



BEAUMONT CAPITAL

Wealth Management

KWARTAALBERICHT

Derde kwartaal 2023

Terugblik

Het beleggerssentiment kende een wisselend, schokkerig verloop in het derde kwartaal. Vooral de retoriek van Centrale Banken was hieraan debet. In eerste instantie was er bij beleggers en ook bij ons de verwachting dat de ‘terminal rate’ in zicht is en we waarschijnlijk kunnen voorsorteren op renteverlagingen begin 2024. Echter, de retoriek van de FED, maar ook de ECB om koste wat kost de nog immer te hoge inflatie te bestrijden middels renteverhogingen drukte het beleggerssentiment.

Europa

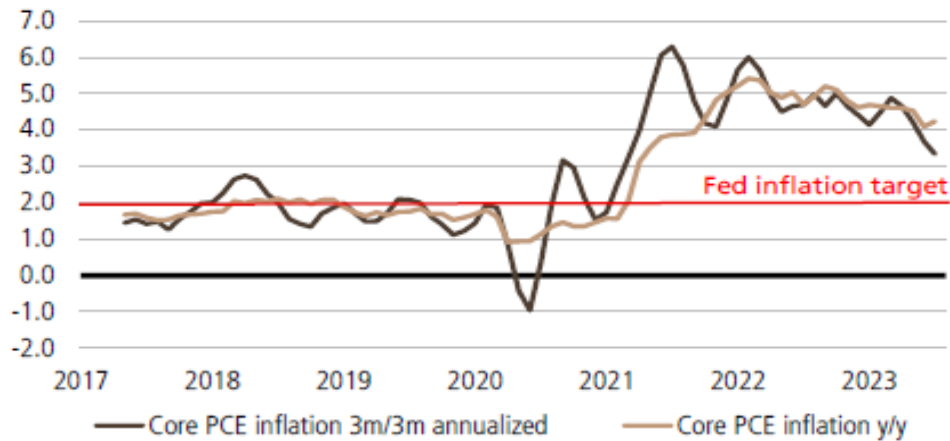
- De ECB heeft de beleidsrente in de beleidsvergadering van september jl. met 25 basispunten verhoogd tot 4%. Inmiddels is dit de tiende renteverhoging. Hiermee houdt Lagarde en het bestuur van de ECB weliswaar woord ten opzichte van eerdere uitspraken om de inflatie vastberaden te lijf te gaan. Met de nieuwe toevoeging dat ‘het leentarief nu hoog genoeg moet zijn opgetrokken om de inflatie in de Eurozone te kunnen beteugelen’, verwachten wij dat dit dan ook de laatste renteverhoging van de ECB is. Al eerder waren wij van mening dat het hoge tempo van renteverhogingen te negatief kon doorwerken op de economische groei in de eurozone.
Het is dan ook niet verwonderlijk dat de economische groei in de eurozone over de afgelopen twee kwartalen stagneerde en zoals we al concludeerden in een technische recessie zat. Het economisch sentiment is stevig gedaald, maar lijkt ‘uit te bodemen’ rond de ‘0%’-groei;
- Het inflatieniveau is weliswaar sinds vorig najaar nagenoeg gehalveerd op een stand van 5,3%, maar nog immer te hoog ten opzichte van de ECB-doelstelling van rond de 2%. Daarmee is de verwachting gerechtvaardigd dat de beleidsrente voor langere tijd op een hoog niveau zal worden gehandhaafd. De ECB zal dan ook de effecten van haar renteverhogingen willen monitoren op de gevolgen voor de economische groei en inflatieontwikkeling.

