



BEAUMONT CAPITAL

Wealth Management

KWARTAALBERICHT

Derde kwartaal 2022

Terugblik

Het derde kwartaal kende een goede start, maar kon de positieve lijn niet vasthouden. De belangrijkste redenen hiervoor waren de aanhoudend hoge inflatie en de hierop volgende vastberadenheid van Centrale Banken om – ter beteugeling hiervan – de rente sneller en met grotere stappen te verhogen dan eerder voorgenomen. Tegelijkertijd zien we een afname van de hoop op een spoedige de-escalatie van de oorlog in Oekraïne. Het beleggerssentiment staat dan ook behoorlijk onder druk.

Europa

- De oorlog in Oekraïne gaat een nieuwe fase in. President Poetin heeft een ‘gedeeltelijke’ mobilisatie afgekondigd en na de uitkomst van ‘schijnreferenda’ in Luhansk, Donetsk, de regio Cherson en Zaporizja zijn deze bezette gebieden geannexeerd als Russisch grondgebied. Ook heeft Poetin bij herhaling gedreigd met het inzetten van nucleaire wapens. Volgens experts kunnen deze ontwikkelingen tot een gevaarlijke escalatie van de oorlog leiden. Saillant detail is dat Poetin in zijn ‘annexatiespeech’ oproept tot een staakt-het-vuren en aandringt op onderhandelingen. Uiteraard erkent Oekraïne de annexatie niet. Zijn er binnen afzienbare tijd niettemin onderhandelingen te verwachten? Deze vraag laat zich vooralsnog lastig beantwoorden;
- Door de al geruime tijd hoge gas- en energieprijzen zien we inmiddels een bredere doorwerking naar onderliggende sectoren. De meest recente inflatiecijfers in Europa, waaronder Duitsland en Nederland zijn historisch hoog;
- De ECB heeft – relatief – doortastend opgetreden door de beleidsrente met 75 basispunten te verhogen. De ECB blijft hiermee weliswaar volgend naar het tempo van de FED. Wij verwachten dat de ruimte voor de ECB om nog te verhogen beperkt is. Redenen zijn de bijzondere omstandigheden die ten grondslag liggen aan de inflatie – daar komen we later in de rapportage op terug – en de mogelijke financieringsproblemen, die dit bijvoorbeeld voor Italië kan gaan geven. Zo ligt de schuldenproblematiek van Griekenland ons nog vers in het geheugen;
- In het Verenigd Koninkrijk zorgt de regering onder leiding van de nieuw aangetreden premier Truss met haar begrotingsplannen voor toenemende onzekerheid. Een kostbaar plan - GBP 60 miljard - om de oplopende energiekosten voor de Britse bevolking de komende maanden betaalbaar te houden en een aangekondigde belastingverlaging ter waarde van GBP 45 miljard leiden tot grote zorgen onder beleggers over de financierbaarheid ervan. Inmiddels is door luid protest een deel van deze belastingverlagingen teruggedraaid. Financiële markten straffen de onhoudbare regeringsplannen af door Engelse staatsobligaties te verkopen. Ook daalde de pond sterling naar een historisch dieptepunt. Dit leidde uiteindelijk tot een interventie van de Bank of England om deze ontwikkelingen een halt toe te roepen.

