



BEAUMONT CAPITAL

Wealth Management

KWARTAALBERICHT

Tweede kwartaal 2022

Terugblik

Het tweede kwartaal kon het negatieve beleggerssentiment uit het eerste kwartaal niet keren. Het verslechterde zelfs enigszins. Belangrijkste redenen hiervoor waren de aanhoudend hoge inflatieontwikkeling, de hierop volgende renteverhogingen door Centrale Banken en de verwachtingen over toekomstige renteaanpassingen. Dit leidde tot zorgen over de weerbaarheid van de economische groei en voedde de angst voor een mogelijke recessie. Geopolitiek was het vooral de voortslepende oorlog in Oekraïne, waardoor de eerste helft van 2022 voor financiële markten volatiel is verlopen.

In onze 'Voortuizichten' geven we aan dat de huidige volatiliteit eveneens kansen biedt.

Europa

- Door de aanhoudend hoge grondstof- en energieprijzen zien we de inflatieontwikkeling nog steeds op een te hoog niveau. In juni jl. kwam deze voor de Eurozone uit op 8,6% en daarmee hoger dan de marktverwachting van 8,4%. Over mei was het inflatiecijfer 8,1%. Let wel, jaar op jaar;
- De oorlog in Oekraïne heeft er inmiddels mede voor gezorgd, dat de gastoevoer vanuit Rusland naar een aantal Europese landen is verminderd. Zo werd Duitsland - de grootste economie van Europa - voor maar liefst 40% gekort in de gasleveringen. Italië kreeg 15% minder geleverd. Hieruit blijkt dat Rusland niet schuwt om de energietoevoer naar Europa te gebruiken als reactie op de hulp en militaire steun van Europa aan Oekraïne. Eerder was er al de Russische eis om gasleveringen in roebels te gaan betalen. Inmiddels ligt de gastoevoer vanuit de Nord Stream 1 naar Duitsland voor twee weken stil vanwege onderhoud. Hoewel we nu nog in het zomerseizoen zitten is het de vraag of voor de winter de energievoorraden voldoende zijn aangevuld om:
 1. Geen energietekorten te krijgen;
 2. De (al hoge) energieprijzen bij een te hoge vraag en te weinig aanbod nog verder kunnen doorstijgen.Dit laatste zal leiden tot een aanhoudend hoog inflatieniveau;
- De ECB zit met de huidige ontwikkelingen in een lastig pakket. Het inflatieniveau is veel te hoog ten aanzien van de beleidsdoelstelling van '2%', maar tegelijkertijd ziet zij ook de toegenomen risico's, waardoor de economische groei in de kiem gesmoord kan worden bij te snelle of te hoge rentestappen. Niet in de laatste plaats door oplopende renteversillen die ontstaan tussen de kern van de Eurozone en de andere landen binnen de Eurozone. Op basis van de uitspraken van ECB-president Lagarde kan met zekerheid worden gesteld dat - in navolging van de FED in de Verenigde Staten - de ECB eveneens het rente-instrument zal gebruiken om de inflatie in te tomen. De verwachting is dat er in de Julivergadering een renteverhoging van 25 basispunten zal komen, gevolgd door een verhoging van 50 basispunten in de

Septembervergadering en mogelijk nog twee verhogingen van 25 basispunten in oktober en december van dit jaar. Mochten deze verwachtingen uitkomen dan zou de beleidsrente van -0,50% uitkomen op 0,75% per eind 2022. Dit is weliswaar hoger dan we lange tijd gewend zijn, maar nog steeds in absolute zin een laag renteniveau en daarmee accommoderend.