Verenigde Staten

- De economische groei in de Verenigde Staten is bestendiger gebleken dan eerder verwacht. Dat is op zich positief nieuws, ware het niet dat de FED deze ontwikkeling juist aangrijpt om in haar communicatie de verwachting nog open te houden voor nog een renteverhoging;
- Het inflatieniveau in de Verenigde Staten is al fors afgekomen van ruim boven de 6% naar inmiddels een stand van circa 3,5%. Zoals ook blijkt uit onderstaande grafiek;

Core inflation still above the Fed's target

Core PCE, 3m/3m annualized and y/y change, in %



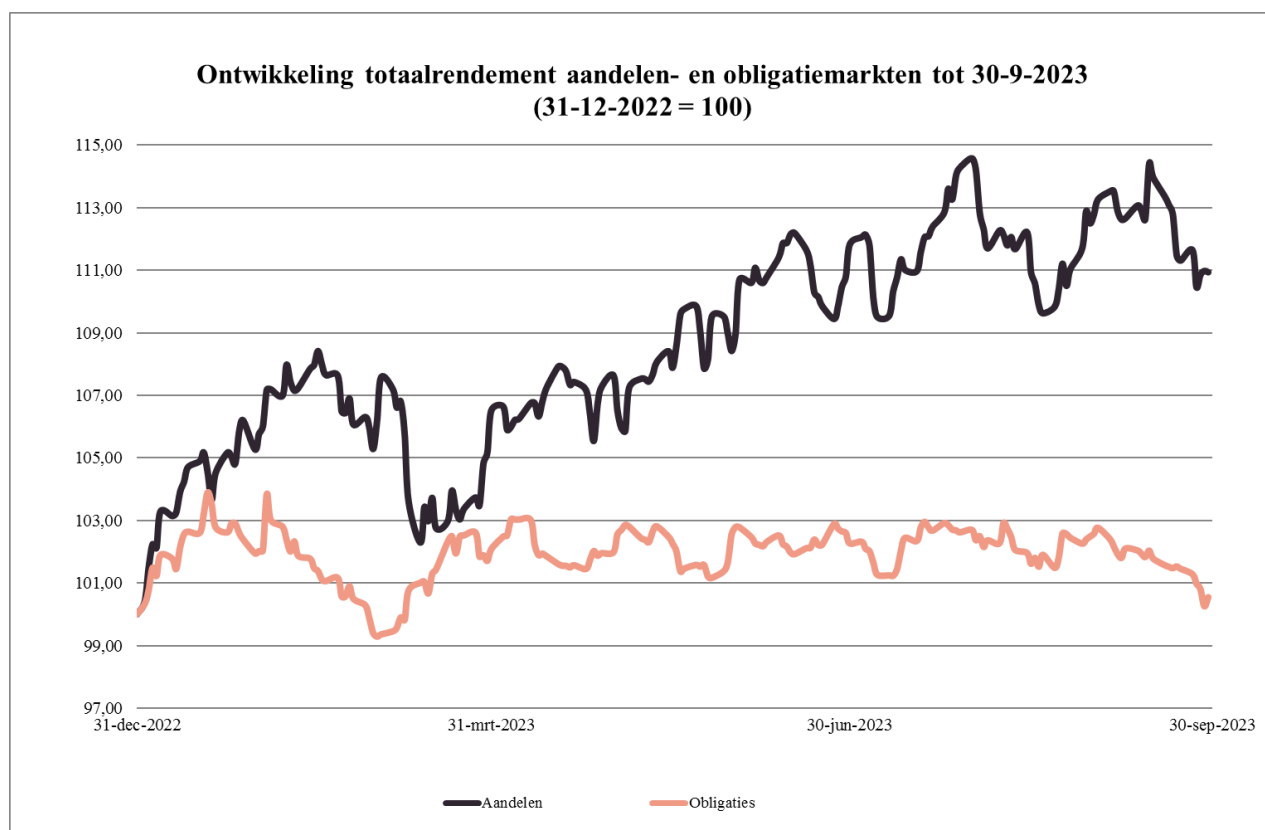
Source: Bloomberg, UBS, as of 11 September 2023

- Met deze trendmatige ontwikkeling en met de wetenschap dat de effecten van renteverhogingen met een vertraging doorwerken in de economie achten wij de huidige opstelling van de FED te offensief. De beleidsrente bevindt zich in een bandbreedte 5,25%-5,50%;
- Het naar het zich laat aanzien langer aanhoudend hoge renteniveau in combinatie met de weerbaarheid van de Amerikaanse economie had een bijkomend effect. Zo is de dollar de afgelopen periode stevig gestegen ten opzichte van de euro. Dit is tegen de eerdere verwachting in. De wisselkoers was 14 juli 2023 nog USD 1,1249 (laagste punt dit jaar). Per 2 oktober 2023 was dat USD 1,0479, ofwel een dollarstijging t.o.v. de euro van bijna 7%.