Verenigde Staten

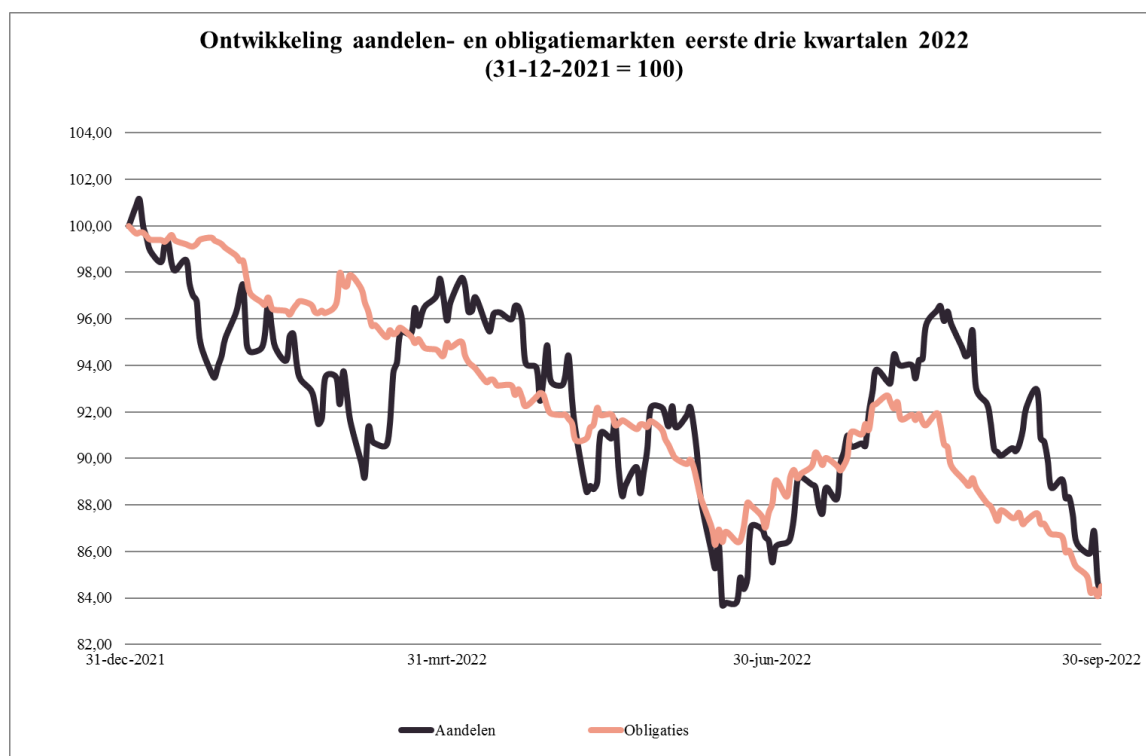
- Tijdens het jaarlijks Economisch Symposium in Jackson Hole augustus jl., heeft Jerome Powell olie op het vuur gegooid door aan te geven dat het de prioriteit van de FED is om de inflatie te bestrijden en dat dit mogelijk niet zonder pijn zal gaan voor de economie. Met andere woorden, het rente-instrument zal net zolang ingezet worden tot daadwerkelijk een daling in de inflatieontwikkeling zichtbaar is. Dat daarbij de economische groei zal vertragen of dit beleid mogelijk tot een economische krimp kan leiden, wordt daarbij niet geschuwd;
- Bij de recente beleidsvergadering van de FED is de daad bij het woord gevoegd door voor de derde keer op rij de basisrente met 75 basispunten op te hogen. De 'federal funds rate' komt daarmee uit op 3,25%. De Amerikaanse arbeidsmarkt laat nog steeds een sterke ontwikkeling zien. In een aantal sectoren is de vraag groter dan het aanbod, ofwel een tekort aan mensen. Tegelijkertijd zijn er nog weinig tekenen van een afzwakkende inflatie. Zo steeg de kerninflatie (zonder voedsel- en energieprijzen) in augustus met 0,6% tot 4,9% en daarmee boven de verwachte 4,7%;
- Een belangrijke graadmeter voor de economische bedrijvigheid in de Verenigde Staten is: de ISM Manufacturing Index. Deze index kwam over september uit op 50,9, terwijl deze in augustus nog een stand van 52,8 noteerde en in mei jl. 56,1. We kunnen hieruit afleiden dat de daling voorlopig is ingezet. De Amerikaanse economie laat hiermee duidelijke tekenen van afkoeling zien;
- Deze economische data zijn naast de ontwikkeling van de arbeidsmarkt belangrijke factoren voor de FED om te bepalen of zij het huidige verkrappende monetaire beleid zal temperen of een pauze in zal lassen.