Verenigde Staten

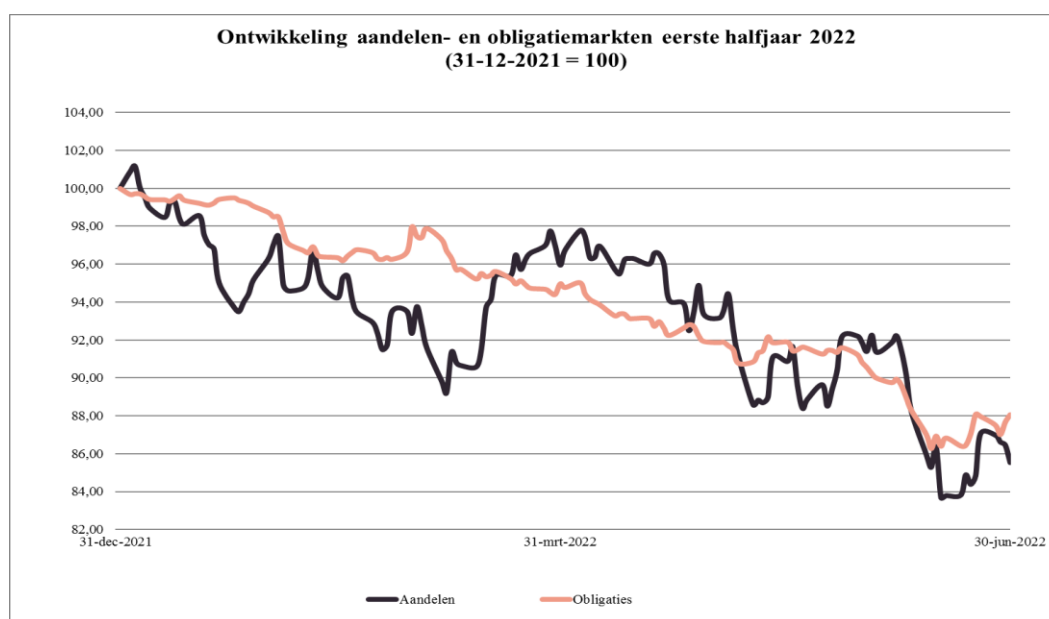
- De FED heeft bij de meest recente beleidsvergadering extra stevig ingegrepen met een renteverhoging van maar liefst 75 basispunten. Dit is vooral ingegeven door het hoge inflatiecijfer van 8,6% in mei. Hiermee komt de bandbreedte voor de beleidsrente uit op 1,50% - 1,75%. Dit was de grootste verhoging in de afgelopen 28 jaar. Naar onze mening is het tekenend voor de bijzondere marktomstandigheden waarin we verkeren. We komen uit de coronacrisis met stevige opkoopprogramma's en ultra-lage rentes, het ingezette economische herstel en daaropvolgend het uitbreken van de oorlog in Oekraïne. Enige renteverhoging is dan al snel 'spectaculair' in de media;
- Dat ook de Amerikaanse economie niet ongevoelig blijkt voor de stevige inflatie en de impact hiervan op de economische groei blijkt uit het meest recente cijfer van de ISM Manufacturing index. Deze kwam in juni uit op 53, het laagste niveau sinds juni 2020. In mei stond deze nog op een stand van 56,1;
- De komende maanden zijn de economische data van cruciaal belang om te bepalen of de FED sneller of langzamer haar monetaire beleid zal verkrappen.

China

- De eerdere economische groeivertraging als gevolg van de Covid-19 lockdowns in Shanghai en Beijing zagen we aan het eind van het tweede kwartaal herstellen. In juni steeg de Caixin services PMI, ofwel de inkoopmanagers index in de dienstensector naar 54,5. Dit terwijl in mei jl. deze nog op een stand van 41,4 uitkwam, ofwel een krimp. De 'Manufacturing PMI' kwam uit op 50,2 in juni. Een stand boven de 50 indiceert groei daaronder is er sprake van krimp;
- Vanaf 1 juni jl. is Shanghai – de grootste haven ter wereld – en daarmee belangrijk voor de wereldexport weer uit de Covid lockdown gehaald. Het langzaam maar zeker weer op volle toeren draaien van deze belangrijke haven zal zijn weerslag hebben op de economische groeicijfers van China;
- In tegenstelling tot de Verenigde Staten en Europa die kampen met hoge inflatiecijfers van respectievelijk 8,6% in mei (VS) en 8,6% in juni (EU) heeft China slechts een inflatie van 2,1% over mei. De producentenprijsindex lag als gevolg van de gestegen energie- en grondstofprijzen duidelijk hoger op een stand van 6,4% in mei, maar lager dan de piek van 10% per eind 2021. Hierin zien we het jaar-op-jaar-effect terugkomen in de vergelijkingsbasis;
- Inmiddels – en dat is een natuurlijke ontwikkeling – heeft China er een nieuwe "concurrent" bij. Wel te verstaan voor wat betreft het aantal inwoners. India is China inmiddels op de hielen genaderd om het stokje van meeste inwoners ter wereld over te nemen. China heeft op dit moment 1,45 miljard inwoners, India 1,41 miljard. Ofwel nog circa 40 miljoen inwoners verwijderd om gelijk te komen. Daarmee zal binnen afzienbare tijd India meer inwoners tellen dan China. Ter illustratie: de Verenigde

