. Het koersresultaat voor de aandelenbeleggingen bedroeg circa 1,5%.

Dit resulteert in een resultaat op mondiale aandelenbeleggingen tot en met het derde kwartaal van 2021 van 16,9%.

De aanhoudend hogere inflatieontwikkeling bleef beleggers zorgen baren en zorgde voor stijgende rentes op de kapitaalmarkten. In combinatie met de uitingen van Centrale Banken over de afbouw van steunaankopen zorgde dit voor lichte koersdruk.

Het koersresultaat op obligaties daalde hierdoor in het derde kwartaal met 0,12%. Het rendement op obligatiebeleggingen over de eerste drie kwartalen van 2021 komt uit op -1,8%.



## Olie- en gasprijsstijging: ‘The Perfect Storm’ of ‘wegtrekkend koufront’?

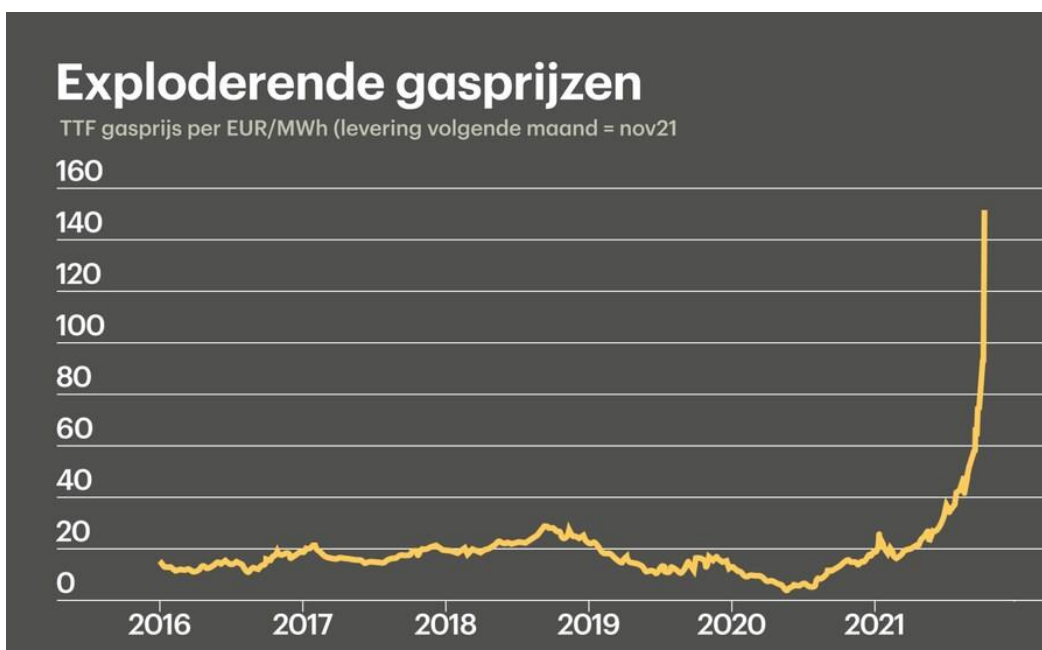
Om de olie- en gasprijsstijgingen te relativeren, willen we een aantal oorzaken duiden:  
Olie

- Door de coronapandemie was er een overschot aan olie. Hierdoor werd in maart 2020 een historisch dieptepunt in de olieprijs bereikt;
- De olieproductie is vervolgens door de OPEC+ stevig teruggeschroefd;
- Het heropenen van economieën na de coronaversoepelingen leidde tot een forse toename in de vraag naar olie;
- De OPEC+ had eerder besloten tot een productieverhoging van 400.000 vaten per dag. Met het huidige groeiherstel was de marktverwachting dat de productie zou worden verhoogd met circa 800.000 vaten per dag. Dit is vooralsnog niet gebeurd;

- Het jaar-op-jaar-effect zorgt voor een vertekend beeld. Zo was in oktober 2018 de olieprijs circa USD 85,- en daarmee in de buurt van het huidige niveau;
- Door de tropische storm Ida van september jl. is de olieproductie in de Verenigde Staten uit de Golf van Mexico tijdelijk stilgelegd. Naast de ontstane schade, was hierdoor ook minder olieaanbod;
- Door de hoge gasprijs is door ondernemingen - die daartoe de mogelijkheid hadden - overgeschakeld op olie. Hierdoor neemt de olievraag verder toe, terwijl de olieproductie voorlopig achterblijft.

