



## BEAUMONT CAPITAL

Wealth Management

### KWARTAALBERICHT

Eerste kwartaal 2022

### Terugblik

In het vierde kwartaal gingen we er nog vanuit dat het eerste kwartaal vooral in het teken zou staan van de verwachte renteverhogingen als gevolg van de opgelopen inflatie en het economisch herstel door het – volledig – afschaffen van de corona beperkende maatregelen.

Deze verwachting werd 24 februari jl. ruw onderbroken door de Russische invasie van de Oekraïne. Het nieuws werd daarna voornamelijk gedomineerd door de ontwikkeling en de gevolgen hiervan. Naast het humanitaire drama zagen we grondstof-, energie- en voedselprijzen fors stijgen. Dit gaf een extra impuls aan het al hoge inflatieniveau. Het beleid van de Centrale Banken - de FED voorop en zoals meestal de ECB volgend – verscherpte en stelde eerdere renteverhogingen in het vooruitzicht dan initieel gecommuniceerd.

Als gevolg van deze ontwikkelingen – met 24 februari als markeerpunt – zijn de geopolitieke en economische onzekerheden toegenomen.

### Europa

- De politieke ontwikkelingen in Europa hebben als gevolg van de oorlog elkaar sindsdien snel opgevolgd. Vooral de combinatie van ingestelde sanctiepakketten tegen Russische personen en bedrijven in combinatie met de continuïteit en afhankelijkheid van gas- en olieleveranties zorgen voor toenemende onzekerheid. Zo zijn een aantal grote Russische banken uitgesloten van het internationale betalingssysteem Swift en is ook de Russische Centrale Bank beperkt in haar mogelijkheden;
- De oorlog in Oekraïne heeft een sterke vluchtelingenstroom op gang gebracht richting Europese landen. Het einde hiervan is helaas nog niet in zicht;
- Er hebben inmiddels een aantal vredesonderhandelingen tussen Oekraïne en Rusland plaatsgevonden. Tot op heden zonder concreet resultaat;
- De economische gevolgen van de oorlog in Oekraïne zijn voor Europa al voelbaar in de inflatiecijfers over maart. De inflatie in Spanje steeg naar 9,8%, het hoogste niveau sinds 1985. In Duitsland kwam de inflatie uit op 7,6%, het hoogste niveau in 40 jaar tijd. In Nederland piekten we op 11,9% en in de Eurozone was de stand 7,5%. Belangrijkste component in deze was de ruim 44%-stijging van energieprijzen;
- Bij de recente beleidsvergadering liet de ECB de beleidsrente onveranderd. Wel besloot de ECB, ondanks de negatieve geopolitieke ontwikkelingen, tot een versnelde afbouw van het reguliere opkoopprogramma. In december jl. was er nog sprake van een initieel verhoogde en gefaseerde afbouw van obligatieopkopen tot en met het vierde kwartaal 2022. Nu zal dit al in het derde kwartaal worden afgerond. Dit is onder de voorwaarde dat de economische omstandigheden niet te veel verslechteren. De kans op een eerste renteverhoging voor het eind van 2022 achten wij klein;

- Door het relatief milde verloop van het ziektebeeld van de Omikron-variant van het coronavirus zijn inmiddels nagenoeg alle coronamaatregelen opgeheven. Mutaties van het virus zijn te verwachten en de impact hiervan ongewis.