Staten hebben circa 330 miljoen inwoners. Binnen de Emerging Markets beleggingen hebben we naast exposure naar China ook oog voor de groeipotentie van innovatieve ondernemingen in India. Eén van onze beleggingskeuzes is bijvoorbeeld HDFC Bank. Door de hoge aantallen consumenten in de ‘thuismarkten’ beschikken deze ondernemingen over een sterke groeikracht.

Ontwikkeling financiële markten



Zoals gezegd, de aanhoudend hoge inflatieontwikkeling en zorgen over de impact van de rentestappen van de Centrale Banken op de economische groei deed het sentiment onder beleggers over het tweede kwartaal verslechteren. De angst voor een recessie – terecht of niet – nam toe. De beweeglijkheid op de financiële markten nam als gevolg hiervan toe. Uiteindelijk zorgden deze factoren ervoor dat mondiale aandelenmarkten in het tweede kwartaal verder wegzakten. Het koersresultaat op mondiale aandelenbeleggingen kwam uit op een negatief resultaat van circa 11%. Hiermee komt het aandelenresultaat wereldwijd over het eerste halfjaar uit op -14,5%.

De retoriek van de Centrale banken is als gevolg van de aanhoudend hoge inflatieontwikkeling ‘offensief’, ofwel ‘hawkish’. Bestuursleden van zowel de FED als van de ECB zijn van mening de rente sneller en met grotere stappen te moeten verhogen om de inflatie te beteugelen.

Dat dit ook een stevige negatieve weerslag had op de obligatiekoersen in het tweede kwartaal mag duidelijk zijn. Het rendement op obligaties daalde in het tweede kwartaal met ruim 7%. Het rendement op obligatiebeleggingen kwam over het eerste halfjaar hierdoor uit op -11,9%.

Vooruitzichten

De huidige marktomstandigheden worden gedomineerd door de 3-R's: Rente, Recessie en Risico's.

De risico's voor de bestendigheid van de mondiale economische groei zijn mede door de geopolitieke ontwikkelingen en daaropvolgend aanhoudend hoge energie- en grondstofprijzen toegenomen. De vraag is hoelang de prijsstijgingen nog aan de consumenten doorberekend kunnen worden?

De inflatieontwikkeling van de afgelopen maanden heeft beleggers doen balanceren tussen hoop en vrees. Dit zien we vooral terug in de verwachtingen over de snelheid en hoogte van de rentestappen door Centrale Banken. Er is naar onze mening sprake van een 'overreactie'. De 'overreactie' in de renteverwachtingen en de angst voor een recessie heeft er inmiddels wel voor gezorgd dat zowel de aandelen- als obligatiemarkten een flinke koerscorrectie hebben doorgemaakt.

Met onze beleggingsvisie gaan we in het 'basisscenario' uit van een uitkomst, waarbij een soft-landing de meest waarschijnlijke is. Dit biedt naar onze mening beleggingskansen voor de tweede helft van 2022.

