



BEAUMONT CAPITAL

Wealth Management

KWARTAALBERICHT

Tweede kwartaal 2020

Terugblik

Het tweede kwartaal van 2020 was evenals het eerste kwartaal historisch te noemen. Medio maart reageerden financiële markten nog fors negatief door de angst over de mogelijke gevolgen van de COVID-19 pandemie. Na van de eerste schrik te zijn bekomen, zagen we in het tweede kwartaal juist het omgekeerde en herstelden financiële markten zich sterker en sneller dan initieel verwacht. Vooral de maatregelen en de daadkrachtige uitvoering hiervan door Centrale Banken vormden een belangrijke drijfveer. Tegelijkertijd was het wereldwijd stapsgewijs heropenen van economieën in combinatie met de steunmaatregelen van overheden een belangrijke stimulans.

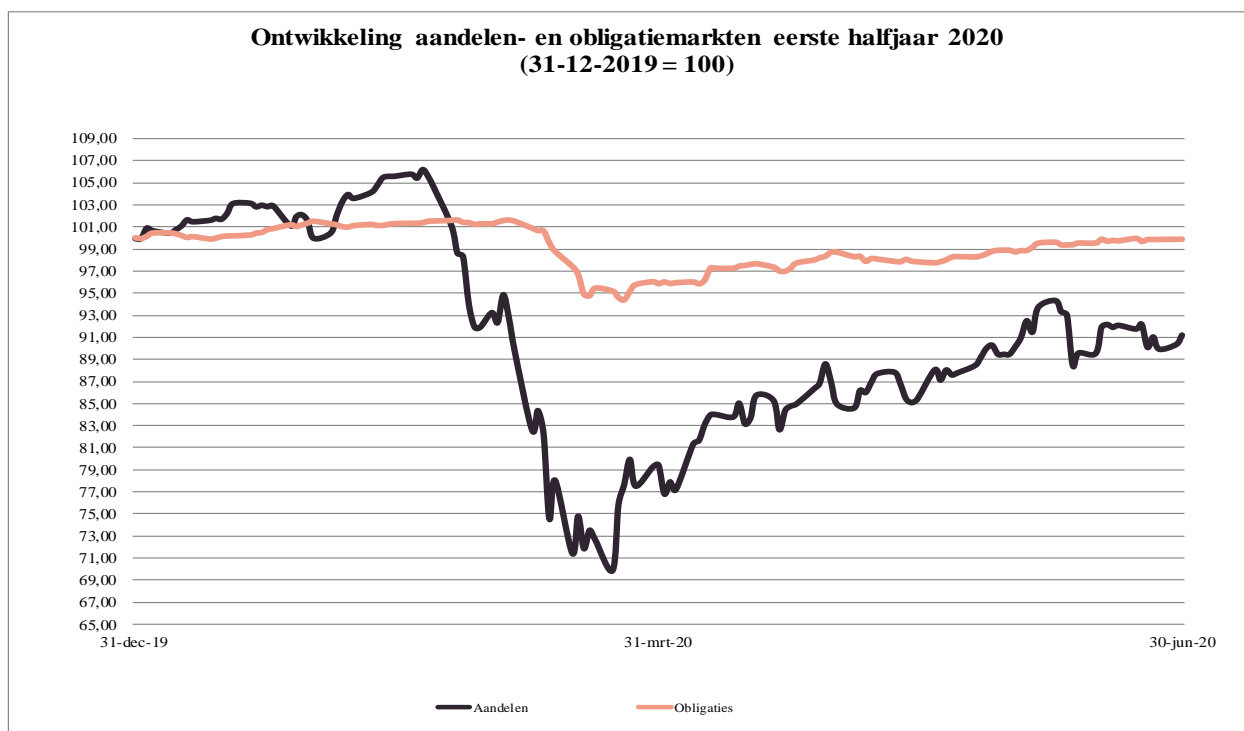
Europa

- De stringente maatregelen van overheden in Europa zijn het afgelopen kwartaal langzaam maar zeker versoepeld. De ‘totale lockdown’ in delen van Spanje, Italië en Frankrijk is opgeheven en ook de Nederlandse ‘intelligente lockdown’ is versoepeld;
- De huidige omstandigheden rondom de coronacrisis laten zien, dat bepaalde ontwikkelingen sneller gaan en bepaalde lange termijn doelstellingen eerder gehaald gaan worden dan initieel verwacht. Een voorbeeld hiervan is de Europese Commissie die recent een voorstel heeft ingediend voor een ‘herstelfonds’ ter waarde van EUR 750 miljard. Hieruit kunnen Europese landen onttrekken voor hun herstelplannen. Eén van de voorwaarden is wél dat in die plannen concrete doelstellingen worden opgenomen op het gebied van milieu en duurzaamheid (‘Green Deal’ goals);
- De ECB heeft bij het rentebesluit van juni jl. het noodopkoopprogramma PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) met EUR 600 miljard verhoogd tot EUR 1350 miljard. Er is inmiddels voor ruim EUR 250 miljard aan obligaties opgekocht. Zoals verwacht liet ECB-President Lagarde de rente ongewijzigd. De depositorente bleef gehandhaafd op -0,5%;
