

## KWARTAALBERICHT

Tweede kwartaal 2023

**Terugblik**

Ondanks de vooruitzichten eerder dit jaar over een afnemende economische groei liet het tweede kwartaal een betrekkelijk goed verloop zien op de financiële markten. Dit is niet terug te voeren op het beleid van de Centrale Banken zoals de FED en de ECB. Zij bleven namelijk behoorlijk ‘hawkish’ in hun monetaire beleid. De inflatie, die zij beogen te beteugelen staat gemiddeld genomen nog steeds op een veel te hoog niveau.

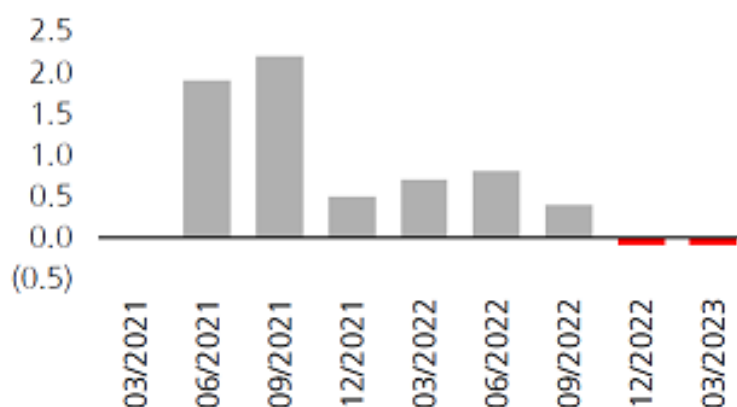
Het positieve verloop op de financiële markten is met name veroorzaakt door de opmerkelijke koersstijging van een beperkt aantal technologie-ondernemingen in de Verenigde Staten. Of zoals ze initieel door een analist van Bank of America zijn genoemd: ‘The Magnificent Seven’. Dit zijn: Apple, Microsoft, Google, Amazon, Meta, Tesla en Nvidia. De reden(en) en de gevolgen van deze koersstijging beschrijven we verderop in deze rapportage.

Europa

- De ECB verhoogde de beleidsrente in haar meest recente beleidsvergadering met 25 basispunten tot 3,5%. Gezien het algemene prijsniveau en de retoriek van Lagarde kunnen we ervan uitgaan dat ook in juli de rente nog eens met 25 basispunten zal worden verhoogd. Uit de projecties van de ECB blijkt dat de inflatie begin 2025 op circa 2,2% zal uitkomen. Nog steeds boven het gewenste niveau van gemiddeld 2,0%. Toch willen wij hierbij wel een kanttekening maken. Circa 2 jaar geleden heeft de ECB haar inflatiedoelstelling net als de FED ‘herijkt’;
- Daarmee zou rekening gehouden worden met de economische omstandigheden en zou het inflatieniveau mogen fluctueren tussen een bepaalde bandbreedte van bijvoorbeeld 3% en 1% voordat de ECB daadwerkelijk stringente maatregelen zou hoeven te nemen. Daarmee achten wij – als blijkt dat de economie wel degelijk hard afkoelt en op een recessie afstevent – een prudenter en daarmee mildere ‘hawkish’ opstelling gewenst;
- Temeer daar de Eurozone al in een technische recessie zit. Hiervan is sprake bij 2 kwartalen van negatieve groei. In dit geval in het vierde kwartaal 2022 en het eerste kwartaal 2023.