### Verenigde Staten

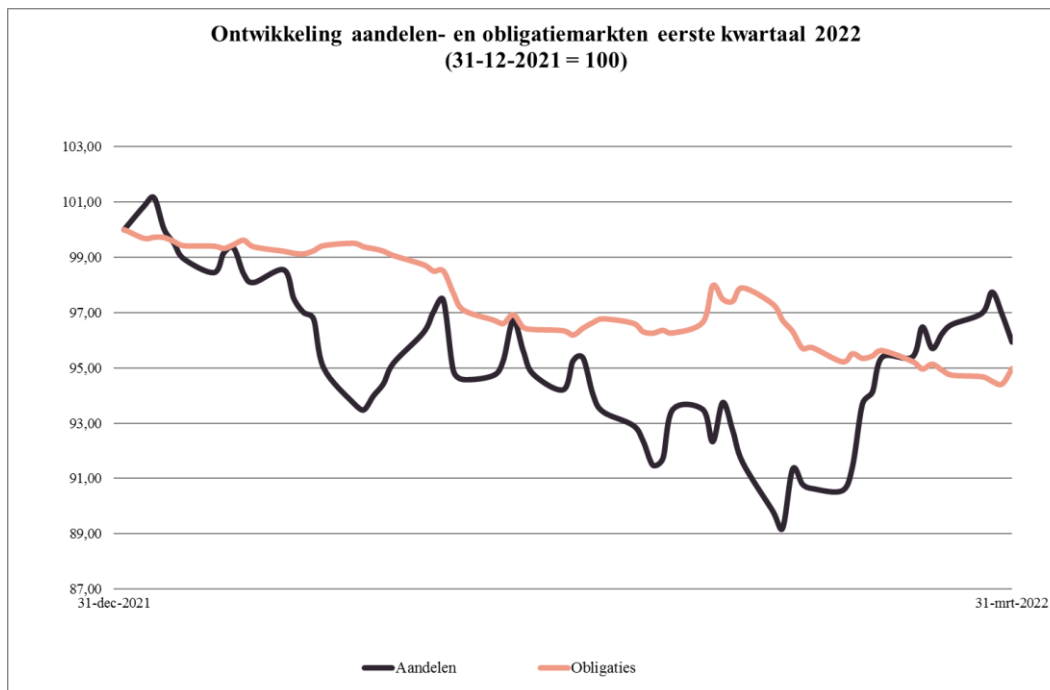
- De FED heeft de beleidsrente – voor het eerst sinds 2018 - verhoogd met 25 basispunten. Eerder was nog sprake dat de beleidsrente mogelijk met 50 basispunten zou worden verhoogd. In het kader van de huidige marktontwikkelingen was dat een stap te ver. De bandbreedte komt nu uit op 0,25%-0,50%;
- Powell benadrukte dat de Amerikaanse economie sterk genoeg is om volgende renteverhogingen aan te kunnen en niet tot een recessie zal leiden ('soft landing'). Met een toename van 431.000 banen in maart ontwikkelt de Amerikaanse arbeidsmarkt zich sterk. Wel zorgt de scheve verhouding tussen vraag en aanbod voor een opwaartse druk op de lonen;
- Positief is dat het werkloosheidscijfer historisch laag is met een niveau van 3,6%;
- Powell gaf wel aan dat de Amerikaanse economie tegenwind zal ondervinden door de oorlog in Oekraïne. Hierbij werd vooral gewezen op de hogere grondstoffenprijzen en verdere verstoringen in de aanvoerketens;
- Met het al hoge inflatieniveau is dit voeding voor renteverhogingen door de FED;
- De groeiverwachting voor de Amerikaanse economie is neerwaarts bijgesteld van 4% naar 2,8%;
- Om de forse olieprijsstijgingen enigszins het hoofd te bieden heeft president Biden aangekondigd 1/3 van de strategische oliereserves – ofwel 180 miljoen vaten olie – vrij te geven in de komende zes maanden. Hoewel dit de op korte termijn enig soelaas biedt, zal het niet tot een structurele oplossing leiden. Temeer daar er jaren onderinvesteringen hebben plaatsgevonden in de oliesector en de reserves op enig moment ook weer moeten worden aangevuld.

### China

- In het eerste kwartaal kampte China met een economische groeivertraging als gevolg van Covid-19 lockdowns. Wij verwachten dat die vertraging van tijdelijke aard zal zijn;
- De Chinese PMI – de index die het vertrouwen van industriële inkoopmanagers weergeeft – kwam in maart uit op 48,1. Een stand boven de 50 indiceert economische groei, onder de 50 is er sprake van een krimp. Mede door de opleving van Covid-19 zijn er in China een aantal steden in lockdown gegaan, waaronder recent Shanghai, een metropool met ruim 25 miljoen inwoners. Kort daarvoor is ook Shenzhen tijdelijk op slot gegaan. Shenzhen is het Chinese 'Silicon Valley'. Deze lockdowns hebben impact op de productie- en distributieketens;
- Ook was er de dreiging van het intrekken van de notering van Chinese ADR's op de Amerikaanse beurzen. Dit houdt verband met een dispuut met de SEC over boekhoudregels en (het gebrek aan) transparantie van de jaarrekeningen van deze Chinese beursgenoteerde ondernemingen. Dit veroorzaakte stevige koersdruk bij de desbetreffende aandelen. Inmiddels lijkt er – ten tijde van dit schrijven - een handreiking te zijn gedaan door Chinese autoriteiten, waardoor buitenlandse toezichthouders en investeerders – meer – toegang tot informatie en daarmee beter