- 1 juli jl. heeft de ECB een opmerkelijk, maar zeker interessant consultatiedocument naar buiten gebracht. In de consultatie roept zij banken in Europa op actiever de fusie- en overnamemogelijkheden te onderzoeken. Consolidatie – zo stelt de ECB - maakt banken efficiënter en winstgevender. Een voorwaarde om zich beter te kunnen voorbereiden op de digitale toekomst en de investeringen, die daarmee gemoeid gaan. Hierdoor zou ook de stabiliteit van het financiële systeem toenemen. Het adagium ‘too big to fail’ is vervangen door ‘too small to (independently) survive’. Pan-Europese banken zouden stabielere zijn en ook beter in staat te concurreren met Amerikaanse en Aziatische banken.

Verenigde Staten

- Ook de Verenigde Staten zijn langzaam maar zeker de economie aan het heropenen. Niet zonder risico zoals is gebleken. De Verenigde Staten heeft de twijfelachtige eer koploper te zijn met het grootste aantal coronabesmettingen – inmiddels bijna drie miljoen - ter wereld. Met het aantal overledenen overtreft Amerika ruimschoots andere landen. Dit zorgt ervoor dat het heropenen van sommige staten in Amerika wordt vertraagd danwel wordt teruggedraaid;
- Toch zijn er duidelijk positieve signalen dat we het dieptepunt voorbij zijn en de weg naar herstel hebben ingezet. Dit blijkt ook uit de ontwikkeling van het maandelijkse Amerikaanse banenrapport. Met een toename van 4,8 miljoen banen was het banenrapport over juni veel beter dan de markt verwachtte en impliceert dit ook – na het desastreuze banenrapport over april met een verlies van ruim 20 miljoen banen – dat de ergste pijn geleden is. Juni is hiermee na mei (+2,7 miljoen banen) de tweede maand op rij van banengroei en een afname van het werkloosheidscijfer van 13,3% naar 11,1%;
- De FED heeft de Amerikaanse basisrente ongewijzigd gelaten op een bandbreedte van 0%-0,25%;
- De balans van de FED is met het uitrollen van de nieuwe opkoopprogramma's in drie maanden tijd gegroeid met USD 3000 miljard tot USD 7200 miljard.

Ontwikkeling financiële markten



Na de forse daling in het eerste kwartaal zagen we in het tweede kwartaal een stevig herstel optreden. De belangrijkste oorzaken hiervoor zijn de ongekennde steunmaatregelen van Centrale Banken wereldwijd, de heropening van economieën en - terecht of niet - het

wegebben van de angst voor het coronavirus. In ieder geval gaf het beleggers vertrouwen in een voorspoedig herstel.