**The Eurozone is in a technical recession**

Eurozone real GDP growth, q/q, in %



Bron: UBS

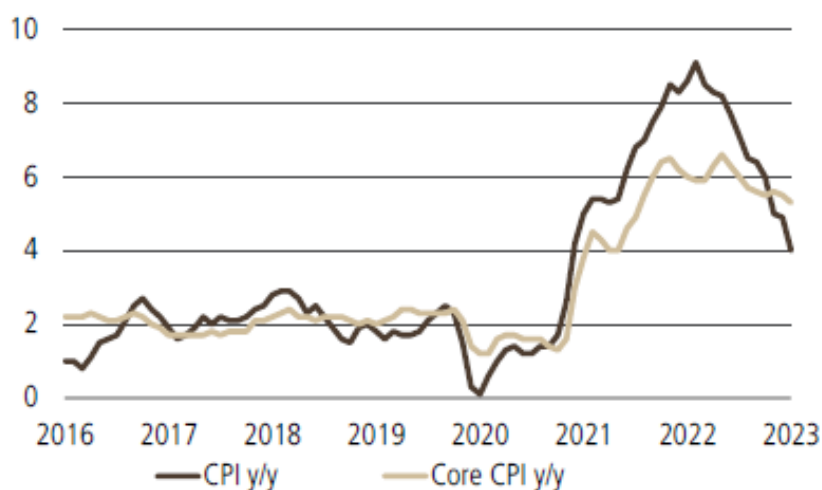
## Verenigde Staten

- Afgelopen kwartaal gaven we aan dat ook de FED zich in een delicate balans bevindt tussen het verder verhogen van de rente met het risico dat de economische groei stagneert en het behouden van de financiële stabiliteit. Bij de meest recente beleidsvergadering in juni jl. heeft de FED een pauze in de reeks van renteverhogingen ingelast.

De verwachting is namelijk op basis van de 'dot-plot' dat zowel in juli als in september nog renteverhogingen gaan plaatsvinden. Daarmee zou de huidige bandbreedte van de rentestand van 5,00%-5,25% uitkomen op 5,50%-5,75%. Leidend zal zijn hoe de komende weken de economische data zich ontwikkelen. Voorlopig is de kerninflatie nog altijd te hoog. Uit nevenstaande grafiek blijkt dat de kerninflatie – exclusief voeding en energieprijzen – in mei uitkwam op 5,3% (April: 5,5%);

### Headline inflation down but core is sticky

CPI and core CPI, y/y change in %



Source: Bloomberg, UBS, as of 13 June 2023

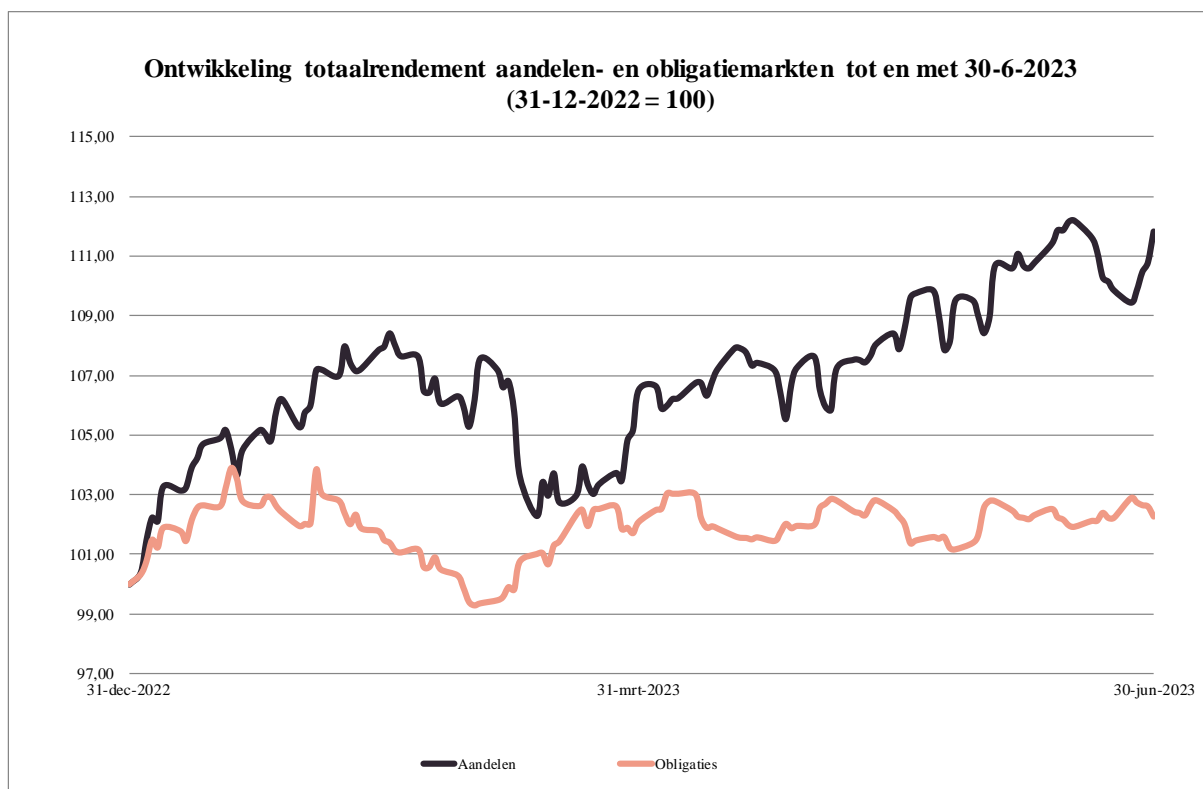
- Ook de arbeidsmarkt blijft krap met een werkloosheidscijfer van 'slechts' 3,7%. Het meest recente banenrapport gaf een gemengd beeld. Hoewel er meer banen bij waren gekomen dan dat de markt had verwacht, bleek de loonstijging gematigd te zijn. Op zich is dit goed nieuws natuurlijk, maar een sterke arbeidsmarkt voedt eerder de inflatie dan dat het dit afremt;
- Tegelijkertijd kwam de ISM Manufacturing index over juni uit op 46. Daarmee is de index al sinds november 2022 in een krimpfase. Dit in oenschouw nemend achten wij het aanhoudend 'hawkish' beleid van de FED opmerkelijk. Temeer daar effecten van renteverhogingen doorgaans met een vertraging doorwerken in de economische activiteiten;
- Inmiddels al weer naar de achtergrond verschoven is de telkens terugkerende onrust over het Amerikaanse schuldenplafond. Even leek het erop dat de Amerikaanse overheid zou afstevenen op wanbetaling van haar schulden bij het niet tijdig ophogen ervan. Zoals viel te verwachten lieten zowel de Republikeinen als de Democraten het niet zover komen en ging men akkoord met het verhogen van de staatsschuld. Voorlopig kan de federale overheid de rekeningen en salarissen weer betalen. Hoewel sinds 1917 de limiet maar liefst 79 keer is verhoogd, zou het uitblijven van een akkoord een schulden crisis kunnen veroorzaken. Dit zou met recht een 'black swan' voor de financiële markten genoemd kunnen worden. Voorlopig is het schuldenplafond opgeheven tot januari 2025. Dan zal er opnieuw 'onderhandeld' moeten worden over de hoogte ervan en eventuele bezuinigingen.

