



BEAUMONT CAPITAL

Wealth Management

KWARTAALBERICHT

Vierde kwartaal 2022

Terugblik

Het vierde kwartaal kende initieel een koersherstel op de financiële markten als gevolg van het positiever wordend sentiment door meevallende inflatiecijfers. Dit bleek echter van korte duur na de opmerkingen van FED-voorzitter Powell, dat er nog zeker een aantal renteverhogingen nodig zijn om de gewenste inflatiedaling en afkoeling van de arbeidsmarkt te bewerkstelligen. Daarmee vielen we terug naar wat gedurende 2022 al de belangrijkste thema's op de financiële markten waren; de nog immer te hoge inflatieontwikkeling, het hierop volgende offensieve rentebeleid van Centrale Banken en de gevolgen die dit heeft voor de economische groei, lees groeivertraging en het R-woord. Ook de impact van de oorlog in de Oekraïne wordt steeds tastbaarder en vooralsnog lijkt daar niet snel een einde in zicht. Nu we 2022 afsluiten en op de drempel van 2023 staan, willen we vooruitblikken waar de komende zes tot twaalf maanden de kansen en risico's liggen. Temeer daar wij van mening zijn dat een aantal van de genoemde thema's van 2022 in 2023 mogelijk een keerpunt kunnen laten zien.

Europa

- Conform de marktverwachting werd de beleidsrente door de ECB in de meest recente beleidsvergadering met 50 basispunten verhoogd tot 2%;
- Belangrijker was echter hoe de boodschap van ECB-president Lagarde door de financiële markten werd ontvangen. Ze gaf zonder omwegen aan dat wat haar betreft de marktverwachting over de komende renteverhogingen te laag worden ingeschat. Volgens Lagarde moet de beleidsrente nog 'significant' verder stijgen, tot boven de 3%. Dit om uiteindelijk de inflatie terug te brengen naar de doelstelling van circa 2%. Het gevolg was een negatieve koersreactie op de aandelen- en obligatiemarkten;
- Naar onze mening moet op basis van de economische data in de komende maanden blijken of de ECB haar uitingen gestand kan doen. Er is namelijk al sprake van afnemende economische groei en zoals we vaker hebben aangegeven, kan een te stringent monetaire beleid een mogelijke recessie verlengen en verdiepen. Daarvoor krijgen we bijval van Vitor Constâncio – tot mei 2018 vicepresident van de ECB. Hij waarschuwde “dat besluiten, taal en prognoses van het ECB-beleid, die gebaseerd zijn op ‘eufemistisch gezegd’ controversiële modellen, slecht nieuws zijn voor het eurogebied en een te excessief strijdlustig beleid de komende recessie kan verergeren”.

Verenigde Staten

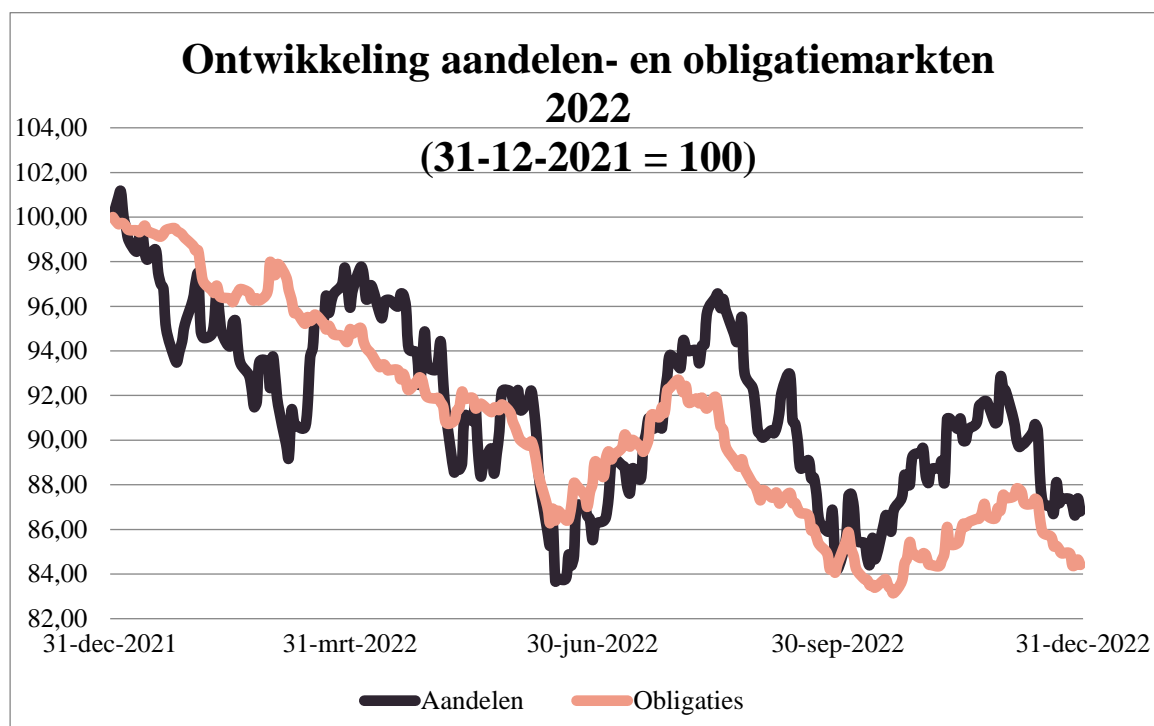
- Met een negatieve economische groei in het eerste en tweede kwartaal 2022 zijn de Verenigde Staten volgens de definitie al in een technische recessie geweest. Dat hier de recessie kortstondig en niet diep bleek, blijkt uit het feit dat in het derde kwartaal van 2022 er alweer een economische groei van 2,9% waarneembaar was;

