



BEAUMONT CAPITAL

Wealth Management

KWARTAALBERICHT

Eerste kwartaal 2023

Terugblik

Het eerste kwartaal begon aanvankelijk sterk op de financiële markten. Vooral ingegeven door de verwachting dat inflatiecijfers zouden meevallen. Met als gevolg dat Centrale Banken hun in 2022 ingezette offensieve monetaire beleid mogelijk eerder konden pauzeren of zelfs afbouwen.

Het sterke herstel en daarmee het positieve sentiment zette niet door. Debet hieraan was de kleiner dan verwachte daling van het nog steeds hoge inflatieniveau. Daarnaast werd het negatieve sentiment veroorzaakt door zorgen over de weerbaarheid van de financiële sector. Zo zijn een aantal Amerikaanse regionale banken in problemen gekomen t.w. Silicon Valley Bank, Signature Bank, Silvergate Bank en First Republic. Dichter bij huis was het de Zwitserse bank Credit Suisse die in een weekend ‘gered’ moest worden door landgenoot UBS. Dit en de geopolitieke spanningen deed de vooruitzichten voor de economische groeiverwachtingen duidelijk verslechteren.

Europa

- De media hadden al uitvoerig bericht over de problemen bij de genoemde Amerikaanse regionale banken hetgeen tot een negatief sentiment leidde op de financiële markten en voor de bankensector in het bijzonder. In Europa bereikten de zorgen over de financiële weerbaarheid van Credit Suisse vrijdag 17 maart jl. een hoogtepunt, nadat eerder bekend werd dat veel klanten geld bij de bank weghaalden. Hoewel het management van Credit Suisse bezig was de problemen uit het verleden het hoofd te bieden, was men niet opgewassen tegen de negatieve nieuwsuitingen en de voortgaande uitstroom van gelden. En hoewel de solvabiliteitscriteria initieel stevig waren, leidt een te snelle uitstroom van gelden (‘bankrun’ of tegenwoordig door sociale media ‘banksprint’) tot een liquiditeitsprobleem en daarmee uiteindelijk ook tot een solvabiliteitsprobleem. In het weekend van 18 en 19 maart jl. is onder grote druk van de Zwitserse autoriteiten UBS ‘gedwongen’ tot een overname van Credit Suisse. Hiermee werd een faillissement van Credit Suisse afgewend. Een faillissement had tot verdere “besmetting” van de financiële sector kunnen leiden en daarmee tot een groot risico voor het wereldwijde financiële systeem.



Dat het er de Zwitserse overheid alles aangelegen was om dit te doen slagen, blijkt ondermeer uit de garantiestelling van EUR 100 miljard. De eerste verliezen van Credit Suisse tot CHF 5 miljard worden gedragen door UBS, daarna komen de verliezen voor de Zwitserse overheid. Het is duidelijk dat bij een deal van deze omvang, die in een weekend wordt beklonken, er nog veel details moeten worden uitgewerkt. Belangrijkste is dat wij van mening zijn dat daarmee de problemen van Credit Suisse op dit moment geïsoleerd zijn en een besmettingsgevaar naar andere banken niet (meer) aan de orde is. De komende maanden verwachten we meer communicatie van UBS over hoe zij Credit Suisse - of delen ervan - wil integreren. Het behoeft weinig betoog dat deze operatie complex is en politiek gevoelig ligt. Het balanstotaal van de combinatie UBS – Credit Suisse is met EUR 1657 miljard circa tweemaal het bruto nationaal product (BNP) van Zwitserland;

- In de recente beleidsvergadering heeft de ECB conform de marktverwachting de beleidsrente met 50 basispunten verhoogd naar 3%. Nog immer acht zij het huidige inflatieniveau te hoog. Met de rentestap is men vastbesloten om de inflatie terug te brengen naar de doelstelling van 2% op middellange termijn. Bijzonder was de opmerking van de ECB dat met de toegenomen onzekerheid het belang van een op data gebaseerde benadering versterkt wordt bij haar besluiten over de beleidsrente. Dit is al lange tijd ‘usance’ bij de FED. Hiermee zien we wederom dat de ECB t.o.v. de FED deels volgend is. De ECB gaf voorts aan dat zij de huidige toegenomen volatiliteit op de financiële markten op de voet volgt en indien nodig kan reageren om de prijsstabiliteit en financiële stabiliteit te handhaven.