China

- Tot op heden verloopt het economisch herstel in China dit jaar teleurstellend. Dit is vooral het gevolg van de eerdere lockdowns door het zero-Covid-beleid van de Chinese overheid, maar ook de problemen in de Chinese vastgoedsector, waarover we eerder hebben gecommuniceerd. Tegelijkertijd zorgden de afgelopen maanden klimatologische factoren – hittegolven met grote droogte tot gevolg – voor een tekort in de energieopwekking. Het energiegebruik werd in een aantal gevallen gerationeerd dat voor problemen zorgde in ondermeer de productie- en distributieketens;
- De verwachte economische groei zal voor 2022 uitkomen op circa 3% tegen de eerder verwachte 5%-5,5%. Hoewel het een stevige economische terugval is, groeit het land nog immer harder dan de Verenigde Staten en Europa. Een voordeel voor China is dat de inflatie laag is. De Chinese overheid heeft mede hierdoor ook nog de ruimte om haar huidige stimuleringsmaatregelen voort te zetten. De verwachting is dat dit in de loop van het vierde kwartaal zijn vruchten zal gaan afwerpen;
- Een belangrijk moment is het 20^{ste} Partijcongres van de Chinese Communistische Partij medio oktober aanstaande. Met grote waarschijnlijkheid zal president Xi Jinping voor een derde termijn worden benoemd. Ook zal gesproken worden over de langere termijn ontwikkelingsplannen. China zal naar verwachting stevig inzetten op het ombuigen van de nu nog vooral productiegerichte economie naar een meer dienstgerichte economie. Hierin zal mogelijk ook ingegaan worden op de ambitieuze plannen op het gebied van milieu en duurzaamheid;

- Belemmering om China's lange termijnplannen kracht bij te zetten, vormen de recente extra restricties die de Verenigde Staten heeft opgelegd bij de export naar China van geavanceerde technologie, waaronder chips.

Ontwikkeling financiële markten



Door de hoge inflatie en stijgende rentes zien we dat aandelen en obligaties nagenoeg gelijk op gaan in koersontwikkeling (zie grafiek).

Dit is bijzonder aangezien obligaties - over het algemeen – niet positief met aandelenmarkten correleren. Vorig kwartaal benoemden wij al de naar onze mening aanwezige ‘overreactie’ in de obligatiemarkten door de renteverwachtingen. Hierna, in onze beleggingsvisie voor de komende periode, komt dit opnieuw aan de orde.

Het koersresultaat op mondiale aandelenbeleggingen kwam in het derde kwartaal uit op een negatief resultaat van circa 1,5%. Hiermee komt het aandelenresultaat wereldwijd over het eerste drie kwartalen van 2022 uit op -15,8%.

Het rendement op obligaties daalde in het derde kwartaal met ruim 4%. Het rendement op obligatiebeleggingen kwam over de eerste negen maanden van 2022 uit op -15,5%.

Vooruitzichten

De focus van financiële markten zal ook de komende maanden blijven liggen op de inflatie- en renteontwikkeling en de houding van Centrale Banken in deze. Dit in combinatie met de toegenomen geopolitieke onzekerheid zorgt ervoor dat de komende maanden de beweeglijkheid op de financiële markten bovengemiddeld zal blijven.

Het beleggerssentiment zal dan ook op de proef worden gesteld en bewegen tussen hoop en vrees.

In ons basisscenario gaan wij nog steeds uit van een ‘soft landing’. We verwachten dat de economische groei wereldwijd zal vertragen, waarbij een aantal landen mogelijk toch in een recessie belanden. Een recessie – hiervan is sprake als er twee kwartalen achter elkaar sprake is van een krimp van de economie – zal naar onze mening echter van korte duur zijn en niet diep.

Voor de economische data zullen de komende periode moeten uitwijzen of een ‘soft landing’ mogelijk is of dat we toch in een recessie belanden. De economische balans is delicaat. Centrale Banken kunnen met hun monetaire beleid hierin een belangrijke rol vervullen. In dit verband willen we wijzen op een belangrijk verschil tussen de situatie in de Verenigde Staten en die in Europa.

De FED in de Verenigde Staten heeft een tweezijdig mandaat: prijsstabiliteit en maximale werkgelegenheid. De ECB heeft enkel een mandaat voor prijsstabiliteit.

Welnu, zonder limitatief te zijn, de inflatie in de Verenigde Staten is vooral vraag gedreven in combinatie met te weinig aanbod. Loonstijgingen zijn op hun beurt ingegeven door tekorten op de arbeidsmarkt. De Amerikaanse arbeidsmarkt bevindt zich op dit moment nagenoeg op een niveau van maximale werkgelegenheid. Hier heeft een verkrappend monetair beleid van de FED zeer waarschijnlijk het juiste uitwerkingseffect. Eenvoudig gezegd; stijgende rentes zorgt dat lenen duurder wordt, de vraag afneemt en de werkloosheid licht oploopt. Dit leidt uiteindelijk tot dalende prijzen (lees: lagere inflatie). Dit zien we voor een deel al terug in de teruglopende ISM-indexcijfers over de afgelopen 5 maanden. Het meest recente arbeidsmarktrapport laat ook een daling zien in het aantal vacatures. Het aantal vacatures daalde van 11,2 miljoen naar 10,1 miljoen, ofwel bijna 10% minder over een periode van een maand. Vooralsnog is het werkloosheidscijfer in de Verenigde Staten met 3,5% historisch laag. De verwachting is dat dit de komende 12 maanden kan oplopen tot circa 4,4%. Historisch heeft een stijging van dit formaat geleid tot een significant lagere economische activiteit.