### Gas

De (Nederlandse) gasprijs is - meer dan vervijfvoudigd ten opzichte van een jaar geleden - opgedreven door een aantal factoren:



Bron: RTL Nieuws

- De Europese gasproductie is laag door uitgesteld onderhoud aan gasvelden in Noorwegen en de teruggeschoefde gasproductie uit Groningen;
- Er zijn (te) weinig gasvoorraden voor de winter beschikbaar door een bovengemiddeld koud voorjaar. Is de buffer normaal gesproken voor circa 95% gevuld, nu is dit slechts 28%;
- Geopolitieke factoren zijn van invloed op de ontwikkeling van de olie- en gasprijzen. Deze laten we hier buiten beschouwing.

Op korte termijn is de impact van deze prijsstijgingen voor een aantal sectoren en ondernemingen en in het verlengde hiervan voor consumenten onmiskenbaar. Uiteindelijk verwachten wij dat de meeste prijsopdrijvende factoren van tijdelijke aard zullen zijn.

## Vooruitzichten

Het aantal mensen dat gevaccineerd is neemt wereldwijd snel toe. Feit is dat de nieuwsberichten over corona-varianten en het aantal ziekenhuisopnames sterk zijn afgenomen. De kans dat een nieuwe corona-variant tot hernieuwde lockdowns gaat leiden neemt af. Hierop zien we dat veel coronamaatregelen zijn afgebouwd. We zijn bijna terug bij het oude ‘nieuwe’ normaal, waarbij veel ondernemingen weer op volle toeren draaien. De gevolgen van de productie-onderbrekingen zijn nog wel steeds voelbaar. Het huidige productieaanbod kan nog niet voldoen aan de sterk toegenomen vraag. Hierdoor zijn grondstofprijzen en de eerder beschreven energieprijzen gestegen. Dit prijseffect leidt tot een hoger inflatieniveau. Hierover uiten beleggers hun zorgen. Termen als ‘stagflatie’ worden zelfs gebruikt. Stagflatie is de marktomstandigheid, waarbij de economische groei terugvalt (i.c. de productiekant kan niet tegemoetkomen aan de vraagzijde), terwijl prijzen stijgen. Wij blijven van mening beide effecten - disrupties en hogere inflatie - tijdelijk van aard zullen zijn. Temeer daar door de coronaversoepelingen de consumentenbestedingen inmiddels aan het verschuiven zijn van goederen naar diensten en “entertainment”.

De economische groeicijfers en werkgelegenheid ontwikkelen zich positief. Het is naar onze mening dan ook begrijpelijk dat Centrale Banken de opgetuigde opkoopprogramma's - om de gevolgen van de coronapandemie te beteugelen - gaan afbouwen. Wij zien het als teken van kracht, dat economieën weer op eigen kracht kunnen functioneren.

Wij gaan er vanuit dat Centrale Banken hun ruime monetaire beleid voorlopig blijven voeren met een aanhoudend laag renteniveau. Wij verwachten niet eerder dan in 2023 een renteverhoging als het economisch herstel en de groei in werkgelegenheid aanhoudt. Ook dan is onze verwachting dat dit geleidelijk en met kleine stappen zal gaan.

De eerste drie kwartalen zijn sterk verlopen. We voorzien een doorzettend economisch herstel. Wel verwachten wij de komende maanden meer beweeglijkheid op de financiële markten. Factoren, die hieraan ten grondslag liggen zijn: de inflatieontwikkeling, de perikelen rondom de Amerikaanse begroting, de geopolitieke situatie tussen de Verenigde Staten en China en de binnenlandse aangelegenheden in China en de verhouding met buurland Taiwan.

