



## BEAUMONT CAPITAL

Wealth Management

### KWARTAALBERICHT

Eerste kwartaal 2020

#### **Terugblik**

Het eerste kwartaal van 2020 was in vele opzichten historisch. Het ging initieel veelbelovend van start door de ontspanning in het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China.

Echter, COVID-19, ofwel het coronavirus heeft ervoor gezorgd, dat het eerste kwartaal 2020 de boeken ingaat als één van de slechtste kwartalen sinds de Financiële Crisis in 2008.

De eerste signalen van de uitbraak van het coronavirus, met zijn oorsprong in de regio Wuhan in China, startten in december 2019 en heeft zich inmiddels mondiaal verspreid. Met achtereenvolgens Europa en ten tijde van dit schrijven de Verenigde Staten als epicentrum van het virus. Vooral de angst voor de virusverspreiding en de gevolgen voor de economie hebben het sentiment ook op de financiële markten ten negatieve gekeerd.

Overheden en Centrale Banken reageerden - sommige na enige aarzeling - adequaat door met ongekende budgetten en maatregelen de schadelijke impact van de pandemie voor volksgezondheid en economie te beperken.

#### Europa

- Overheden in heel Europa hebben stringente maatregelen genomen zoals een ‘totale lockdown’ in delen van Italië en Spanje tot een ‘intelligente lockdown’ in Nederland;
- De ECB kondigde omvangrijke maatregelen aan om banken, waar nodig, te hulp te schieten. De ECB, die bij monde van Lagarde in eerste instantie een dure uitglijder maakte door op te merken; “dat de ECB er niet is om renteversillen tussen landen op te heffen”. Hiermee werd medio maart gerefereerd aan het oplopende renteversil tussen Italiaanse en Duitse staatsleningen. Dit was juist tijdens de ‘eurocrisis’ in 2012 aanleiding voor Draghi een krachtig signaal af te geven en de inmiddels beroemde zinsnede te gebruiken: ‘Whatever it takes.....’, waarop destijds de rust op de obligatiemarkten terugkeerden. Thans, anno 2020, enkele dagen nadat beleggers op de ‘creditmarkten’ forse beweeglijkheid achter de rug hadden, heeft de ECB het ‘goedgemaakt’ door een omvangrijk opkoopprogramma ter waarde van € 750 miljard aan te kondigen. De uitvoering hiervan gaat weliswaar in fasen, maar in ieder geval is het signaal positief opgevat en nam de onrust op de obligatiemarkten af;
- De depositorente bleef gehandhaafd op -0,5%;
- Tegelijkertijd zijn de eurolanden aan het touwtrekken over het wel of niet inzetten van het ESM (Europees Stabiliteitsmechanisme) -Fonds, dat initieel voor andere doeleinden was opgezet. Het ESM-Fonds vindt zijn oorsprong in de eurocrisis. Het geeft obligaties uit om geld op de kapitaalmarkt aan te trekken en verstrekt vervolgens leningen – voor bijvoorbeeld hervormingen - aan eurolanden in nood. Die betalen daar een relatief lage rente voor. De deelnemende landen staan garant, waardoor het fonds