Een belangrijke voorwaarde hiervoor ligt verscholen in het jaar-op-jaar-effect en het laveren van de Centrale Banken – de FED voorop en de ECB meestal volgend - om met het monetaire beleid de economische groei niet in de kiem te smoren. Naar onze mening zullen de effecten van de recente renteverhogingen binnenkort ook in de economische data zichtbaar worden. Dit kan er mogelijk toe leiden dat er een pauze wordt ingelast in de snelheid of hoogte van de renteverhogingen of zelfs weer een mogelijke renteverlaging in 2023.

Het inflatiecijfer in de Verenigde Staten en Europa zal voorlopig op een hoger niveau blijven dan we het afgelopen decennium gewend zijn geweest. Wij verwachten echter dat de stijging ervan binnenkort onder controle zal komen. Dit is ingegeven door:

- De uitgevoerde en nog geplande renteverhogingen door onder andere de FED en de ECB;
- De jaar-op-jaar effecten;
- Door het opheffen van coronamaatregelen zal de sterke vraag naar goederen enigszins afnemen ten faveure van diensten;
- Door het meer in balans komen van vraag- en aanbod kunnen vertragingen binnen productie- en distributieketens afnemen. Er zijn inmiddels signalen dat er al weer voorraden worden aangelegd. Hierdoor kan er in sommige segmenten zelfs prijsdruk ontstaan;
- Ook zijn er signalen dat de capaciteitstekorten in de chipsector over hun hoogtepunt heen zijn en het aanbod zich ten opzichte van de vraag normaliseert.

Thema's

Grondstoffen

Vanuit ons lange termijn thema 'elektrificatie van auto's, batterijen en de energieopslag volgen wij de ontwikkelingen van grondstoffen(-prijzen) al langere tijd. Hoewel er geen direct rendement in grondstoffen zit, zijn de afgelopen tijd de prijzen fors opgelopen door meerdere factoren. Hierover hebben we in eerdere rapportages al geschreven. Er zijn talrijke factoren die van invloed zijn op grondstoffenprijzen en daarmee lastig in te schatten. Een niet te onderschatten factor is ondermeer het politieke risico. Zo worden veel grondstoffen gedolven in soms politiek instabiele landen, met dito Environmental, Social of Governance (ESG)-issues. Toch willen we profiteren van de toenemende vraag naar – soms schaarse – grondstoffen die inspelen om ons lange termijn thema, waarin we goede groeivoorzichten voorzien. Voorbeelden van deze grondstoffen zijn: lithium, cobalt, koper, aluminium, nikkel

en zink. Belangrijke voorwaarde - die wij van belang achten - om de grote beweeglijkheid en het neerwaartse prijsrisico voor genoemde grondstoffen te mitigeren is door het opnemen van een garantie op einde looptijd door een uitgevende instelling met Investment Grade.

Water

Het thema 'Water' hebben we al lange tijd opgenomen in de beleggingsportefeuilles. Hoewel soms wat onderbelicht, wordt het des te zichtbaarder als er berichtgeving in de media komt over grote droogte en/of de verzengende hitte zoals we recent hebben gezien in Italië en India. Het belang van schoon drinkwater in de wereld wordt naar onze mening nog steeds onderschat. Temeer daar het door 'global warming' en andere factoren steeds meer als strategische asset op politieke agenda's zou moeten verschijnen. Ook hierin voorzien we een duurzaam lange termijn groeipotentieel.

Beleggingsbeleid

Op basis van onze beleggingsvisie hebben we het afgelopen kwartaal vastgehouden aan onze Overweging op Zakelijke Waarden ten opzichte van Risicomijdende Beleggingen.

Door de toegenomen geopolitieke onzekerheid, de inflatieontwikkeling en de eventuele gevolgen hiervan op de economische groei achten wij verder verhogen van de Overweging in Zakelijke Waarden – op dit moment - niet opportuun.

Om de regio-allocaties binnen de Zakelijke Waarden te handhaven hebben we door middel van rebalancing een aantal accenten aangebracht.