zicht krijgen op ‘Chinese’ beursnoteringen in de Verenigde Staten. De verwachting is dat een ‘delisting’ crisis voorkomen kan worden.

## Ontwikkeling financiële markten



Begin van het jaar waren de financiële markten gericht op de inflatieontwikkeling en de gevolgen hiervan voor de economische groei. Door de oorlog in Oekraïne nam de geopolitieke onzekerheid toe en was sprake van forse prijsstijgingen over een brede range van grondstoffen. Hierop verslechterde het beleggerssentiment en stonden aandelenkoersen stevig onder druk.

Vanuit economisch perspectief – een wrange constatering – blijken deze ontwikkelingen vaak een interessant lange termijn koopmoment. Uit historisch onderzoek blijken geopolitieke schokken - oorlogen, aanslagen of andere extreme marktomstandigheden - tot forse beweeglijkheid op de financiële markten te leiden, maar de daarmee samenhangende koersdalingen vaak van korte duur. In de tweede helft van maart zagen we het eerste ‘schrik-effect’ enigszins wegebben, waardoor aandelenkoersen konden herstellen. Hierdoor kon het verlies op wereldwijde aandelenbeleggingen in het eerste kwartaal uiteindelijk beperkt blijven tot circa 4%.

Het sentiment onder obligatiehouders was al bedrukt door het aanhoudend hoge inflatieniveau. De fors gestegen grondstof- en energieprijzen leidden ertoe dat Centrale Banken in hun uitingen hintten op versnelde en grotere renteverhogingen dan initieel door de markt verwacht. FED President Powell drukt zich uit in stevige bewoordingen als het gaat om het intomen van de inflatie. De verwachting is dat dit jaar nog 7 renteverhogingen en in 2023 nog drie renteverhogingen doorgevoerd worden. We voorzien de eerste renteverhoging door de ECB in het begin van 2023.

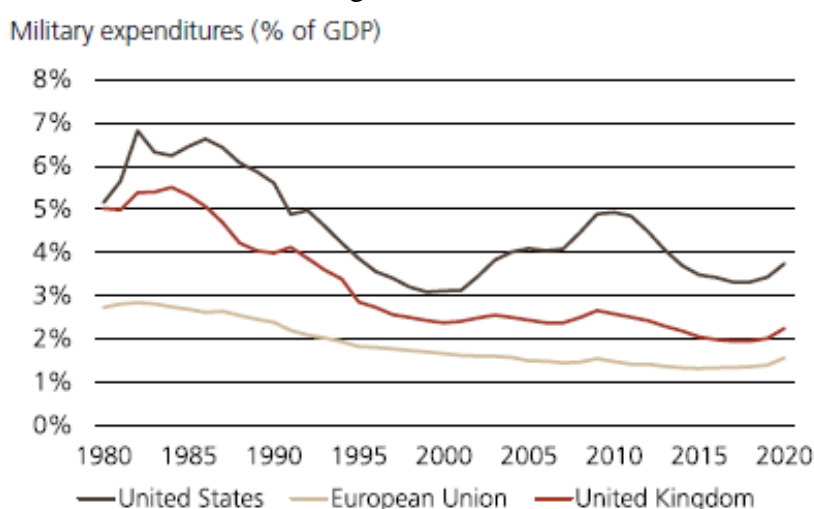
Het sentiment onder obligatiebeleggers verslechterde mede door de oplopende kapitaalmarktrente. Obligatiekoersen lagen als gevolg hiervan onder druk. Het rendement op obligatiebeleggingen over het eerste kwartaal was -5,03%.