Door het stevige koersherstel van aandelen in het tweede kwartaal kon een groot deel van het verlies uit het eerste kwartaal teniet worden gedaan. Het koersresultaat in het tweede kwartaal bedroeg maar liefst 14,9%, waardoor aandelenmarkten wereldwijd het eerste halfjaar afsloten met een resultaat van circa -8,7%.

Door het daadkrachtig optreden van Centrale Banken met het uitbreiden en versnellen van opkoopprogramma's keerde het vertrouwen bij obligatiebeleggers eveneens terug en zette het koersherstel ook bij obligaties in. Uiteindelijk resulteerde dit in het tweede kwartaal in een rendement op obligatiebeleggingen van 4,2%. Hiermee is het verlies uit het eerste kwartaal nagenoeg weggewerkt. Het halfjaarrendement op obligatiebeleggingen komt uit op -0,1%.

Vooruitzichten

Vorig kwartaal stelden we onszelf twee belangrijke vragen:

1. Hoe lang gaat de coronacrisis duren?
2. Hoe groot zijn de financiële gevolgen hiervan voor de economie?

Deze twee vragen liggen nog steeds aan de basis van onze beleggingsvisie voor de komende zes tot twaalf maanden. Een aantal van de geschetste ontwikkelingen uit voorgaande kwartaalrapportage hebben zich inmiddels positiever en sneller gerealiseerd dan in eerste instantie verwacht.

Het sneller dan verwachte herstel is vooral gedreven door het optimisme over de ongekende omvang van steunmaatregelen van Centrale Banken, het heropenen van economieën en de afnemende angst voor het coronavirus.

Het zichtbare herstel verdient nuance. Het heeft zich met name laten zien op de financiële markten in de vorm van koersherstel. Beleggers lijken daarmee circa twee tot drie kwartalen vooruit te lopen op de verwachte economische ontwikkeling. De effecten voor de 'reële' economie van het afgelopen kwartaal zullen zichtbaar worden in met name de tweedekwartaalcijfers van ondernemingen. Deze zullen de komende weken naar buiten komen en - evident - door de coronacrisis een krimp laten zien. De Europese Commissie haar voorspelling voor 2020 neerwaarts aangepast. Binnen de Eurozone wordt een krimp verwacht van 8,7% (was 7,7%) en voor de Europese Unie -8,3% (was -7,5%).

Voorzichtigheid is op zijn plaats. Er is onzekerheid over een mogelijke 'tweede golf' binnen de pandemie. Er zijn weliswaar positieve verwachtingen over de ontwikkeling van een vaccin maar zekerheid over de termijn waarop dit beschikbaar zal zijn is er allerminst.

Daarnaast zien we als gevolg van de versoepelingen van de coronamaatregelen, dat in een aantal landen het aantal besmettingen weer toeneemt. Dit heeft geleid tot hernieuwde 'lokale' lockdowns. Voorts zal er weer meer media-aandacht uitgaan naar de naderende Amerikaanse verkiezingen in november aanstaande. Door de hernieuwde spanningen tussen de Verenigde Staten en China zijn de geopolitieke risico's toegenomen.

Door het hiervoor geschetste gemengde beeld zullen financiële markten naar verwachting de komende maanden beweeglijk blijven.

Op dit moment lijken vooral de positieve ontwikkelingen de overhand te hebben. Er zijn in de gezondheidszorg duidelijke verbeteringen zichtbaar in de behandeling van het coronavirus. De noodzaak tot het beperken van bewegingsvrijheid neemt hierdoor af.

Onmiskenbaar is dat mondiaal – ook in landen met nieuwe besmettingen – het pad naar verdere ‘normalisatie’ is ingezet.

Wij verwachten dat het herstel in de tweede helft van 2020 zal doorzetten. Een verklaring hiervoor is dat Centrale Banken hun onherroepelijke steun hebben uitgesproken om de gevolgen van de coronacrisis te bezweren. Door het zeer ruime monetaire beleid als ook de ongekennde opkoopprogramma’s in omvang en snelheid waarmee ze uitgevoerd worden. FED President Powell is duidelijk: “we’re not even thinking about thinking about raising rates”. De FED zal ‘alles’ doen wat nodig is om de financiële condities terug te brengen naar het niveau van vóór de coronacrisis.