China

- In het derde kwartaal zagen we de economische groeicijfers uitbodemen ten opzichte van het enigszins teleurstellende tweede kwartaal. De PMI Manufacturing-index (Purchasing Managers Index voor de Manufacturing). Dit is de index die de bedrijvigheid in de productiesector weergeeft. Hierin is in augustus voor de derde maand op rij een verbetering te zien;
- De ontwikkelingen in de Chinese vastgoedsector en in het bijzonder bij Evergrande en Country Garden vragen nog steeds om verhoogde aandacht van de Chinese overheid. Denk hierbij aan de risico's van leegstand en te grote leverage bij vastgoedondernemingen. Het was dan ook niet voor niets dat zij twee belangrijke maatregelen invoerden om consumenten 'soepeler' te faciliteren bij de aankoop van vastgoed. Zo zijn door een aantal Chinese staatsbanken de rentes op bestaande hypotheek verlaagd. En is het percentage voor de aanbetaling voor nieuwe hypotheek verlaagd;
- De centrale bank van China (PBoC) heeft ook recent weer uitgesproken de beleidsaanpassingen te intensiveren. Men zal het monetaire beleid ondersteunend laten zijn ten behoeve van de economische groei. Hieruit leiden wij af dat de beleidsrente nog verder kan worden verlaagd. Met een nog immer lage inflatie is deze monetaire ruimte ook aanwezig om te benutten.

Ontwikkeling financiële markten



De financiële markten kenmerkten zich in het derde kwartaal door een groter dan gemiddelde beweeglijkheid. Zoals aangegeven werd dit vooral veroorzaakt door de uitspraken van Centrale Banken over het rentebeleid. Hierop was er sprake van een grillig verloop over de renteverwachtingen bij beleggers ten aanzien van de 'terminal rate'. Hierdoor lieten zowel de aandelen als obligaties een lichte daling zien ten opzichte van het tweede kwartaal.

Het rendement op mondiale aandelenbeleggingen daalde in het derde kwartaal licht met 0,80%. Hiermee komt het totaalrendement voor aandelenbeleggingen tot en met het derde kwartaal van 2023 uit op circa 10,95%.

De FED heeft in juni een pauze ingelast met de renteverhogingen. Toch zien we over het algemeen dat Centrale Banken nog offensief blijven in hun uitspraken en vastberaden om renteverhogingen door te zetten om daarmee het nog immer te hoge inflatieniveau te verlagen.

De verwachting dat renteniveaus waarschijnlijk langer hoog blijven deed de verwachting over renteverlagingen naar achteren verschuiven. Hierop zagen we licht dalende obligatiekoersen met als gevolg licht stijgende effectieve rendementen.

Het rendement op obligatiebeleggingen daalde in het derde kwartaal met circa 1,7%. Het rendement op obligatiebeleggingen komt hiermee tot en met het derde kwartaal van 2023 uit op 0,55%.

Vooruitzichten

In het tweede kwartaal zagen we de risico's op de financiële markten toenemen. Hierop zou de kans op een recessie groter worden. Wij benoemden al de delicate balans, waarbij het rentebeleid (lees: renteverhogingen) van de Centrale Banken ervoor moest zorgen dat de te hoge inflatie duurzaam zou worden bestreden. Maar tegelijkertijd moest voorkomen dat de economie in een recessie geduwd werd.