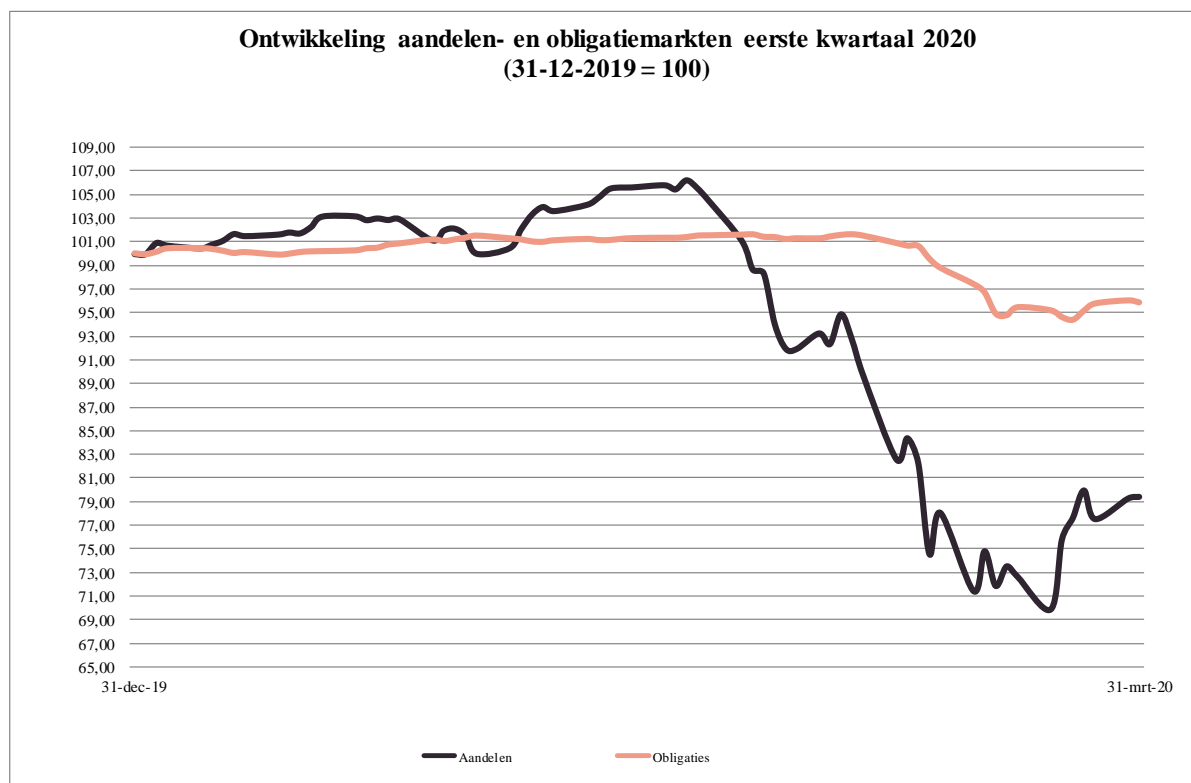
een hoge kredietwaardigheid heeft en dus goedkoop kan lenen. Diverse economen pleiten er nu voor om de € 410 miljard fondsvermogen, die er in het fonds zit, tevens aan te wenden ter beperking van de economische schade die het gevolg is van de 'Coronacrisis';

- In het verlengde van de inzet van het ESM-Fonds is er de roep van vooral Italië, Spanje en Frankrijk om 'Eurobonds' of 'Coronabonds' uit te geven om financiële ondersteuning te bieden in eurolanden. Hier zijn Nederland en Duitsland initieel tegen. Samenvattend gezegd, komt het erop neer dat de eurobonds voor gezamenlijke rekening van de landen van de eurozone worden aangegaan. Het voordeel zit in het renteververschil, ofwel renteopslag die landen als Italië en Spanje separaat zouden moeten betalen hoger is, dan wanneer zij via de gezamenlijke pool, Eurobonds, gaan lenen. De gezamenlijkheid zorgt voor een betere kredietwaardigheid waardoor de renteopslag gemiddeld genomen lager is. Nederland en Duitsland zijn van mening, dat er wel strikte voorwaarden - hervormingen - moeten worden gesteld aan het verstrekken van deze leningen. Anders zouden deze immers het karakter krijgen van monetaire financiering, m.a.w. financiering van puur en alleen de staatsschuld. De discussies over dit onderwerp zijn nog niet ten finale afgerond. Kortom, dit is een precare situatie, waarbij de 'solidariteit' van de Europese Unie onder de huidige moeilijke marktomstandigheden op de proef wordt gesteld.

#### Verenigde Staten

- De FED kwam in maart jl. eveneens met ongekende maatregelen om de economische schade van de coronacrisis te beperken. Zo werd de eerder ingelaste pauze van renteverlagingen losgelaten;
- De FED verlaagde de rente 3 maart jl. al met 50 basispunten met als belangrijkste argumentatie dat de risico's voor de Amerikaanse economie toenamen als gevolg van de verspreiding van het coronavirus;
- Nog geen twee weken later - 15 maart jl. - verlaagde de FED de rente met maar liefst 100 basispunten. De FED heeft haar eerdere motivatie aangescherpt. Zo zal naar verwachting de economische groei op korte termijn afnemen en zijn de risico's voor de economische vooruitzichten toegenomen;
- De bandbreedte van het Amerikaanse basisrente komt daarmee nu uit op 0%-0,25%;
- In drie dagen tijd heeft de FED haar 'Global Financial Crisis draaiboek' uitgerold;
- De FED zal – ongelimiteerd – maar tenminste USD 700 miljard staats- en hypotheekobligaties opkopen om de financiële markten te stabiliseren en ondersteunen;
- Ook het opkopen van bedrijfsobligaties behoort tot de mogelijkheden met als belangrijkste doel de liquiditeit op deze markt te garanderen en ook toegang tot financiering te blijven bieden;
- Met de door de Amerikaanse overheid genomen maatregelen bedraagt het steunpakket circa USD 2000 miljard om burgers en bedrijfsleven tegemoet te komen in de gevolgen van het coronavirus;
- Als gevolg van de coronacrisis zijn de voorverkiezingen stilgelegd. Nu Bernie Sanders uit de verkiezingsrace is gestapt, is de enige overgebleven kandidaat bij de Democraten: Joe Biden. Biden zal het in november bij de Amerikaanse presidentsverkiezingen gaan opnemen tegen president Trump.