Verenigde Staten

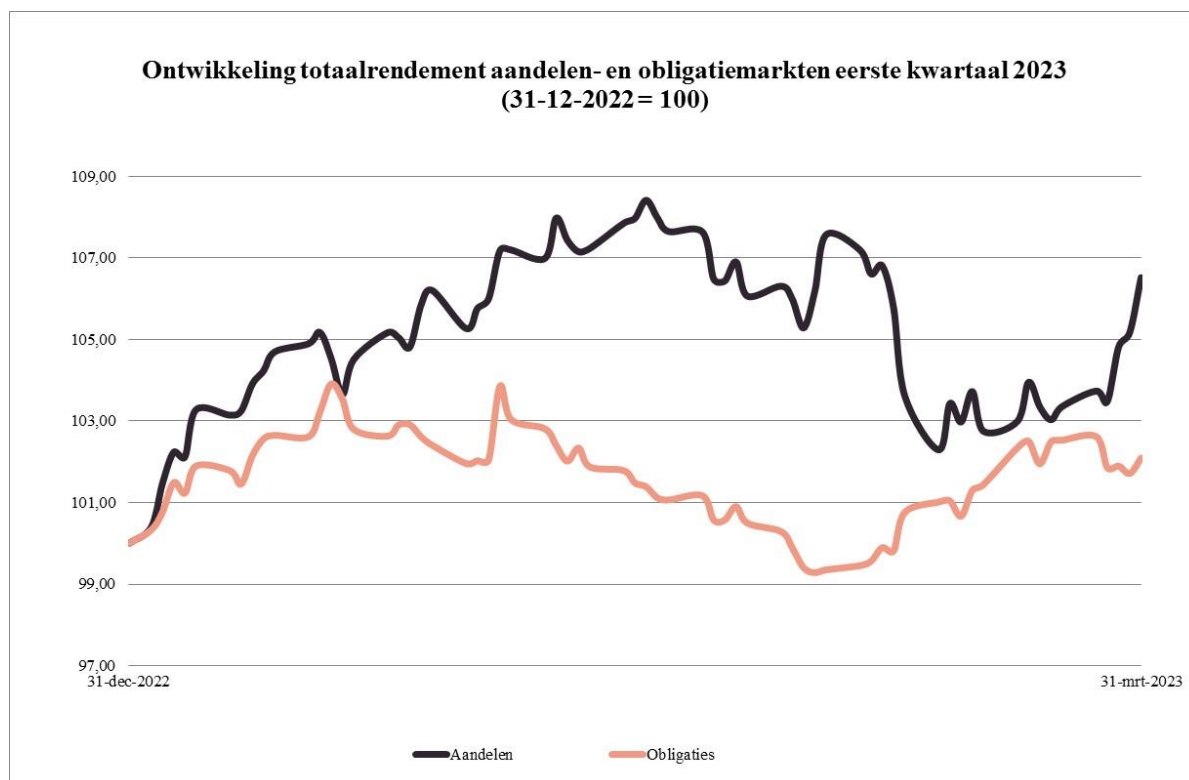
- De economische data maken duidelijk dat de Amerikaanse economie afkoelt en dat door toegenomen risico's de kans op een recessie is toegenomen. De belangrijke graadmeter voor de economische bedrijvigheid, de ISM Manufacturing PMI-index kwam in maart uit op 46,3. Deze index was in december 2022 reeds in de krimpfase met een stand van 48,4;
- Het inflatieniveau is ook in de Verenigde Staten nog immer te hoog. De FED bevindt zich in de al eerdergenoemde delicate balans tussen het verder verhogen van de rente met het risico dat de economische groei stagneert en anderzijds het behouden van de financiële stabiliteit. Eerdere uitspraken van FED-voorzitter Jerome Powell deden nog vermoeden dat de beleidsrente met 50 basispunten zou kunnen worden verhoogd. Inmiddels is door de recente onrust in de bankensector en de ontwikkeling van de economische cijfers besloten de beleidsrente met 25 basispunten op te trekken. Daarmee komt de beleidsrente uit op een bandbreedte van 4,75%-5,00%.

China

- Het loslaten van het zero-Covid beleid was voor de Chinese overheid een goede economische keuze zo blijkt uit de meest recente economische cijfers. Het economisch herstel ligt ‘op schema’. De inflatie is hier nog altijd laag met circa 1,5% over de maanden januari en februari. Dit bijzonder lage niveau is voorlopig voor de FED en de ECB nog ver buiten handbereik. De verwachting is wel dat de inflatie licht toeneemt tot circa 2,5%. Hiermee behoudt de Chinese Centrale Bank armslag om een ruim monetair beleid te voeren om het economisch herstel verder te versnellen;

- Met het opheffen van de Covid-restricties zien we een duidelijke toename van de mobiliteit. Consumentenbestedingen namen toe en retailverkopen stegen met zo'n 3,5%.

