



Ambassador Vermogensbeheer

Kwartaal Update

2^e kwartaal 2021

De aandelenmarkten hebben een positief kwartaal achter de rug. Deze stijging deed zich marktbreed voor. Wel viel op dat de westerse beurzen betere resultaten wisten te behalen dan de opkomende markten, wat vooral aan de snelle uitrol van de vaccinatieprogramma's in de westerse wereld toe te schrijven is. Beter dan verwachte bedrijfsresultaten, aantrekkende economische vooruitzichten, lage rentes en zeer forse monetaire en fiscale steunmaatregelen zijn de belangrijkste verklaringen voor de verdere stijging van de beurzen. De delta-variant van het coronavirus laat de laatste weken wel wat

zand in de economische motor lopen, waardoor deze tijdelijk wat aan momentum verliest. Vooralsnog lijkt deze variant wel besmettelijker, maar niet fataler te zijn dan eerdere varianten.

De obligatiemarkten lieten daarentegen kleine koersdalingen zien en dat komt vooral door de licht gestegen rentes. De per saldo nog altijd extreem lage rentes en de risicopremies die op erg lage niveaus liggen, zorgen ervoor dat het voor obligatiebeleggers momenteel zeer lastig is om nog een positief rendement te behalen.

Tabel 1. Overzicht van de rendementen van belangrijke indices tot en met 30 juni 2021

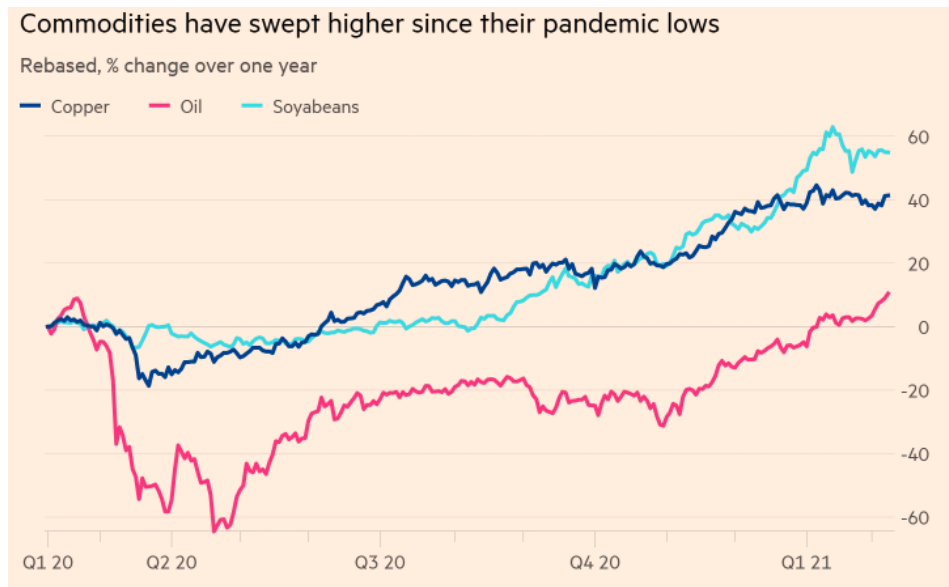
Aandelen ontwikkelde markten	Koers 30-6-2021	%
AEX Index	729,52	16,8%
DAX Index	15531,04	13,2%
FTSE 100 Index	7037,47	8,9%
MSCI World Index (\$)	3017,23	12,2%
DJ Stoxx 600 Europe	452,84	13,5%
S&P 500 Index	4297,50	14,4%
EURUSD FX	1,1857	-2,9%
Vastrentende waarden		
Barclays Global Aggr. Corp. Index - EUR	262,92	-1,3%
Iboxx Liquid Corp. TR Index	237,87	-0,7%

Achtergrond

De afgelopen maanden was er veel discussie over het oplopen van de inflatie, nadat de inflatiecijfers in verschillende regio's hoger dan verwacht uitvielen. In China steeg de producentenprijsindex in mei met 9% t.o.v. een jaar eerder; de sterkste stijging in 13 jaar. Deze stijging werd vooral veroorzaakt door hogere grondstofprijzen en hogere prijzen van ruwe materialen op een moment dat de economische groei sterk aantrekt. Deze hogere kosten en de appreciatie van de Chinese renminbi zullen zich ook gaan vertalen in hogere exportprijzen. De minister van Financiën van de VS en voormalig voorzitter van de FED, mevrouw Yellen, deed ook een duit

in het zakje door aan te geven, dat als het economisch herstel in de VS zo hard blijft doorgaan, de rente dan wellicht te laag is.