## Ontwikkeling financiële markten



De financiële markten zijn in de laatste maand van het 1<sup>e</sup> kwartaal zeer volatiel geweest. In eerste instantie draaide het sentiment onder beleggers negatief door de zorgen over de ontwikkeling van de inmiddels mondiale coronacrisis en in tweede instantie de economische impact hiervan.

Hierbij is nog immer de belangrijkste vraag; Hoe lang zal deze crisis duren? Vooral de duur ervan zal de mate van economische impact gaan bepalen. Hierna, onder “Vooruitzichten” zullen we hier nader op ingaan.

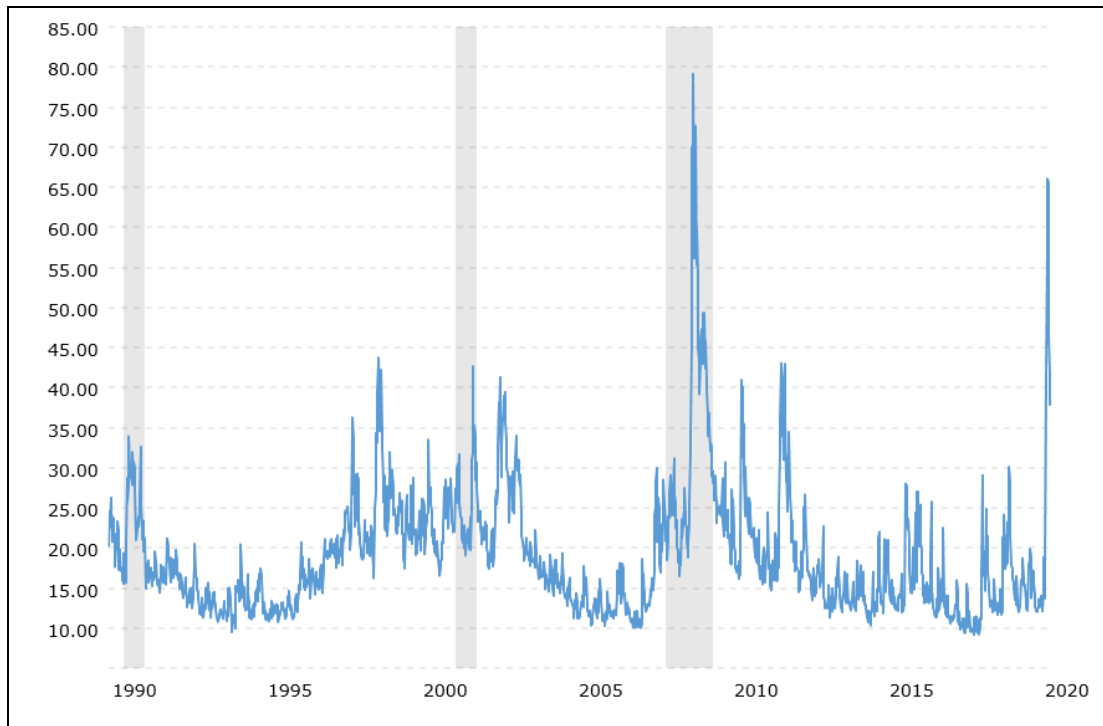
Door de slechte maand maart sloten de aandelenmarkten wereldwijd het eerste kwartaal af met een verlies van ruim 20%.

In eerste instantie konden de obligatiekoersen nog redelijk weerstand bieden tegenover de forse aandelenkoersdalingen, maar verloren uiteindelijk ook terrein. De voortschrijdende nieuwsstroom met melding van meer besmettingen en de mondiale verspreiding van het coronavirus zorgden uiteindelijk ook voor verkoopdruk en daardoor dalende koersen van obligaties.