- De Amerikaanse economie laat echter twee kanten zien. Zowel de industrie en huizenmarkt verkeren in een recessie, terwijl in de service gerelateerde sectoren nog geen duidelijk zicht is op een inflatietempering en de arbeidsmarkt nog steeds krap is;
- De FED heeft in haar meest recente beleidsvergadering eveneens de rente met 50 basispunten verhoogd. Hiermee komt de bandbreedte voor de beleidsrente uit op 4,25% en 4,50%;
- In december 2022 kwam de ISM Manufacturing index uit op een stand van 48,4, ofwel een duidelijke krimp van de economische bedrijvigheid. Voor financiële markten was dit een teken dat de gevolgen van de eerdere renteverhogingen effect sorteerden en mogelijk eerder tot een pauze in de renteverhogingen zou kunnen leiden;
- Deze euforie werd fors getemperd. Uit de notulen van de FED blijkt dat de FED-beleidsmakers ‘substantieel meer bewijs’ willen zien dat de inflatie op de weg terug is naar de doelstelling alvorens een pauze in te lassen of renteverlagingen door te voeren.

China

- In eerste instantie was er nog sprake van een zero-Covid beleid, waardoor de economische groei en het herstel ervan teleurstellend verliep. Inmiddels hebben we gezien dat de lockdowns tot hevige protesten hebben geleid bij de Chinese bevolking. Verrassend genoeg – en tegen veler verwachting in – heeft de Chinese overheid het zero-Covid-beleid losgelaten. Het gevolg is wel dat het Covid-virus nu vrij rondwaart en er door een lage vaccinatiegraad en lagere effectiviteit van vaccins er vele Covid-slachtoffers zijn;
- Blijkbaar acht de Chinese overheid de tegenvallende economische ontwikkeling op dit moment van een dusdanig zorgelijk, dat het zero-Covid-beleid wordt stopgezet. Zo kwam de Manufacturing PMI in December uit op 47 tegenover 48 in de maand ervoor, ofwel een verdere krimp van de industriële productie. Nog steviger daalde de Non-Manufacturing PMI, ofwel dienstensectorindex. Deze kwam in December uit op 41,6 (was 46,7). Het is een duidelijk signaal voor de Chinese overheid het tij te keren door de economie te heropenen.

Ontwikkeling financiële markten



Het vierde kwartaal liet in eerste instantie een opleving te zien, maar het bleek niet voldoende om een eindejaar rally door te zetten.

De retoriek van Centrale Banken om de renteverhogingen door te zetten overstemde vooralsnog het zicht op een aanstaande pauze of zelfs een stap verder; renteverlagingen.

Zoals we in het derde kwartaal al meldden zien we dat door de hoge inflatie en stijgende rentes de koersontwikkeling van aandelen en obligaties bijna gelijk opgaan. In het vierde kwartaal hielden aandelen echter iets meer vast van het in het begin van het kwartaal ingezette koersherstel.

Het koersresultaat op mondiale aandelenbeleggingen kwam hierdoor in het vierde kwartaal uit op een resultaat van circa 3,1%. Hiermee komt het aandelenresultaat wereldwijd over 2022 uit op -13,2%.

Het rendement op obligaties daalde in het vierde kwartaal nog nipt met 0,1%. Het rendement op obligatiebeleggingen kwam hiermee over 2022 uit op -15,6%.