Ontwikkeling financiële markten



Het eerste kwartaal verliep zoals aangegeven grillig op de financiële markten. Door toegenomen onzekerheden nam de beweeglijkheid toe. De onrust over de bankensector ebde eind maart enigszins weg, waardoor koersherstel optrad op de aandelenmarkten.

Hierdoor konden mondiale aandelenbeleggingen het eerder opgebouwde rendement enigszins herwinnen en kwam het totaalrendement voor het eerste kwartaal toch nog uit op circa 6,5%.

Nu naar verwachting de sterkste en meeste renteverhogingen van Centrale Banken achter ons liggen, lijkt de zogenaamde ‘terminal rate’ in zicht te komen. Richting het einde van het kwartaal zagen we dat obligatiekoersen zich hierop stabiliseerden. Het rendement op obligatiebeleggingen kwam hiermee over het eerste kwartaal uit op 2,1%.

Vooruitzichten

We verwachtten dat de beweeglijkheid op de financiële markten bovengemiddeld zal blijven. Voorts is het risico op een vertragende economische groei toegenomen, met name in de Verenigde Staten.

Share of banks tightening lending standards

US and European consumer credit standards



Source: Senior Loan Officers' Surveys, Haver, UBS

De effecten van de renteverhogingen werken met een vertraging door in de reële economie. Inmiddels is zichtbaar dat door de hogere beleidsrentes de kredietvoorwaarden en leencondities voor bedrijven en consumenten stringenter worden en dus verslechteren. Zie bijgaande grafiek van het percentage banken in de Verenigde Staten en

Europa dat zijn leenvoorwaarden heeft aangescherpt. Dit heeft zijn weerslag op investeringen en consumentenbestedingen.

Nu we zien dat de renteverhogingen effect beginnen te sorteren, verwachten we dat het einde van die verhogingen in zicht is.

Zo lijkt de 'terminal rate' voor de FED medio 2023 rond de 5,1% te liggen. De huidige beleidsrente staat op een bandbreedte van 4,75% - 5,00%. Wij voorzien een pauze medio 2023, met mogelijk weer renteverlagingen tegen eind 2023. De economische data over de komende maanden zijn hierin leidend. Een bijkomende risicofactor zou de bankensector kunnen zijn. Wij achten de kans hierop klein, maar een media-uiting kan genoeg zijn om het sentiment te doen kantelen.

Om toch een en ander in perspectief te plaatsen; ten tijde van de GFC, ofwel de Financiële Crisis in 2007-2008 was de gemiddelde kapitaalratio van banken 'ver' onder de 10%. Nu is de solvabiliteit van banken – mede door aangescherpte regelgeving – circa 13% en daarmee zijn banken weerbaarder dan 16 jaar geleden. Een andere positieve ervaring die we de afgelopen jaren gezien hebben is dat Centrale Banken, overheden en Ministeries van Financiën tegenwoordig snel en adequaat acteren om dreigende risico's in de bankensector te mitigeren. Bijvoorbeeld door liquiditeit te verschaffen. Hierdoor nemen (markt)verstoringen als gevolg van potentiële illiquiditeit af.

Voor de ECB ligt de 'terminal rate' op circa 3,50% voor het einde van dit jaar. Bij het huidige renteniveau van 3%, zijn we ook hier dichtbij het einde van de renteverhogingen. Temeer daar we vorig kwartaal ook al pleitten voor een gematigder rentebeleid om ook hier de economische groei niet te smoren.

Door het hogere renteniveau en de daarmee toegenomen risico's wordt het groeipotentieel voor aandelen voor de komende maanden lager ingeschat. De positieve kant van het hogere renteniveau is dat de risico-/rendementsverhouding voor obligaties aantrekkelijker is geworden. Wij zijn van mening dat het niveau van de effectieve rendementen op obligaties zo langzaam maar zeker op een optimaal punt lijkt te geraken. Wij voorzien een rentepauze in de tweede helft van 2023 met kort daaropvolgend renteverlagingen.

Het effectieve rendement voor obligaties met een hoge kredietkwaliteit bedraagt circa 3,5% - 4%. Met deze aanvangsrendementen herkrijgen obligaties naast hun defensieve karakteristieken ook een reëel(er) rendement terug voor de portefeuille, die we lange tijd niet hebben gezien.

Een andere factor die ertoe bijdraagt dat onzekerheden zijn toegenomen zijn de geopolitieke spanningen. Hoewel de oorlog in Oekraïne qua media-aandacht minder op de voorgrond staat, zijn de effecten economisch duidelijk voelbaar. Vooral daar er geen einde in zicht lijkt te zijn en ook een land als China geen positie kiest ten opzichte van Rusland. Dit helpt niet tot vermindering van de internationale spanningen. China is daarnaast zelf onderdeel van toenemende (handels-)spanningen met de Verenigde Staten over ondermeer de uitlevering van hoogwaardige technologie en kennis. En dan speelt er nog de situatie rondom Taiwan.