Hierop ontstond korte tijd een tekort aan liquiditeit in de obligatiemarkten. Centrale Banken, zoals de FED, hebben mede hierop daadkrachtig opgetreden door omvangrijke opkoopprogramma's aan te kondigen en de liquiditeits- en kapitaalsratio's voor banken tijdelijk te verlagen waardoor banken van voldoende liquiditeit werden voorzien. Hiermee keerde de 'rust' weer enigszins terug op de obligatiemarkten. Uiteindelijk resulteerde over het eerste kwartaal 2020 een rendement op obligatiebeleggingen van -4,1%.

## VIX-index

Om een illustratie te geven van de beweeglijkheid op de financiële markten gedurende de afgelopen weken, hebben we in onderstaande grafiek de VIX-index afgebeeld. De VIX-index is een maatstaf voor de verwachte volatiliteit (koersuitslagen) van de S&P 500 index.



**Bron: Macrotrends**

Uit de grafiek blijkt dat de afgelopen maand de koersuitslagen fors waren als gevolg van de angst voor de verspreiding van het coronavirus en de economische gevolgen ervan. Kijkend naar de historie is het niveau van circa 65 dat we medio maart 2020 hebben gezien in de VIX-index enigszins vergelijkbaar met het niveau dat de VIX-index liet zien ten tijde de Financiële Crisis in 2008 (circa 80).

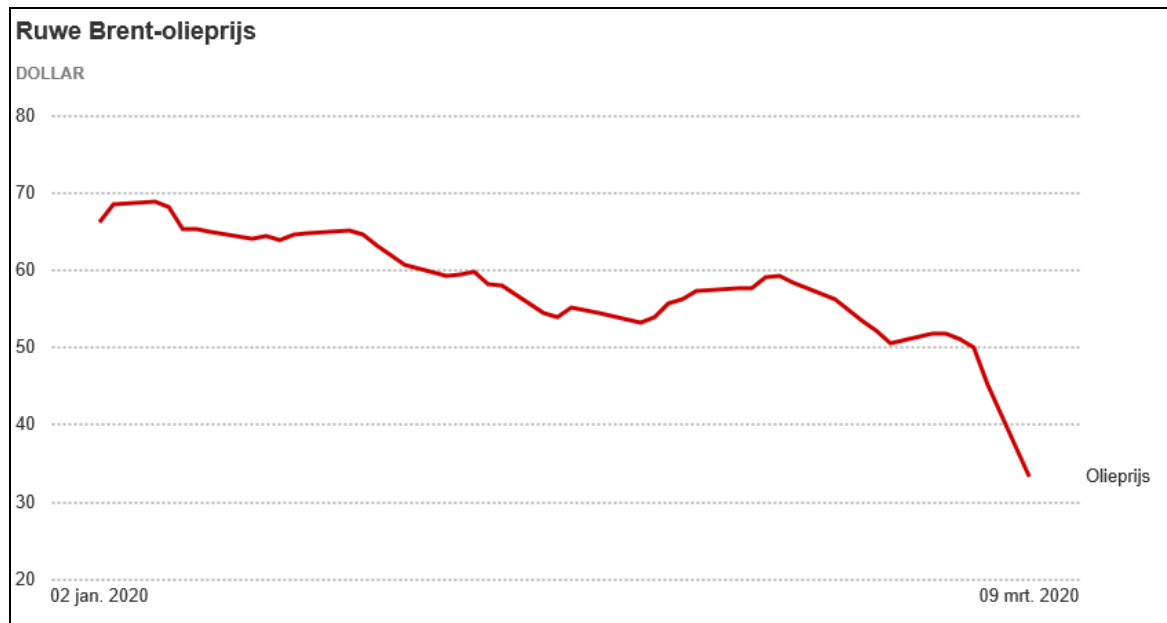
## Rusland en Saoedi-Arabië.....'Olierijkdom'

De nieuwsstroom rondom de gevolgen van coronacrisis zorgde al voor een storm op de financiële markten. Door de escalatie van de olieprijsoorlog tussen Rusland en Saoedi-Arabië kwamen we in maart in een bijna 'perfect storm'. Aanleiding voor de escalatie was dat al in februari Saoedi-Arabië bij monde van de Saoedische koning Salman contact met de Russische president Poetin heeft opgenomen met een voorstel tot verlaging van de olieproductie.

Dit aangezien de vraag naar olie al onder druk stond door de wereldwijde uitbraak van het coronavirus.