Vooruitzichten

De komende maanden verwachten we dat de beweeglijkheid op de financiële markten bovengemiddeld zal blijven. De uitkomst van de economische data zal leidend zijn hoe de financiële markten en Centrale Banken deze interpreteren. Het zal moeten uitwijzen of Centrale Banken hun verkrappende monetaire beleid kunnen matigen.

Vooralsnog zijn zowel de FED als de ECB ‘hawkish’ in hun toon met betrekking tot renteverhogingen om daarmee het hoge inflatieniveau te beteugelen. Toch zien we dat de economische groei afneemt en dat – naast de verschillende oorzaken van inflatie tussen de Verenigde Staten en Europa – de effecten van de eerdere renteverhogingen wel degelijk zichtbaar worden. Zo is de oververhitting op de huizenmarkt verdwenen door gestegen leenkosten. Afhankelijk van de looptijd zien we soms wel een verdrievoudiging van het tarief.

Verskillende macro-economische cijfers laten wel degelijk een neerwaartse trend zien. Uit de meest recent gepubliceerde cijfers (6-1-2023) blijkt dat de ISM Services PMI-index over december 2022 uitkwam op een stand van 49,6. Dit indiceert dus ook op een krimp en kwam tegelijkertijd ook veel lager uit dan de consensus van 55. Dit terwijl deze index in november nog uitkwam op een stand van 56,5. Naar onze mening wel degelijk datapunten die wijzen op een daadwerkelijke, doorzettende afkoeling van de Amerikaanse economie.

Belangrijke vraag is dan ook wanneer de FED-beleidsmakers voldoende bevestiging hebben om daadwerkelijk over te gaan tot een pauze in de reeks van renteverhogingen. In 2022 zijn - zoals het lijkt - de meeste en grootste rentestappen dan ook wel gezet. De focus ligt nu meer op wat de ‘terminal rate’ ofwel de verwachte eindrente zal zijn. Bij de huidige marktomstandigheden en op basis van de uitingen van de FED denken wij dat de ‘terminal rate’ rond de 5% zal komen te liggen in 2023. Wij verwachten dat de FED in het eerste kwartaal van 2023 nog maximaal twee rentestappen zal zetten; één van 50 basispunten en één van 25 basispunten. Mocht de economische data negatiever uitpakken dan zou zelfs de laatste 25 basispunten weleens kunnen komen te vervallen. Wij voorzien tenminste een pauze in de loop van 2023, met mogelijk weer renteverlagingen tegen eind 2023.

De ECB is later begonnen met het verhogen van de rente, maar hier is minder ruimte om de rente nog veelvuldig en met grote stappen te blijven verhogen. Dit vooral als gevolg van de verschillende oorzaken van inflatie in de Verenigde Staten en Europa en daar komt de energiecrisis nog bovenop. Dit hebben we in de vorige kwartaalbrief uitgebreid toegelicht en is nog steeds actueel. De verwachting is op dit moment – na de woorden van Lagarde – dat de ECB de rente mogelijk al aan het eind van het eerste kwartaal van 2023 heeft opgetrokken naar circa 3%.

Toch zijn wij er minder zeker van of de ECB deze ruimte heeft. Het zou betekenen dat de beleidsrente de komende drie maanden nog 100 basispunten moet stijgen ten opzichte van de huidige 2%. Dit achten wij bij de huidige marktomstandigheden in combinatie met de energiecrisis in Europa een uitdaging. Zeker als de ECB niet bereid is om de economie in een langere en diepere recessie te laten wegglijden. Wij achten 2,5% dan ook een reëler niveau. In ons centrale scenario gaan we ervan uit dat tegen het einde van 2023 het inflatieniveau in zowel de Verenigde Staten als Europa – mede door jaar-op-jaar-effecten – weer richting de doelstelling van de FED en ECB tenderen. Daarmee wordt de kans groter dat de focus medio 2023 weer verschuift naar de economische groei en werkgelegenheid en dat renteverlagingen weer in het verschiep liggen.

Ook zal de geopolitieke onzekerheid als gevolg van de oorlog in Oekraïne een belangrijke factor zijn in 2023 voor wereldhandelsstromen en voor Europa in het bijzonder. Hoewel vooralsnog een spoedig einde niet in zicht lijkt te zijn, kan een uiteindelijke staakt-het-vuren met daaropvolgende onderhandelingen tot een keerpunt leiden.