Zoals in het begin aangegeven hebben de marktomstandigheden rondom de coronacrisis de afgelopen maanden een aantal ontwikkelingen versneld en bepaalde trends duidelijk(er) op de kaart gezet. Algemeen gesteld is de verwachting dat de wereld ‘na de COVID-19-crisis’ een hoge(re) ‘schuldenlast’ zal hebben, minder ‘global’ en meer ‘digitaal’ ingesteld zal zijn.

Een hogere ‘schuldenlast’: dit ligt voor de hand gezien de steun- en opkoopprogramma’s die zijn opgetuigd. De afbouw hiervan zal eveneens worden afgewenteld op toekomstige generaties.

Minder ‘global’: dit is gecompliceerder. De afgelopen maanden is pijnlijk duidelijk geworden dat de positie van China ‘als fabriek van de wereld’ de afgelopen decennia sterk is toegenomen. Daarmee ook de afhankelijkheid van China. De wens om deze afhankelijkheid in te perken, kan overheden en bedrijven doen besluiten productieprocessen naar dichterbij huis te verplaatsen. Met deze ontwikkeling wordt tegelijkertijd een gevoelig punt blootgelegd binnen de lopende handelsbesprekingen tussen de Verenigde Staten en China.

Meer ‘digitaal’: dit is van de drie ontwikkelingen de meest zichtbare in ons dagelijks leven. Overheden, bedrijven en onderwijsinstellingen digitaliseren versneld. Onderwijzen of vergaderen door middel van Zoom, Google Teams of Skype is volledig omarmd. Weliswaar is dit door de ‘lockdowns’ en fysieke beperkingen uit noodzaak geboren, maar deze ontwikkeling zal naar verwachting een meer blijvend karakter hebben met structurele gevolgen voor verschillende sectoren. Bijvoorbeeld in het onderwijs en binnen de vastgoedmarkt. Het online-winkelen bijvoorbeeld zal een grotere vraag doen ontstaan naar distributiecentra. Dit is slechts een voorbeeld binnen het scala aan mogelijkheden en met name thema’s die zich de komende jaren verder – en versneld – zullen ontwikkelen. De factor duurzaamheid zal daarbij een prominente rol spelen.

Tesla overstijgt Toyota en VW – ‘Smart Mobility’

Mede door de huidige marktomstandigheden zien we dat bepaalde technologische ontwikkelingen sneller omarmd worden door het ‘grote’ publiek. Technologische ontwikkelingen die in dit geval inspelen op het lange termijn thema: duurzaamheid en in het bijzonder: ‘Smart Mobility’. Een indrukwekkend voorbeeld hiervan is Tesla. De beurswaarde van Tesla bedraagt inmiddels circa USD 250 miljard. Daarmee is het bijna drie keer (!) zoveel waard als Volkswagen en ruim USD 50 miljard meer waard dan Toyota. Gezien het nog relatief korte bestaan van Tesla (2003) in vergelijking met VW (1937) en Toyota (1936) is dit opmerkelijk. Temeer daar Tesla jaarlijks ‘slechts’ 500.000 auto’s produceert tegen VW en Toyota circa 10,0 miljoen.

Kortom, de verwachtingen van beleggers voor ‘disruptor’ Tesla en de toekomst van elektrische auto’s is daarmee torenhoog. Tegelijkertijd is Tesla meer dan een ‘auto’producent. Tesla ontwikkelt ook onbeperkt schaalbare producten voor de opwekking en opslag van schone energie. Dit staat weliswaar nog in de ‘kinderschoenen’ maar zoals inmiddels is gebleken, zijn sommige kinderschoenen sneller te klein voor ‘groeivoeten’ dan menigeen voor mogelijk hield.