Kijken we wat nader naar die oplopende inflatie, dan zien we vooral flink gestegen grondstofprijzen en transporttarieven. Daarbovenop komen zaken als de omvangrijke fiscale stimulering (die gepaard gaat met fors oplopende schulden die ooit wel eens terugbetaald moeten worden), een hogere inflatietolerantie van centrale banken, de uit de gratie geraakte globalisatie en de krimpende Chinese bevolking (waardoor er minder 'reserve' arbeid beschikbaar is).



Figuur 1. Grondstofprijzen zijn in het afgelopen jaar flink gestegen, waaronder die van koper, olie en agrarische grondstoffen zoals sojabonen.

Beleidsmakers van de centrale banken van de EU en de VS wijzen er nog steeds op dat de prijsstijgingen tijdelijk van aard zijn en veroorzaakt worden door de lage vergelijkingsbasis van 2020 en de heropening van de economie. Bij deze visie worden inmiddels steeds grotere vraagtekens geplaatst. Juist nu de economie flink herstelt, komen er naast het zeer ruime monetaire beleid ook nog een aantal enorme fiscale stimuleringsprogramma's bij. In Europa € 750 miljard en in de VS in totaal \$ 4 - 5 biljoen. Enorme bedragen die veel groter zijn dan de door covid-19 veroorzaakte economische terugval.

Daarnaast mag de paradox van de energietransitie niet worden onderschat. Voor een 'schonere' wereld zijn veel zonneparken, windmolens, elektrische auto's etc. nodig en dat zorgt voor een zeer sterke groei van de vraag naar allerlei vervuilende grondstoffen, zoals koper, zink, kobalt, lithium, olie etc. Grondstoffen, waar al vele jaren relatief weinig in nieuwe capaciteit is geïnvesteerd, terwijl de vraag juist sterk aantrekt. Daarbij komt dat veel bedrijven volgens het 'just in time' principe werken. De covid pandemie heeft laten zien dat dit niet zonder risico is, waardoor bedrijven inmiddels ook bezig zijn om meer voorraden aan te leggen, wat ook weer een stimulerend effect op de vraag heeft.

In diverse opkomende markten zoals Brazilië, Rusland en Mexico en ook in westerse landen als Canada, Noorwegen en Tsjechië hebben centrale bankiers al een renteverhoging doorgevoerd. De westerse centrale bankiers (o.a. de FED en de ECB) hebben inflatie feitelijk 'doodverklaard' en hebben aangegeven de rente pas te gaan verhogen als de inflatie langere tijd boven het streefniveau van 2% uitkomt (hogere inflatietolerantie). Kortom, er is een gevaarlijke situatie ontstaan van oplopende inflatie terwijl de centrale banken juist een losser beleid t.a.v. inflatie voorstaan. Het risico op een langere periode van hogere inflatie is dan ook duidelijk toegenomen; iets waar je als belegger wel rekening mee moet houden.

Value Mandaat

Het Value Mandaat heeft in de laatste weken van het tweede kwartaal qua rendement wat terrein prijs moeten geven. Oplopende zorgen over het om zich heen grijpen van een nieuwe variant van het coronavirus en twijfel in de markt of het economische herstel wel zal doorzetten, lijken de belangrijkste verklaringen hiervoor te zijn. Per saldo staan de portefeuilles halverwege het jaar op een mooi rendement.

In de portefeuille is de positie in **IBM** verkocht. De wegen in bestaande posities van o.a. **ABN Amro**, **Greatview Aseptic Packaging**, **Phoenix Group**, **RDSA** en **SBM Offshore** zijn opgehoogd.