Uit de economische data blijkt nu dat de Amerikaanse economie bestendiger is gebleken dan op voorhand gedacht. De Amerikaanse arbeidsmarkt is weliswaar licht afgekoeld, maar niet zover dat het de economie in een recessie drukt. De macro-economische omstandigheden laten hiermee enige verbetering zien ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Een recessie lijkt hiermee dan ook afgewend.

Met een dalende inflatieontwikkeling lijkt het einde in zicht te komen van het verkrappende monetaire beleid van de FED en andere Centrale Banken zoals de ECB en de BoE. Het inflatieniveau ligt nog steeds boven de gewenste doelstelling. In combinatie met de volatiele ontwikkeling van de economische data bestaat er kans dat de FED alsnog een renteverhoging doorvoert.

Wij hebben eerder gesproken over de 'terminal rate'. Ofwel het hoogste renteniveau, waarop de rentes kunnen stabiliseren.

Wij verwachten met de huidige economische data en de uitspraken van Centrale Banken dat de rente voor langere tijd op een hoger niveau zal blijven liggen. Wij zijn van mening dat Centrale Banken het vertragende effect van de renteverhogingen op de economie voor langere tijd willen aanzien alvorens zij tot renteverlagingen overgaan. Hier gaat tegelijkertijd een psychologisch signaal vanuit. De komende twaalf maanden voorzien wij dat hierdoor de economische groei in de Verenigde Staten en wereldwijd zal afnemen tot onder het lange termijn gemiddelde. Wij verwachten op dit moment niet eerder dan vanaf het tweede kwartaal 2024 renteverlagingen.

De geopolitieke risico's zijn niet afgenomen. Integendeel, recent is daar de oorlog tussen Hamas en Israël bijgekomen. Hoe dit zich zal ontwikkelen is ongewis. Uit humanitaire overwegingen is een zo spoedig mogelijk staakt-het-vuren evident. Geografisch is het vooralsnog een 'lokale' oorlog. Indien dit escaleert naar een regionale confrontatie zitten we in een nog negatiever scenario. Hierbij zullen de risico's fors toenemen. De olieprijs is ten tijde van het huidige conflict al met circa 5% (9 oktober 2023) gestegen. Daarnaast hebben we nog altijd de voortdurende oorlog in Oekraïne. Ook is er nog geen zicht op een verbetering in de handelsoorlog op het vlak van technologie en grondstoffen tussen de Verenigde Staten en China.

Thema beleggen

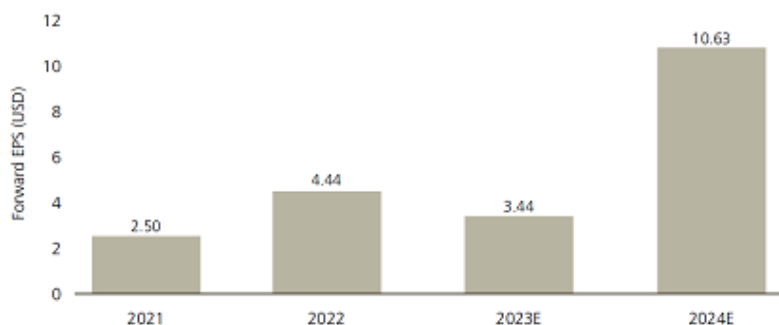
Al geruime tijd beleggen wij in thema's die naar onze mening het komende decennium kansrijk zijn en tegelijkertijd een aantrekkelijk groeipotentieel bieden. Ondermeer de opmars van disruptieve technologische vernieuwingen is hiervan een voorbeeld. Wij beleggen onder andere

in Cybersecurity, Artificial Intelligence en Big Data, maar ook Infrastructuur. Om een indruk te geven van het groeipotentieel; de verwachting is dat als gevolg van AI-toepassingen en investeringen dit segment in de technologiesector met jaarlijks 61% per jaar kan groeien (2022-2027).

Een mooi voorbeeld om dit te illustreren is de winstontwikkeling en verwachting van Nvidia, een belangrijke toeleverancier van chips voor AI-toepassingen.