Rusland bleek hiertoe niet bereid, aangezien het verder verlagen van de olieproductie de concurrentie van Amerikaanse schalieolie-industrie in de kaart zou spelen. En daarmee het marktaandeel van Rusland op de wereldmarkt uiteindelijk zou kunnen verkleinen. In plaats van te verlagen hebben zowel Saoedi-Arabië als Rusland de olieproductie verhoogd.

Gevolg hiervan was, dat de olieprijs in maart jl. met ruim 26% kelderde, namelijk van ruim USD 45 naar circa USD 33 per vat Brent Olie.



Bron: NOS Reuters

Een forse olieprijsdaling is overigens niet uniek in de historie. In de periode van 2014 – 2016 daalde de olieprijs eveneens fors van circa USD 130 naar USD 30. Het uitzonderlijke is wel dat deze olieprijsoorlog nu samenvalt met een pandemie.

In eerste instantie leek het er niet op dat zowel Rusland als Saoedi-Arabië nader tot elkaar wilden komen met een productiebeperking. Inmiddels is er toch een akkoord gesloten door de Opec+-landen, waaronder Rusland en Saoedi-Arabië, om een productiebeperking, vanaf mei aanstaande, van circa 10 miljoen vaten olie per dag door te voeren. Hoewel het een reductie van circa 10% van der wereldolieproductie is, zijn er twijfels of dit voldoende zal zijn.

Het is gecompliceerd om in te schatten hoe lang een olieprijsoorlog zal kunnen duren. Beide landen beschikken namelijk over forse reserves - Rusland naar verluid: USD 570 miljard en Saoedi-Arabië naar verluid: USD 500 miljard – om deze prijsslag voorlopig vol te houden. Maar uiteindelijk hebben beide landen een hogere olieprijs nodig om hun begrotingen sluitend te krijgen.

Daarbij komt dat er op dit moment veel minder olievraag is door de coronacrisis, maar zodra de vraag aantrekt door herstel, zullen partijen nogmaals nadenken of deze prijsslag interessant blijft. De verwachting is voornamelijk dat eind 2020 de olieprijs weer kan herstellen naar een niveau van circa USD 43. Dit is een verwachte prijsstijging van ruim 27%.

## Vooruitzichten

De belangrijkste vragen voor dit moment zijn:

1. Hoe lang gaat de coronacrisis duren?
2. Hoe groot zijn de financiële gevolgen voor de economie?

Ter beantwoording van deze twee belangrijke vragen hanteren wij een basisscenario dat wij meteen ook het meest waarschijnlijke scenario achten.

We gaan uit van de volgende ontwikkelingen:

- *Medisch:* De genomen maatregelen sorteren effect. We verwachten internationaal een afname van de groei van het aantal besmettingen en vervolgens een absolute daling. Hoopgevend zijn de ‘eerste’ signalen van de afgelopen dagen uit Oostenrijk, Italië en Spanje over een afname van het aantal besmettingen en ziekenhuisopnamen;
- Inmiddels zijn in China, waar de pandemie als eerste heeft toegeslagen, de economische activiteiten weer op gang gekomen;
- We zien dit als het begin van een trend die zich doorzet naar Europa en vervolgens de Verenigde Staten. De verwachting is, dat de piek van het aantal besmettingen in Europa medio april en in de Verenigde Staten eind april zal zijn bereikt;
- In de komende twee maanden verwachten wij een gefaseerde versoepeling van de thans nog geldende stringente ‘lockdowns’;
- *Economisch:* Daarmee is de verwachting dat op korte termijn en gefaseerd de economische activiteiten in Europa en de Verenigde Staten weer op gang gaan komen;
- Anticiperend op de economische impact hebben inmiddels overheden en Centrale banken wereldwijd ingrijpende maatregelen genomen, deze zullen eveneens gefaseerd uitgevoerd gaan worden en zullen naar verwachting de komende maanden effect gaan sorteren;
- *Financiële markten:* De bovenstaande ontwikkelingen zullen voorlopig nog het sentiment onder beleggers blijven beïnvloeden. De media-aandacht alom speelt daarbij zeker een rol. We verwachten de komende weken aanhoudende beweeglijkheid van de financiële markten;
- Met dit basisscenario verwachten we dat de economische activiteiten in Europa en de Verenigde Staten weer kunnen gaan normaliseren;
- Hierop verwachten we dan ook een stevig koersherstel voor de tweede helft van 2020.