Beleggingsbeleid

Het afgelopen kwartaal hebben we onze beleggingsvisie gehandhaafd met een Overweging in Zakelijke Waarden ten opzichte van Risicomidende Beleggingen.

De verwachting is dat renteniveaus voor langere tijd laag blijven en mogelijk nog iets lager kunnen tenderen. Dit vooral door de forse steunmaatregelen van Centrale Banken teneinde de gevolgen van de coronacrisis te bezweren.

Hoewel met het ingezette koersherstel de waardering van aandelen is toegenomen, zijn aandelen gezien de risico-/rendementsverhouding op middellange termijn nog steeds aantrekkelijk.

De regio-allocatie binnen de Zakelijke Waarden bleef het afgelopen kwartaal ongewijzigd.

Inmiddels zijn door de gestegen koersen de waarderingen van Europese aandelen opgelopen. Mede door de positieve signalen uit bijvoorbeeld de Duitse economie - waar industriële orders in de maand mei met ruim 10% toenamen - voorzien we een voortzetting van het economisch herstel. We handhaven onze *Neutrale weging* voor Europese aandelen.

Voor de *Verenigde Staten* handhaven we een lichte *Overweging*. Vanaf het dieptepunt in maart en april zijn de economische data over mei en juni elke keer beter dan de marktverwachting. Hierdoor worden we gesterkt in onze visie dat door de veerkracht van de Amerikaanse economie deze – wederom - een sneller herstel kan laten zien.

Beleggingen *in opkomende landen* bleken relatief beter bestand tegen de gevolgen van de coronacrisis dan andere regio’s.

Weliswaar zijn de middellange termijn vooruitzichten voor dit segment positief, met de opgelopen waarderingen en de toegenomen spanningen tussen de Verenigde Staten en China handhaven we onze ‘*Neutrale*’ weging voor *opkomende markten*. De te prefereren regio binnen dit segment blijft Azië.

Voor *Japan* blijft onze lichte Onderweging ongewijzigd.

Onze visie op *waarde*-aandelen blijft ongewijzigd. Een interessante ontwikkeling heeft zich de afgelopen maanden voorgedaan in Groot-Brittannië. De FTSE 100-index die voor 40% uit ‘value’-aandelen bestaat (financials, energy & basic materials) is achtergebleven bij het recente koersherstel en kent een stevige discount van circa 25% ten opzichte van de lange termijn gemiddelde waardering. Saillant detail is dat naast de ondergewaardeerde Britse pond ten opzichte van de euro de meeste van deze 100 ondernemingen mondiaal opereren. Een belangrijke oorzaak kan liggen in het tijdelijk opschorten van dividendbetalingen bij veel ondernemingen. We verwachten dat dit van tijdelijke aard zal zijn.

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

Door de recente grote opkoopprogramma’s van Centrale Bankten om de gevolgen van de coronacrisis te beperken, zijn we gesterkt in onze rentevisie. Wij verwachten voor langere tijd een laag renteniveau. Hierop hebben we geanticipeerd door obligaties met een middellange looptijd te kopen. Het risico van een - onverwachte - rentestijging beperken wij door een portefeuille samen te stellen met een ‘*duration*’¹ die nog steeds lager is dan de benchmark.

Bij de huidige marktomstandigheden zijn we van mening dat we goed gepositioneerd zijn voor de komende periode met een relatief aantrekkelijk effectief rendement met een solide kredietkwaliteit.

De verwachting is dat de FED de rente voor langere tijd op het huidige niveau van een bandbreedte van 0%-0,25% zal houden. Obligaties in opkomende landen kunnen hiervan profiteren. We zijn positief over het segment *obligaties in opkomende landen*.

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

Maarssen, juli 2020

Beaumont Capital N.V.

¹ De ‘*duration*’ is een rentegevoeligheidsmeter voor een obligatie: hoe langer de resterende looptijd, des te sterker de actuele waarde reageert op een renteverandering en hoe hoger de *duration*. Vuistregel: stijgt of daalt de rente met 1%, dan fluctueert de actuele waarde met 1% maal de *duration*.