Demand for AI expected to rise

Consensus earnings forecasts for AI chipmaker Nvidia illustrate unabated demand for AI technology



Source: Bloomberg, UBS, as of September 2023

Beleggingsbeleid

Het afgelopen kwartaal hebben we onze tactische Onderweging op Zakelijke Waarden ten opzichte van Risicomijdend Beleggingen gehandhaafd. Belangrijkste overwegingen hiervoor zijn de magere economische groeivoorzichten voor Europa en de Verenigde Staten in relatie tot het onderliggende waarderingsniveau. In combinatie met de toegenomen kans dat de beleidsrentes voor langere termijn op een hoog niveau blijven liggen geeft dit een beter risico-/rendementsperspectief voor Risicomijdende Beleggingen ten opzichte van Zakelijke Waarden.

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

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

De groeivoorzichten voor de Eurozone zijn voornamelijk magere. Met een verwachte verbetering voor 2024 zijn de waarderingen achtergebleven. Veel Europese aandelen zijn in tegenstelling tot hun Amerikaanse tegenhangers zeer aantrekkelijk geprijsd. Zo is er nog steeds sprake van zo'n 10%-korting ten opzichte van het lange termijn gemiddelde. We handhaven onze voorkeur voor 'Value'-aandelen en defensieve aandelen. De Overweging is op dit moment in ondermeer de sectoren: Consumer Staples, Energy en Utilities.

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

De koersontwikkeling van de Amerikaanse 'groei'aandelen van de afgelopen periode is vooral gedreven door 'multiple expansion'. Ofwel, de waardeverhoging in dit segment is vooral veroorzaakt door een hogere waardering (door hogere groeiverwachtingen) en niet direct door een hogere winstontwikkeling. Met de afnemende groeivoorzichten voor de Amerikaanse economie lijken de risico's op een koerscorrectie in het 'groei'-segment op korte termijn toe te nemen. Op basis daarvan hebben we een voorkeur voor vooral Value-aandelen. In de sector Information Technology zien wij vooral kansen in ondernemingen met innovatieve activiteiten en een sterke marktpositie in software- en internettoepassingen, zoals benoemd bij onze thema beleggingen.

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

Het verwachte koersherstel in de regio laat langer op zich wachten dan eerder verwacht. Dit mede door het tragere economisch herstel in China. Echter zoals aangegeven is de bedrijvigheid in de productiesector (Manufacturing PMI) in een aantal opkomende landen inmiddels aan het verbeteren. De waarderingen van aandelen in Emerging Markets zijn aantrekkelijk geprijsd in historisch perspectief ten opzichte van aandelen in ‘ontwikkelde’ landen. Ook kunnen zij profiteren van het naderende einde van de renteverhogingen in de Verenigde Staten. Centrale Banken in de regio kunnen voor een extra impuls zorgen door het voeren van een ruimer monetair beleid.

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

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

Onze rentevisie is gebaseerd op het scenario waarbij de huidige renteniveaus van de FED en de ECB dicht tegen of op de ‘terminal rate’ zijn aangekomen. Het ‘timen’ van het exacte moment van renteverlagingen is lastig te voorspellen. Al is onze verwachting dat dit vanaf het tweede kwartaal 2024 zou kunnen worden ingezet.

Wij achten het huidige effectieve rendement van de obligatieportefeuille bij de huidige marktomstandigheden aantrekkelijk. Wij willen dit rendement voor langere tijd verankeren in de obligatieportefeuille. Wij hebben onze duratie van de obligatieportefeuille dan ook verlengd. Dit om te profiteren van het huidige effectieve rendement en van koersstijgingen op middellange termijn door de verwachte rentverlagingen. De duratie van de obligatieportefeuille ligt met 6,9 dan ook boven 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. Daarnaast geven we de voorkeur aan ‘Asian High Yield’-obligaties. De waardering is aantrekkelijk en het aantal faillissementen blijft laag.

Maarssen, oktober 2023

Beaumont Capital N.V.