Opvallendste wending was het vrijgeven van het zero-Covid beleid door de Chinese overheid. Dit is een flinke ommekeer sinds het uitbreken van Covid begin 2020 en de gevolgen die dit ook zichtbaar heeft gehad voor de Chinese economie. Op korte termijn zal de forse toename

van het aantal coronabesmettingen nog zijn weerslag hebben op de economische groei. Wij voorzien echter dat voor de komende zes tot twaalf maanden het heropenen van de economie een sterke opleving zal geven. Een flinke toename in de consumentenbestedingen en grote infrastructuurbestedingen - gesteund door de overheid – dragen hieraan bij. Dit zal tegelijkertijd tegenwicht bieden voor de nog verzwakte vastgoedsector. Mondiaal voorzien we dan ook de sterkste groeivoorzichten in Azië in het algemeen en China in het bijzonder.

Beleggingsbeleid

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

Binnen de overweging in Zakelijke Waarden ligt het zwaartepunt nog steeds op ‘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.

Voor de regio-allocaties binnen de Zakelijke Waarden hebben we volgende aanpassingen aangebracht.

Voor *Europese* aandelen hanteren we een *Neutrale* weging. Ten opzichte van het vorig kwartaal zijn de risico’s niet afgenomen door de ontwikkelingen in de oorlog in Oekraïne en de energiecrisis. Al is er een voordeel te noemen; voorsnog hebben we nu een zeer zachte winter, waardoor de energievraag (o.a. gas) lager uitvalt voor de huidige gasreserves. Wij voorzien dat ondernemingswinsten onder druk staan, daar de prijsverhogingen als gevolg van de hoge inflatie niet volledig op de consument kunnen worden afgewenteld. Tegelijkertijd zijn we van mening dat een groot deel van deze neerwaartse risico’s al zijn ingeprijsd. We blijven bij de huidige marktomstandigheden en vooruitzichten de voorkeur houden voor ‘Value’ en defensieve waarden. De Overweging in de sectoren Energy, Financials en Healthcare is gehandhaafd. De weging in Consumer Staples hebben we inmiddels ook naar een Overweging uitgebreid. Zowel Consumer Discretionary als Industrials zijn verlaagd naar Onderwegen.

De weging voor de *Verenigde Staten* hebben we verlaagd naar *Onderweging*. Mede door het offensieve beleid van de FED is de dollar flink in waarde toegenomen ten opzichte van de euro. Nu we – naar verwachting – dicht bij het eind van de renteverhogingen zitten, is er minder opwaarts potentieel voor de USD. We zagen de afgelopen maanden de dollar dan ook weer iets zwakker worden ten opzichte van de euro. In combinatie met de sectorvisie om de sector Industrials te Onderwegen hebben we individuele titels verkocht om zo de weging voor de regio terug te brengen. Bij de Amerikaanse aandelen handhaven we eveneens de voorkeur voor ‘Value’ en defensieve waarden daar waar het kan. Tegelijkertijd kent de Amerikaanse aandelenmarkt in absolute termen een groter aandeel ‘Growth’-aandelen. Zoals we eerder meldden, 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. Het loslaten van het zero-Covidbeleid kan naar onze mening met name in de tweede helft van 2023 voor een

sterke opleving van de economische groei zorgen. Dit is mede ingegeven door additionele groeistimulering door de Chinese autoriteiten en aantrekkelijke waardering.

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

De *Onderweging op Risicomijdende Beleggingen* ten opzichte van de Zakelijke Waarden hebben we licht teruggebracht. Door de renteverhogingen als gevolg van het verkrappende monetaire beleid van Centrale Banken zijn obligatiekoersen stevig gedaald. Vorig kwartaal gaven we al aan dat het langzaam maar zeker opportuun was om bij te kopen. Afgelopen drie maanden hebben we dan ook op basis van de - naar onze mening - aantrekkelijker geworden effectieve rendementen bijgekocht tegen aanvangsrendementen van circa 3,5% tot 4,5%.

Op dit moment is de duratie van de obligatieportefeuille nagenoeg gelijk aan de duratie van de benchmark, namelijk 6,3.

Nu de FED tendeert naar de laatste renteverhogingen hebben we Senior Loans afgebouwd.

Tegelijkertijd hebben we - op basis van de hogere absolute herfinancieringsniveaus in combinatie met een groeivertraging en daaropvolgend mogelijk hogere faillissementsrisico's - het segment US High Yield verkocht.

Obligaties in opkomende landen hebben door hun risicopremie een hoger effectief rendement dan obligaties in 'ontwikkelde' landen. We handhaven vooralsnog een positieve visie op *obligaties in opkomende landen*; met in het bijzonder 'Asian High Yield'-obligaties. Zij hebben nog steeds een aantrekkelijke waardering bij de huidige koersen.

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

Maarssen, januari 2023

Beaumont Capital N.V.