Tot die tijd zal de focus, politiek gezien, met name komen te liggen op de Amerikaanse presidentsverkiezingen van 5 november 2024.

### China

- Hoewel wij een flinke impuls verwachtten voor de Chinese economie door het loslaten van het zero-Covid beleid eind 2022 zijn de economische data over het tweede kwartaal enigszins teleurstellend ten opzichte van het eerste kwartaal;
- Additionele monetaire verruiming moet ondersteuning geven aan het economisch herstel. Hierbij gaat de Chinese overheid er nog steeds vanuit dat de economie in 2023 met circa 5,5% kan groeien. Hiermee ligt er een grote druk op de tweede helft van dit jaar om dit waar te maken.

## Ontwikkeling financiële markten



Het tweede kwartaal verliep relatief goed op de financiële markten. De groter dan gemiddelde beweeglijkheid die verwacht werd - door toegenomen onzekerheden - bleef vooralsnog uit. Zo kreeg het ingezette koersherstel na de onrust over de bankensector uit het eerste kwartaal een vervolg.

Mondiale aandelenbeleggingen realiseerden in het tweede kwartaal een rendement van circa 5,0%. Hiermee komt het totaalrendement voor aandelenbeleggingen voor het eerste halfjaar uit op circa 11,8%.

Hoewel de FED in juni een pauze ingelast heeft met de rentverhogingen zien we over het algemeen dat Centrale Banken nog steeds ‘hawkish’ blijven, ofwel standvastig om de renteverhogingen door te zetten om daarmee het nog immer te hoge inflatieniveau te verlagen. De verwachting is dat de rentestanden hun ‘terminal rate’ naderen. We zagen obligatiekoersen hierop in het tweede kwartaal dan ook stabiliseren.

Met een rendement op obligatiebeleggingen van 0,18% was er nauwelijks beweging in het tweede kwartaal. Het rendement op obligatiebeleggingen komt hiermee voor het eerste halfjaar uit op 2,3%. Deze ontwikkeling is in lijn met onze rentevisie. Hoe wij hierop inspelen lichten we bij het Beleggingsbeleid toe.