## Beleggingsbeleid

Tot eind februari zaten we licht overwogen in Zakelijke Waarden, vanwege het positieve signaal uit de voorgenomen deal tussen China en de Verenigde Staten eind december 2019.

Na de forse koersdalingen eind februari hebben we de allocatie naar Zakelijke Waarden licht uitgebreid ten koste van Risicomijdende Beleggingen.

De al lage renteniveaus, de recente renteverlagingen in combinatie met de koerscorrecties hebben ervoor gezorgd dat de waardering van aandelen nog aantrekkelijker is geworden voor de middellange termijn ten opzichte van de risico-/rendementsverhouding van obligaties.

Binnen de Zakelijke Waarden hebben we inmiddels een aantal wijzigingen in de regio-allocatie doorgevoerd.

Door de meer dan evenredige koersdalingen van Europese aandelen is de absolute en relatieve aantrekkelijkheid in waardering toegenomen. Met ons basisscenario, waarin we uiteindelijk een inhaaleffect verwachten in de tweede helft van 2020 voor aandelen in het algemeen en voor Europa in het bijzonder, hebben we onze Onderweging in *Europa* opgeheven. We hebben nu een *Neutrale weging* voor Europese aandelen.

Voor de *Verenigde Staten* hebben we een lichte *Overweging*. De Verenigde Staten zal als huidige epicentrum van de coronacrisis later uit de ‘lockdown’ komen dan de andere regio’s. Toch zal het Amerikaanse bedrijfsleven – door de bewezen historische veerkracht – naar verwachting een sneller economisch herstel kunnen laten zien.

De beleggingen *in opkomende landen* zijn het afgelopen kwartaal relatief beter bestand gebleven tegen de gevolgen van het coronavirus dan de andere regio’s. Hoewel we positief blijven over de middellange termijn vooruitzichten voor dit segment, hebben we een deel van deze allocatie gebruikt om de positie in Europa uit te breiden. We hanteren voor *opkomende landen* nu een *Neutrale weging*. Binnen dit segment blijft Azië de te prefereren regio.

Voor *Japan* blijft onze lichte Onderweging ongewijzigd.

Onze visie op *waarde*-aandelen blijft ongewijzigd. Deze aandelen kenmerken zich door een aantrekkelijke waardering in combinatie met een duurzame, relatief hoge dividenduitkering. Dit vormt naar onze mening een buffer bij meer beweeglijke aandelenmarkten.

Weliswaar zijn er de afgelopen weken ondernemingen geweest, die als gevolg van de huidige marktomstandigheden hun dividendbetalingen voor de komende periode hebben geschrappt, maar wij verwachten – in lijn met de verwachting over de economische impact – dat deze tijdelijk zullen zijn. Daarentegen, ondernemingen die wel hun dividend kunnen blijven betalen zijn - met de huidige koersniveaus - dan ook extra interessant voor de middellange termijn. Hierbij zijn dividendrendementen van circa 8% geen uitzondering.

Bij de Risicomijdende Beleggingen hebben we een Onderweging ten opzichte van de Zakelijke Waarden.

Onze rentevisie is - met de recente ongekende acties van Centrale Banken wereldwijd - dat de renteniveaus voor een langere periode aanhoudend laag zullen blijven. We hebben hierop geanticipeerd door obligaties met een langere looptijd te kopen. Het risico van een - onverwachte - rentestijging beperken wij door een portefeuille samen te stellen met een 'duration'<sup>1</sup> die nog steeds lager is dan de benchmark.

Bij de huidige marktomstandigheden zijn we van mening dat we goed gepositioneerd zijn voor de komende periode met een relatief aantrekkelijk effectief rendement met een goede kredietkwaliteit.

Met de doorgevoerde renteverlagingen van de FED met een renteniveau in een bandbreedte van 0%-0,25% zullen ook obligaties (in USD) in opkomende landen hiervan kunnen profiteren. Parallel aan het handelsakkoord zal de economische groei in de opkomende landen kunnen opleven. We blijven positief over het segment *obligaties in opkomende landen*.

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

Maarsse, april 2020

Beaumont Capital N.V.

---

<sup>1</sup> De 'duration' is een rentegevoeligheidsmeter voor een obligatie: hoe langer de resterende looptijd, des te sterker de actuele waarde reageert op een renteverandering en hoe hoger de duration. Vuistregel: stijgt of daalt de rente met 1%, dan fluctueert de actuele waarde met 1% maal de duration.