Beleggingsbeleid

Door een verslechtering in de ontwikkeling van de economische data hebben we eveneens onze groeiverwachtingen neerwaarts bijgesteld. Recent hebben we onze Overweging op Zakelijke Waarden teruggebracht naar een Onderweging ten opzichte van Risicomidende Beleggingen.

Binnen de Zakelijke Waarden hanteren we de volgende regio-allocaties:

Voor *Europese* aandelen hebben we een *Overweging*.

In de huidige marktomstandigheden en vooruitzichten handhaven we onze voorkeur voor ‘Value’ en defensieve waarden. 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 kunnen mitigeren. De Overweging is op dit moment in de sectoren: Consumer Staples en Industrials. De sector Utilities gaan we Overwegen vanwege het defensieve profiel met een stabiele kas- en dividendstroom. Deze is minder gevoelig voor een economische groeivertraging. De sector Energy heeft de afgelopen anderhalf jaar een goede performance laten zien. Met een verwachte lagere olievraag, zien we minder opwaarts potentieel voor de olieprijs. Hierop hebben we de weging voor Energy teruggebracht naar Neutraal.

De weging voor de *Verenigde Staten* is gehandhaafd op een *Onderweging*.

De offensieve renteverhogingen van de FED beginnen hun tol te eisen in de reële economie. Door de monetaire verkrapping zien we dat leenvoorwaarden voor bedrijven en consumenten fors zijn aangescherpt. Dit kan leiden tot lagere consumentenbestedingen en investeringen en een afname van bedrijfswinsten gevolg. Uit de recente economische cijfers blijkt dat de arbeidsmarkt afkoelt. We zien een afname van het aantal vacatures. Wij zijn van mening dat de renteverhogingen te snel achter elkaar plaatsvonden en daarmee te weinig rekening wordt gehouden met het vertraagd volgen van de effecten daarvan. Daarmee kunnen de rentestappen te snel en te groot zijn genomen, waardoor de Amerikaanse economie een vergrote kans heeft op een ‘harde landing’.

Ook bij de Amerikaanse aandelen handhaven we een voorkeur voor ‘Value’ en defensieve waarden. Wel blijven we van mening dat ook de sector Information Technology selectief

groeikansen biedt op de middellange termijn. Dit geldt vooral voor ondernemingen met innovatieve activiteiten en een sterke marktpositie.

Voor de allocatie naar *Emerging Markets* handhaven we een *Overweging*.

Ten aanzien van het vierde kwartaal 2022 is de regiovisie voor Azië en specifiek China voor de komende 12 maanden versterkt. Het loslaten van het zero-Covidbeleid kan naar onze mening in de tweede helft van 2023 voor een sterke impuls van de economische groei in de regio zorgen. Dit is mede ingegeven door additionele groeistimulering door de Chinese autoriteiten en nog steeds aantrekkelijke waardering.

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

De *Overweging* in Risicomijdende Beleggingen ten opzichte van de Zakelijke Waarden is ingegeven door de verwachting dat het einde van de renteverhogingen bij de FED en ECB in zicht komen. De rentevisie is gebaseerd op de 'terminal rate', zoals hiervoor bij de Vooruitzichten is toegelicht.

Dit in ogenschouw nemend is de risico-rendementsverhouding voor Risicomijdende Beleggingen aantrekkelijk met een gemiddeld effectief rendement van circa 3,5% tot 4,0% bij de huidige marktomstandigheden. In het vierde kwartaal 2022 hebben we hiervan geprofiteerd door met een eerste stap het belang in Risicomijdende Beleggingen op te hogen.

Nu de marktomstandigheden uitdagender zijn geworden en de 'terminal rate' in zicht lijkt te komen, hebben we aan het einde van het eerste kwartaal nog een stap genomen om het belang in Risicomijdende Beleggingen verder te verhogen. Hiertoe hebben wij het belang van (staats-)obligaties met de hoogste kredietkwaliteit uitgebreid onder handhaving van een duidelijke overweging in bedrijfsobligaties.

De duratie van de obligatieportefeuille ligt op dit moment nagenoeg gelijk aan de duratie van onze benchmark, zijnde 6,34.

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 een aantrekkelijke waardering bij de huidige koersen, terwijl het aantal faillissementen relatief laag blijft.

Maarssen, april 2023

Beaumont Capital N.V.