Voor de ECB is het een lastiger verhaal om de inflatie met verkrappend monetair beleid te lijf te gaan. Temeer daar een belangrijke component van de prijsstijging voortkomt uit de fors gestegen energieprijzen, niet in de laatste plaats als gevolg van de oorlog in de Oekraïne. Hoewel Europese regeringen gaan werken met prijsplafonds en steunmaatregelen voor bepaalde sectoren, is er nog een factor die niet door de ECB te beïnvloeden is: *de OPEC*. Het zal niet verwonderlijk zijn dat olieproducerende landen gebaat zijn bij een hoge olieprijs, ‘door welke oorzaak dan ook’.

Dit blijkt ook uit de recente OPEC+-vergadering. Zij kwam met het besluit om de olieproductie per november aanstaande met twee miljoen vaten per dag te reduceren. Dit was veel meer dan initieel verwacht. De verwachting was dat de olieproductie met tenminste 500.000 vaten per dag zou moeten worden teruggeschroefd om de olieprijs te stutten bij de verwachte daling van de economische groei. Een vat Brent Olie noteerde medio juni nog rond de USD 122. Per eind september jl. was deze teruggezak tot USD 85. Met bovengenoemde reductie in combinatie met de disruptie in de beschikbaarheid van olie uit Rusland naar Europa, kan de olieprijs mogelijk stijgen tot circa USD 110 per eind 2022.

Met bovenstaande ontwikkelingen verwachten wij dat de FED in de **Verenigde Staten** – wederom – eerder zijn doelstellingen zal halen dan de ECB in Europa. Weliswaar zal de economische groei in de Verenigde Staten ook tijdelijk onder zijn gemiddelde groeivoet uitkomen en mogelijk zelfs negatief, zij het van korte duur.

In **Europa** is het economisch groeipad en de inflatieontwikkeling ongewisser, mede door de ontwikkeling van de oorlog in Oekraïne en in het verlengde hiervan de ‘energy security’ voor de komende winter. En mogelijk nog ver(der) weg, maar mogelijk risicovoller in omvang: de gasvoorraad voor de volgende winter. Energie is op dit moment een bijna allesbepalende factor in de neerwaarts bijgestelde economische groeiverwachtingen en het negatieve beleggerssentiment. Hoewel de kans voorlopig klein lijkt, kan als gevolg van een positieve uitkomst van structurele energiealternatieven danwel een onverwachte ‘vreedzame’ staakt-het-vuren-oplossing in de oorlog in Oekraïne tot een snelle omkeer in de groeiverwachtingen en het sentiment leiden.

Door de eerdergenoemde omstandigheden heeft **China** dit jaar tot heden onder verwachting gepresteerd. Niet in de laatste plaats door het strenge zero-Covid beleid. Ondanks de bijgestelde groeiverwachtingen voor 2023 heeft China zowel relatief als absoluut goede groeivoorzichten. Daarbovenop komt dat de inflatie met circa 2% tot 3% laag is en de Centrale Bank van China nog mogelijkheden heeft om te stimuleren.

Beleggingsbeleid

We hebben afgelopen kwartaal onze overweging op Zakelijke Waarden ten opzichte van Risicomijdende Beleggingen gehandhaafd.

Met dien verstande dat wij binnen deze overweging in Zakelijke Waarden het zwaartepunt nog meer hebben verplaatst naar ‘Value’ en defensieve beleggingen. Op deze manier achten wij het neerwaartse risico door de toegenomen geopolitieke onzekerheid, de inflatieontwikkeling en de eventuele gevolgen hiervan op de economische groei te mitigeren. Historisch is ook gebleken dat ‘Value’-aandelen het relatief beter doen dan ‘Growth’-aandelen als het inflatieniveau langere tijd boven de 3% beweegt.

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

Voor *Europese* aandelen hanteren we een *Neutrale* weging. Door de ontwikkelingen in de oorlog in Oekraïne en de energie zijn de risico’s voor Europa ten opzichte van afgelopen kwartaal eerder toe- dan afgenomen.