Voor *Europese* aandelen hanteren we een *Neutrale* weging. De risico's zijn voor Europa toegenomen nu Rusland de energietoevoer als politiek drukmiddel lijkt in te zetten. Hoewel er naarstig naar alternatieven wordt gekeken, moeten we hierin realistisch zijn. Hier hebben we afgelopen rapportage uitgebreid bij stilgestaan. Enige versnelling naar 'vergroeningsalternatieven' of uitstel van het sluiten van kern- en kolencentrales is opportuun. Inmiddels zijn naar onze mening een groot deel van genoemde risico's ingeprijsd. Bij de huidige waarderingen – en inflatieontwikkeling – hebben we nog steeds een absolute voorkeur en daarmee een Overweging voor sectoren als Energy en Financials. Vanuit een defensieve benadering en waardering hebben we ook de sector Healthcare Overwogen.

Voor de *Verenigde Staten* handhaven we een *Neutrale* weging. In de Verenigde Staten zijn de risico's toegenomen, zij het in beperktere mate dan in Europa. De arbeidsmarkt ontwikkelt zich nog steeds sterk, maar ook hier blijft de inflatieontwikkeling te hoog. Vooral 'groei'-aandelen en met name de sector Information Technology hebben het de afgelopen zes maanden zwaar gehad. Gezien de marktposities en vaak innovatieve activiteiten zijn er selectief interessante koopkansen voor de middellange termijn. Zeker als we ervan uitgaan dat de FED in staat is om een 'soft-landing' te bewerkstelligen.

Voor de allocatie naar *Emerging Markets* hanteren we een *Overweging*. De groeiverwachtingen zijn voor de opkomende landen het sterkst. Met het herstelpotentieel hebben we een voorkeur voor Azië en specifiek voor China. Door het zero-covidbeleid zagen we het economisch groeiherstel in de eerste helft van 2022 vertragen. Inmiddels met het

opheffen van de corona beperkende maatregelen zien we direct een opleving in de economische data. Wij verwachten dat dit zich versterkt zal voortzetten in de tweede helft van 2022. Dit is mede ingegeven door additionele groeistimulering door de Chinese autoriteiten en de aantrekkelijke waardering.

De positie in *Japan* blijft gehandhaafd op *Onderweging*.

De Risicomijdende Beleggingen blijven onderwogen ten opzichte van de Zakelijke Waarden.

De afgelopen jaren hebben we op basis van onze rentevisie van een lage rente bewust de duratie opgetrokken tot boven de benchmark om gebruik te maken van de zeer lage tot negatieve rentestanden. Door de naar onze mening huidige 'overreactie' in de renteverwachtingen zijn obligatiekoersen stevig gedaald en de effectieve rendementen gestegen. Wij verwachten dat de FED de rente eind dit jaar zal hebben opgehoogd tot circa 2,5% - 2,75%. De ECB zal naar verwachting de beleidsrente hebben opgetrokken tot 0,75%. Daarmee nog steeds een historisch absoluut laag renteniveau. De Amerikaanse economie vertoont al tekenen van afkoeling. Daarmee zal naar onze mening de noodzaak tot grote rentestappen af kunnen nemen. Binnen deze bandbreedte achten wij onze rentevisie en het gevoerde duratiebeleid nog steeds opportuun.

Door de grote beweeglijkheid zijn een aantal obligaties met een relatief korte looptijd aantrekkelijker geprijsd. Om hiervan gebruik te maken hebben we een obligatie met minder dan 1 jaar resterende looptijd tegen circa pari verkocht en een obligatie met een relatief korte looptijd (circa 3 jaar) teruggekocht. Het aanvangsrendement van deze nieuwe obligatie bedroeg maar liefst 3,5%.

Obligaties in opkomende landen hebben door hun risicopremie een hoger effectief rendement dan obligaties in 'ontwikkelde' landen. We handhaven een positieve visie op *obligaties in opkomende landen*; met in het bijzonder 'Asian High Yield'-obligaties. Door de recente koersontwikkelingen zijn we van mening dat bij gelijkblijvende faillissementsrisico's de aantrekkelijkheid van dit segment is toegenomen.

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

Maarsse, juli 2022

Beaumont Capital N.V.