## Vooruitzichten

Al vaker hebben we de VIX-index besproken. Deze index geeft de mate van beweeglijkheid aan in de S&P 500-index. Op dit moment staat de VIX-index opvallend laag (zie nevenstaande grafiek) en dat is opmerkelijk. Met name als we kijken naar de economische groeicijfers, het inflatieniveau, de hoogte van de rentestand en de waardering van de aandelenmarkten. Met een indexstand van 13,6 per heden staan we ruim onder het lange termijn gemiddelde van circa 20.

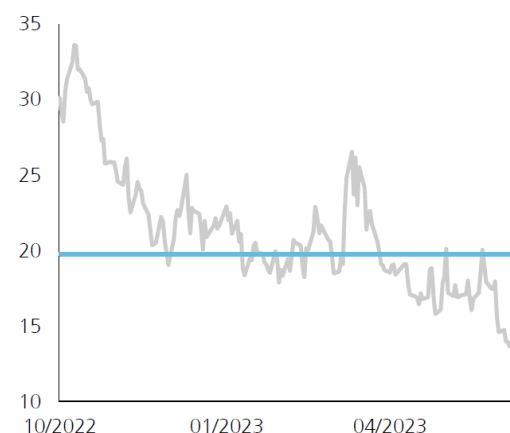
Dit baart ons om meerdere redenen zorgen. Het beleggerssentiment kan snel omslaan als de consumentenbestedingen toch niet zo robuust blijken te zijn ter ondersteuning van de weerbaarheid van de Amerikaanse economie of rentes doorstijgen naar hoger dan verwachte niveaus. Financiële markten lijken op dit moment ‘perfect’ geprijsd op een ‘soft’ landing. Maar wij achten de kans reëel dat de landing harder zal zijn.

In het begin van deze kwartaalbrief schreven we over de ‘*Magnificent Seven*’. De stijging van de S&P 500-index is het afgelopen halfjaar (+14,51%), met name in het tweede kwartaal nagenoeg enkel teweeggebracht door 7 technologie-aandelen op een totaal van 500 ondernemingen. Dit met name als gevolg van het enthousiasme van beleggers voor het thema Artificial Intelligence.

Het beleggerssentiment raakte in een stroomversnelling door de media-aandacht voor de snelle adaptatie van ChatGPT. De 7 aandelen zijn qua gewicht goed voor bijna 26% van de S&P 500-index. Ofwel, een eenzijdige basis voor deze forse koersstijging van de index.

### Volatility is low

VIX Index of implied equity volatility vs. long-term average



Bron: Bloomberg, UBS

Aandeel	Koersstijging 1e helft 2023
Alphabet	+34.99%
Microsoft	+39.71%
Apple	+45.92%
Amazon.Com	+52.26%
Tesla	+109.04%
Meta Platforms	+133.95%
NVIDIA	+179.33%

Bron: UBS Quotes

Vanuit waarderingsperspectief noteren Amerikaanse aandelen nu circa 19,3 maal de verwachte winst (koerswinst-verhouding) voor de komende 12 maanden. Hiermee is er sprake van een 19%-premie ten opzichte van de gemiddelde waardering van de afgelopen 15 jaar. Deze waarderingsniveaus horen bij een scenario van toenemende economische groei en toenemende bedrijfswinsten. Hiervan is thans geen sprake. De winstontwikkeling staat onder druk door afnemende economische groei en winstmarges verkrappen. Daarmee is er een toenemend risico op een koerscorrectie danwel op zijn minst weinig ruimte voor koerspotentieel. Zeker als de renteniveaus voor een langere tijd op het huidige hoge niveau blijven. De kans op een recessie is groter geworden.

Wij voorzien bij de huidige macro-economische omstandigheden een betere risico-/rendementsverhouding voor obligaties. Daarbij gedreven door het feit dat zowel in de Verenigde Staten als ook in Europa en het Verenigd Koninkrijk de retoriek van Centrale Bankiers nog 'hawkish' is en er mogelijk nog een paar renteverhogingen gaan plaatsvinden.

Tegelijkertijd zien we dat de financiële markten uitgaan van een milder renteverloop. Een slechts 0,18%-beweging in de totale obligatierendementen in het tweede kwartaal zien wij als een signaal dat de 'terminal rate' langzaam maar zeker ingeprijsd lijkt te worden. Wij verwachten dat in het derde kwartaal de laatste renteverhoging(en) gaan plaatsvinden, waarna begin 2024 rentedalingen ingezet kunnen worden.