De enige nieuwe positie in portefeuille is **Atos**. De Franse onderneming is een grote, wereldwijd opererende, ICT-onderneming met meer dan 105.000 medewerkers die in 71 landen actief is. De onderneming levert een zeer breed palet aan ICT-diensten met grote afnemers in de financiële- en publieke sector, als ook in defensie en telecom. Atos richt zich qua activiteiten met name op digitale beveiliging, het reduceren van CO₂ en innovatie en research. De onderneming bestaat uit drie divisies, te weten Infrastructuur & Data management, Business & Platform Solutions en Big Data & Cybersecurity, waarbij de laatste hard groeit en de eerste twee langzaam krimpen. Atos is door de mislukte overname van DXC en de recente boekhoudkundige issues bij een dochteronderneming in de VS uit de gratie geraakt bij beleggers. Er mogen natuurlijk vraagtekens worden gezet bij de strategie en of het management wel voldoende grip heeft op de organisatie, maar de beurskoers verdisconteert op dit moment echter zeer veel slecht nieuws. Beleggers lijken er aan voorbij te gaan dat de onderneming de afgelopen jaren een goed operationeel trackrecord ontwikkeld heeft en dat de aandelen op de huidige koers erg aantrekkelijk gewaardeerd zijn.



Figuur 2. Koersgrafiek Atos

Hoog Inkomen Mandaat

Het Hoog Inkomen Mandaat heeft een prima eerste helft van het jaar achter de rug. Dit is voor een groot deel te danken aan de relatief zware weging in aandelen in sectoren die zowel in absolute zin als ook historisch gezien (nog steeds) goedkoop zijn, zoals banken, verzekeraars, telecombedrijven en energiebedrijven. Daarnaast helpt het dat de rentes geleidelijk aan het oplopen zijn, zodat bedrijven met hoge(re) dividenden aantrekkelijker worden voor investeerders.

In de portefeuille is de weging in **IBM** verlaagd en zijn nieuwe posities opgebouwd in **Supermarket Income REIT** en **Scor**. De Franse herverzekeraar Scor is naar premievolume gemeten de vierde herverzekeraar in de wereld. De onderneming is in 1970 ontstaan met hulp van de Franse overheid en is sinds 2007 beursgenoteerd. Scor is wereldwijd actief en bedient ongeveer 4.400 klanten. Bijna de helft van de omzet komt uit Noord- en Zuid-Amerika, 33% uit Europa en het Midden-Oosten en 18% uit Zuidoost-Azië. Uitgesplitst naar categorie heeft 56% van het premievolume betrekking op herverzekering van leven- en gezondheidsrisico's. De overige 44% heeft betrekking op de herverzekering van schade. Hiervan heeft 75% betrekking op gewone herverzekering en 25% op speciale verzekering (denk aan catastroferisico's). De verzekeringssector is naar ons idee nog steeds aantrekkelijk geprijsd met een hoog onderliggend dividend. Scor vormt hierop geen uitzondering.



Figuur 3. Hoofdkantoor van Scor van bovenaf gezien.

Op dit moment bestaat het Hoog Inkomen Mandaat uit 37 posities, waarvan 34 aandelen en 3 preferente aandelen. Het dividendrendement bedraagt op de huidige koers 4,5%, de onderliggende cashflow uit de beleggingen is kortom sterk te noemen.