Een groot deel van deze neerwaartse risico's is naar onze mening ingeprijsd. Bij de huidige marktomstandigheden en vooruitzichten geven we de voorkeur aan 'Value' en defensieve waarden. We handhaven onze overweging in de sectoren Energy, Financials en Healthcare. De weging in Consumer Staples hebben we stevig uitgebreid. De weging van Consumer Discretionary hebben we verlaagd door een wijzigend bestedingspatroon van consumenten bij de huidige marktomstandigheden.

Voor de *Verenigde Staten* handhaven we een *Neutrale* weging. Mede door het offensieve monetaire beleid van de FED is de dollar flink in waarde toegenomen ten opzichte van de euro; i.c. de euro is zwakker geworden. Inmiddels noteert de euro/dollar-koers onder pariteit; circa 0,97 per 10 oktober 2022. Ook bij de Amerikaanse aandelen geven we de voorkeur aan 'Value' en defensieve waarden daar waar het kan. Tegelijkertijd kent de Amerikaanse aandelenmarkt in absolute termen een groter aandeel 'Growth'-aandelen. Zoals we eerder meldde, dichten we de sector Information Technology selectief interessante koopkansen toe door de marktposities en innovatieve activiteiten voor de middellange termijn.

Voor de allocatie naar *Emerging Markets* handhaven we een *Overweging*. Wij handhaven onze visie voor Azië en specifiek China voor de komende 12 maanden. Door de eerdergenoemde marktomstandigheden en het stringente zero-covidbeleid heeft de economische groei onder druk gelegen. De meeste corona beperkende maatregelen zijn opgeheven. Wij verwachten dat hiermee de getoonde opleving in de recente economische data zich versterkt zal voortzetten in de komende kwartalen. Dit is mede ingegeven door additionele groeistimulering door de Chinese autoriteiten en aantrekkelijke waardering.

De positie in *Japan* blijft gehandhaafd op *Onderweging*. We zijn alert op de huidige onderwaardering van de Japanse Yen, waardoor er beleggingskansen kunnen ontstaan.

De Risicomijdende Beleggingen blijven voorlopig Onderwogen ten opzichte van de Zakelijke Waarden.

Door het verkrappende monetaire beleid van Centrale Banken om de inflatie te beteugelen zien we stevige beweeglijkheid op de obligatiemarkten. Bij de huidige marktomstandigheden verwachten we dat de FED de rente eind dit jaar zal hebben opgehoogd tot circa 4,25%. De ECB zal naar verwachting de beleidsrente hebben opgetrokken tot tenminste 1,50%.

Toch willen we een nuancering maken bij de huidige renteverwachtingen. Lange tijd was sprake van ongekend lage tot negatieve rentes, die uiteindelijk niet houdbaar zijn. Tegelijkertijd was de inflatie lange tijd onder de gewenste 'inflatiegrens' van de FED en ECB; die is circa 2%. Eind 2021 gaven we aan dat bij het 'einde' van de coronacrisis de stimuleringsmaatregelen zouden worden afgebouwd en de rente geleidelijk zou gaan stijgen bij het toen al gestegen inflatieniveau. Maar nog immer naar absoluut gezien lage niveaus. Door de oorlog in Oekraïne zijn de marktomstandigheden in rap tempo – met name voor Europa – ten nadele gekeerd. Onze kanttekeningen over de effectiviteit van het rentebeleid van de FED en de ECB hebben wij hierboven toegelicht. Wij zijn van mening dat er binnenkort een pauze wordt ingelast in de verwachte reeks van renteverhogingen, waarmee de effecten ook daadwerkelijk in de economie kunnen indalen. Voor 2023 houden we rekening met rentedalingen.

Op dit moment is de duratie van de obligatieportefeuille nagenoeg gelijk aan de duratie van de benchmark. Het begint naar onze mening opportuun te worden om gebruik te maken van de ‘overreactie’, die beleggers hebben laten zien in hun renteverwachtingen. Een aantal obligatiesegmenten bieden inmiddels aantrekkelijke en gezonde effectieve rendementen, die we lange tijd niet hebben gezien.

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 de huidige faillissementsrisico’s de waardering van dit segment nog steeds aantrekkelijk is.

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

Maarsse, oktober 2022

Beaumont Capital N.V.