## Beleggingsbeleid

Zoals beschreven wordt het sentiment op de financiële markten door een aantal factoren gedrukt. Toch blijven we van mening dat de meeste hiervan tijdelijk van aard zullen zijn en deze de voortzetting van het economisch herstel niet materieel zullen aantasten.

De huidige marktomstandigheden bieden kansen. Zo is er nog steeds sprake van opwaartse revisies van omzet- en winstcijfers. Wij handhaven dan ook onze Overweging op Zakelijke Waarden met 1/3 van de bandbreedte ten opzichte van Risicomidende Beleggingen. De regio-allocaties binnen de Zakelijke Waarden zijn onveranderd.

Voor *Europese* aandelen hanteren we een *Neutrale* weging. Het heropenen van economieën vertaalt zich aantoonbaar in opwaartse winstrevisies voor ondernemingen.

Veel ondernemingen zijn in staat de gestegen grondstofprijzen door te berekenen aan hun eindklanten. Naast een stijging van de omzet is er ook een winststijging waarneembaar. In de huidige fase van het economisch herstel hebben wij een absolute voorkeur voor 'value' aandelen. Value-aandelen bevinden zich bij uitstek in de sectoren Energy en Financials. Hoewel koersen in deze sectoren al deels zijn hersteld, is er nog steeds sprake van een aantrekkelijke waardering. Wij houden een overweging aan in de sectoren Energy en Financials.

Voor de *Verenigde Staten* handhaven we een *Neutrale* weging. De allocatie naar de sectoren Information Technology en Communication Services hebben we verminderd. Belangrijkste reden is dat we in deze fase van het economisch herstel een voorkeur hebben voor value aandelen boven groeiaandelen.

Voor de allocatie naar *Emerging Markets* hanteren we een *Overweging*. Nog immer zijn de groeiverwachtingen voor de opkomende landen het sterkst. De te prefereren regio binnen dit segment blijft Azië.

De positie in *Japan* is gehandhaafd. Er wordt stevige progressie gemaakt met de coronavaccinaties en circa 40% van de Japanse beursgenoteerde ondernemingen heeft een positieve correlatie met de wereldwijde economische groei. Er is nog steeds sprake van een forse discount van circa 17% in de waardering van de Japanse aandelenmarkt ten opzichte van de MSCI World index. Daarmee is het koerspotentieel aantrekkelijk. De recent gekozen premier Fumio Kishida is voorstander van een ruim monetair beleid. Met zijn benoeming zal er voorlopig geen snelle afbouw van de stimuleringsmaatregelen te verwachten zijn.

Bij de Risicomijdende Beleggingen hebben we een *Onderweging* ten opzichte van de Zakelijke Waarden.

Op basis van de economische groeicijfers en de ontwikkeling van de werkgelegenheid heeft de FED aangekondigd het opkoopprogramma PEPP te gaan afbouwen. Dit zien we als een teken van kracht. Er is naar onze mening voorlopig geen aanleiding om onze rentevisie - van een aanhoudend laag renteniveau - aan te passen. Wij hanteren een duratie in onze obligatieportefeuille, die hoger is dan die van de markt. Zo profiteren we van een relatief aantrekkelijk effectief rendement met een solide kredietkwaliteit.

Obligaties in opkomende landen hebben door hun risicopremie een hoger effectief rendement dan obligaties in 'ontwikkelde' landen. Met de verwachting van een voorlopig aanhoudend laag renteniveau blijft dit segment vanuit risico-/rendementsverhouding aantrekkelijk. We handhaven een positieve visie op *obligaties in opkomende landen*; met in het bijzonder 'Asian High Yield'-obligaties.

Bij de huidige marktontwikkelingen handhaven we een beperkt belang in staatsobligaties en een duidelijke overweging in bedrijfsobligaties.

Maarsse, oktober 2021

Beaumont Capital N.V.