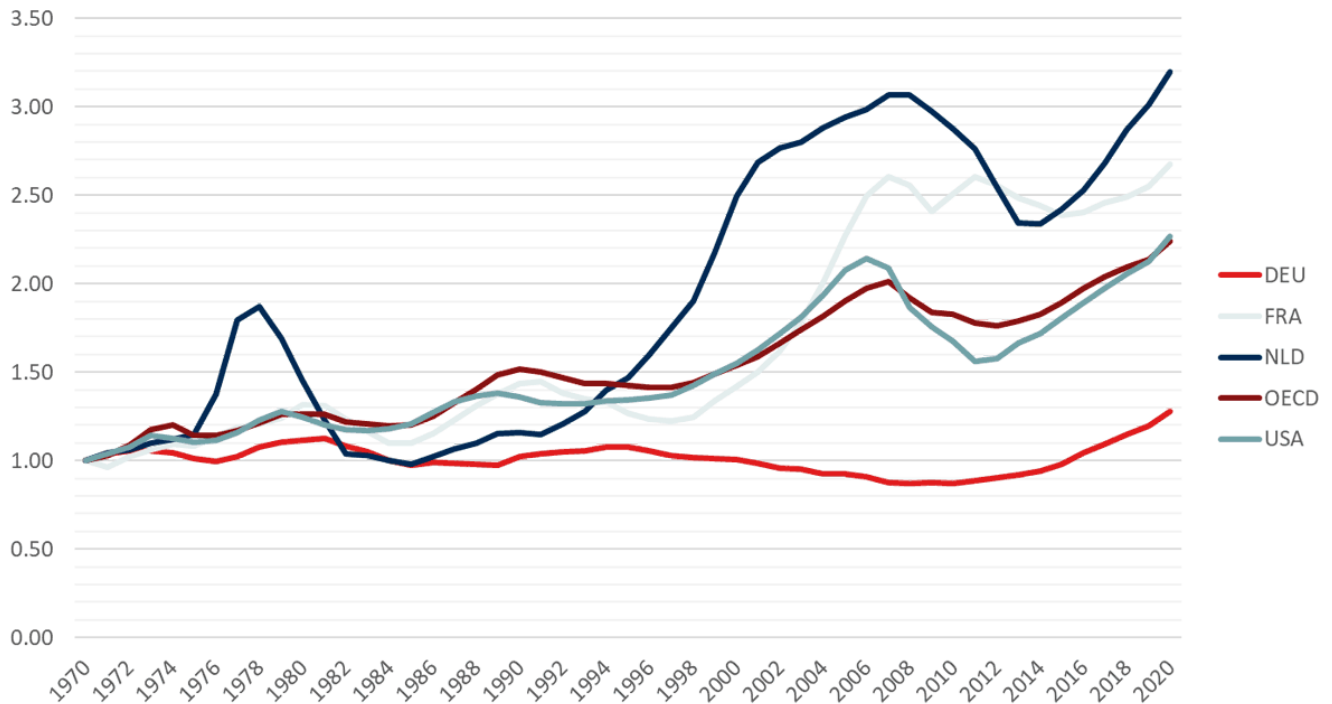
Vastgoed Mandaat

Beursgenoteerd vastgoed heeft een prima tweede kwartaal achter de rug. De nog altijd lage rente, het geleidelijk oplopen van de inflatie, het weer 'opengaan' van de economie en gunstige marktomstandigheden zorgen voor een aanhoudend gunstig klimaat voor beursgenoteerd vastgoed. Vooral de vooruitzichten voor logistiek- en residentieel vastgoed blijven vanwege de sterke groei van de vraag onverminderd goed, terwijl het aanbod dit niet kan bijhouden.

In de portefeuille zijn de twee Noord-Amerikaanse residentiële vastgoedondernemingen verkocht, omdat de koersen van beide ondernemingen sterk waren opgelopen en deze ondernemingen duurder waren geworden dan vergelijkbare Europese residentiële vastgoedondernemingen. We houden in de portefeuille een grote positie aan in vooral Duits residentieel vastgoed omdat de waardering van dit vastgoed nog altijd erg aantrekkelijk is, zeker als je het vergelijkt met andere Europese landen, zoals te zien is in figuur 4. Dat de ondernemingen dit zelf ook vinden, blijkt wel uit het feit dat één van de grotere posities in onze portefeuille, **Vonovia**, een nieuwe poging heeft ondernomen om concurrent **Deutsche Wohnen** over te nemen. Deze derde poging lijkt wel te slagen en de transactie zal eind deze zomer worden afgerond.

De categorieën vastgoed die veel last hebben gehad van covid-19, zoals winkels, hotels en kantoren, hebben in de afgelopen maanden een mooi koersherstel laten zien. In de portefeuille vergeten we deze categorieën niet, maar zijn hierbij wel selectief. We gaan voor die ondernemingen die kwalitatief goed zijn en waarbij de waardering nog steeds aantrekkelijk is. Zo is de weging in de Ierse kantoorvastgoedonderneming **Hibernia REIT** flink uitgebreid. De resultaten waren goed en de impact van covid-19 valt mee, terwijl het aandeel op een veel te grote korting t.o.v. andere Europese kantoorvastgoedondernemingen noteert.