De mondiale geopolitieke risico's lagen al op een verhoogd niveau. Zo is er nog steeds geen oplossing in zicht of een staakt-het-vuren in de oorlogssituatie tussen Oekraïne en Rusland.

De Verenigde Staten heeft eerder al restricties opgelegd bij de uitlevering van de meest hoogwaardige technologie en kennis aan China. De spanningen tussen beide landen lijken nog verder toe te nemen nu China op haar beurt restricties heeft uitgevaardigd op de export van de grondstoffen gallium en germanium. China delft wereldwijd 94% van het gallium en 68% van het germanium. Deze grondstoffen zijn essentieel voor de productie van computerchips en halfgeleiders. Deze handelsoorlog met aan de ene kant technologische dominantie en aan de andere kant de dominantie over de grondstoffen achten we een zorgelijke ontwikkeling.

## **Beleggingsbeleid**

Het afgelopen kwartaal hebben we onze tactische Onderweging op Zakelijke Waarden ten opzichte van Risicomijdend Beleggingen gehandhaafd. Belangrijkste overwegingen hiervoor zijn de nog immer magere vooruitzichten voor de economische groei, met name in de Verenigde Staten. Dit in combinatie met een hogere renteverwachting door de nog steeds te hoge inflatie geeft een beter risico-/rendementsperspectief voor Risicomijdende Beleggingen.

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

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

Met de beschreven technische recessie zijn waarderingsniveaus voor Europese aandelen relatief en absoluut aantrekkelijker geworden. Er is sprake van een 10%-discount ten opzichte van het lange termijn gemiddelde. Wel handhaven wij vooralsnog een voorkeur voor 'Value'-aandelen en defensieve aandelen. De Overweging is op dit moment in ondermeer de sectoren: Consumer Staples en Utilities.

De *Onderweging* voor de *Verenigde Staten* blijft gehandhaafd.

Door de groeivoorzichten voor de Amerikaanse economie in combinatie met de beschreven forse koersstijgingen van Amerikaanse aandelen achten we de waardering hoog en gevoelig voor negatieve verrassingen. We handhaven ook hier onze voorkeur voor ‘Value’ en defensieve waarden. Wel blijven wij van mening – mede door de thema beleggingen met (middel-) lange termijn groeiperspectieven – dat de sector Information Technology selectief groeikansen biedt voor ondernemingen met innovatieve activiteiten en een sterke marktpositie. Zo beleggen wij al geruime tijd in de thema’s Artificial Intelligence, Big Data en Cybersecurity.

Voor de allocatie naar *Emerging Markets* handhaven we een *Overweging*. Na een goed eerste kwartaal bleven de resultaten in het tweede kwartaal iets achter bij de verwachtingen. Met de huidige groeivoorzichten zal met name de versnelling in de tweede helft moeten worden gerealiseerd. Op dit moment zijn de waarderingen nog steeds aantrekkelijk met een 16%-discount ten opzichte van het historisch gemiddelde. Wij verwachten dat de monetaire verruiming een extra impuls aan de economische activiteiten kan geven.

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

De *Overweging* in Risicomijdende Beleggingen ten opzichte van de Zakelijke Waarden hebben we afgelopen kwartaal aangehouden.

De effectieve rendementen voor bedrijfsobligaties met een hoge kredietkwaliteit bedragen inmiddels circa 3,7% tot 4,7%. Met onze rentevisie en de verwachting over de ‘terminal rate’ achten wij het een goed moment om hierop te anticiperen en de duratie van de obligatieportefeuille - mogelijk in stappen - te verhogen. Op deze manier verankeren we relatief aantrekkelijke obligatierendementen voor langere tijd. De duratie van de obligatieportefeuille ligt met 6,2 op dit moment nagenoeg gelijk aan de duratie van de benchmark.

Naast een belang in (staats-) obligaties met de hoogste kredietkwaliteit behouden we tevens een duidelijke overweging in bedrijfsobligaties met een sterke kredietkwaliteit.

We handhaven een positieve visie op staatsobligaties in opkomende landen. Met een verwachte zwakker wordende US-dollar worden financieringsvoorwaarden voor opkomende markten goedkoper. Daarnaast geven we de voorkeur aan ‘Asian High Yield’-obligaties. Zij hebben een aantrekkelijke waardering bij de huidige koersen en het aantal faillissementen blijft laag.

Maarssen, juli 2023

Beaumont Capital N.V.