Index woningprijzen (met inflatiecorrectie) per land vanaf 1970



Figuur 4. De casus voor Duits vastgoed is gebaseerd op een prijsontwikkeling die flink achterblijft bij de overige Europese vastgoedmarkten (bron: OECD)

Ook is er een positie opgebouwd in een kleinere Europese winkelvastgoedonderneming, waarvan we van mening zijn dat de fundamenten aanmerkelijk beter zijn dan de markt momenteel inprijs.

Een nieuwe positie in portefeuille is de Franse logistieke vastgoedonderneming **Argan**. Deze vastgoedonderneming heeft panden verspreid over heel Frankrijk, waarbij ongeveer 35% van het vastgoed zich rondom Parijs bevindt. Argan is ontwikkelaar van en investeerder in premium logistiek vastgoed. De onderneming is in 2000 opgericht, is sinds 2007 beursgenoteerd en bezit inmiddels voor 3 miljoen m² aan logistiek vastgoed, verspreid over 87 panden. Ongeveer 60% van de panden heeft een oppervlakte van meer dan 50.000 m². De panden zijn gemiddeld negen jaar oud en de gemiddelde resterende looptijd van de huurcontracten bedraagt 5,7 jaar. Argan is een, in absolute en relatieve zin, aantrekkelijk gewaardeerde logistieke vastgoedonderneming.

Het Vastgoed Mandaat is nagenoeg vol belegd en bestaat momenteel uit 25 posities, gespreid over een groot aantal segmenten en geconcentreerd op Europa. Het onderliggende dividendrendement bedraagt 3,3%.



Figuur 5. Een van de logistieke panden van Argan

Conclusie

De zeer sterke resultaten in het eerste kwartaal hebben een bescheiden vervolg gekregen in het tweede kwartaal. Oplopende zorgen over een nieuwe variant van het coronavirus en twijfel of het economisch herstel zo krachtig zal zijn als eerder werd verwacht, lijken de belangrijkste verklaringen hiervoor te zijn. Niettemin verloopt het economisch herstel beter en sneller dan verwacht en is de impact van het coronavirus op de economie kleiner dan aanvankelijk gedacht.

Financiële markten worden flink ondersteund door zeer lage rentes, een zeer ruim monetair beleid en fiscale steunmaatregelen om de economie te ondersteunen. Deze ontwikkelingen gaan gepaard met oplopende inflatie door o.a. hogere grondstofprijzen, hogere transportkosten, verstoorde productieketens en onevenwichtigheden op de arbeidsmarkt. Grote vraag is of we hier te maken hebben met tijdelijke effecten of dat er sprake is van een fundamentele verandering, juist op het moment dat de centrale bankiers van de grote economische regio's een lossere beleid t.a.v. inflatie voorstaan. Het risico op een langere periode van hogere inflatie is duidelijk toegenomen en daar moeten beleggers wel degelijk rekening mee gaan houden.



Als valuebelegger zoeken we, ongeacht de macro-economische omstandigheden en het monetair beleid, naar ondergewaardeerde effecten. Het monetaire beleid van centrale banken heeft de financiële markten echter flink verstoord met allerlei neveneffecten, zoals flinke speculatie en een huizenmarkt die mondiaal aan het oververhitten is, als gevolg. Een zich sterk doorzettend economisch herstel en een geleidelijke terugkeer

naar een normaler monetair beleid zou in beginsel goed moeten uitpakken voor de portefeuilles. Portefeuilles die nog altijd handelen op een waardering die laag is ten opzichte van de markt en het historisch gemiddelde. Wat dat betreft bieden onze portefeuilles nog steeds significante opwaartse potentie. Om met de woorden van de Amerikaanse generaal Omar Bradley af te sluiten: "We like to set our course by the stars, not by the lights of every passing ship."

Heeft u vragen, schroom dan niet om ons te bellen op tel. 035-2031035 of stuurt u een email naar info@ambassadorvermogensbeheer.nl.

Namens Ambassador Vermogensbeheer
Dr. Ir. Mark de Bruijne CFA, dd. 9 juli 2021

DISCLAIMER

De informatie die u in deze "Kwartaal Update" wordt aangeboden is samengesteld door de researchafdeling van Ambassador Vermogensbeheer. De in deze Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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 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 Kwartaal Update 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 Kwartaal Update 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 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.

Binnendoor 5
1261 EG Blaricum
T +31 (0)35 203 1035

info@ambassadorvermogensbeheer.nl