## Vooruitzichten

Wij verwachten dat de komende periode de onzekerheid en daarmee de toegenomen beweeglijkheid op de financiële markten aanhoudt. De mogelijke uitkomsten van vredesonderhandelingen tussen Oekraïne en Rusland vormen hierbij een belangrijke factor. Dat het wereldbeeld ná 24 februari is veranderd is evident en dat hier belangrijke lange termijn gevolgen – met name voor Europa – aan verbonden zijn, is te verwachten.

Overheden en bedrijven gaan naar verwachting meer nadruk leggen op veiligheid en stabiliteit in plaats van efficiency en prijs. Eén van de zichtbare gevolgen is dat de geopolitieke – militaire - verhoudingen verscherpt zijn. Het zogenaamde ‘vredesdividend’ lijkt voorgoed voorbij. De NAVO heeft in het verleden – bij monde van ex-president Trump – al aangegeven dat landen tenminste 2% van hun GDP (‘bruto binnenlands product’, ofwel de waarde van de omvang van de economie) moeten besteden aan defensie-uitgaven.

Inmiddels lijkt dat bij veel – Europese – landen te zijn doorgedrongen. Uit nevenstaande overzicht blijkt de ‘onderinvestering’ in defensie-uitgaven. De Duitse regering heeft kenbaar gemaakt haar defensiebudget te verhogen met een extra EUR 100 miljard. Een – historisch – keerpunt en een ongekende kentering sinds de Tweede Wereldoorlog.



Bron: Wereldbank, UBS

### *“Het verleden, heden en de toekomst”*

Deze subtitel is geen verlate versie van de “Christmas Carol”, het kerstverhaal van Charles Dickens, maar heeft alles te maken met onze analyse rondom de huidige turbulentie de prijsontwikkeling en beschikbaarheid van energiebronnen.

Hoewel we al vaker aandacht hebben besteed aan fossiele grondstoffen uit hoofde van de energietransitie is het onderwerp door de oorlog in Oekraïne actueler dan ooit. Uiteraard gaat en ging de energietransitie uit van het pad der geleidelijkheid. Echter, door mogelijke disrupties in de reguliere gas- en olietoevoerketens als gevolg van opgelegde sancties kan de energietransitie in een stroomversnelling komen. Daarbij willen we de kanttekening maken of de verwachting hierover realistisch is.

Door de groei van de wereldbevolking en toenemende welvaart is de verwachting dat de energievraag met 50% toeneemt tot 2050.

*Vanuit het verleden:* Op dit moment bestaat 80% van de energieconsumptie uit fossiele grondstoffen. Met de wens om het broeikaseffect terug te brengen en lage energieprijzen te realiseren, zijn de investeringen in olie- en gasexploratie sinds 2014 met 60% gedaald. Het algemene beeld is dat alternatieve energiebronnen; zon- en windenergie en waterkracht dé vervanger zijn. Dit lijkt op korte termijn te optimistisch gesteld. De productie van en vraag naar alternatieve energiebronnen zijn de afgelopen 10 jaar met circa 12% per jaar gegroeid. Alternatieve energiebronnen beslaan op dit moment 6% van de totale energieconsumptie. Als we ervan uitgaan dat de groeivoet uit het verleden vastgehouden kan worden, vergt het tenminste 20 jaar om de afhankelijkheid van fossiele brandstoffen volledig te verminderen.

*Heden:* Het belang van alternatieve energiebronnen is onmiskenbaar. Prominent zijn de doelstellingen van het terugdringen van het broeikaseffect, vergroening en verduurzaming.

Vanzelfsprekend is het nadeel van zon- en windenergie, dat de zon niet altijd schijnt en de wind niet altijd waait. Daarbij staat de technologie van het kunnen opslaan van deze gewonnen energie nog in de kinderschoenen. Het verder ontwikkelen van deze technologieën kost tijd en geld. Daarmee blijft de afhankelijkheid van fossiele grondstoffen.



Bron: UBS

Door de huidige marktontwikkelingen is de olieprijs fors gestegen. In bovenstaand overzicht is de prijsontwikkeling van Brent Olie weergegeven. 7 maart jl. bereikte de olieprijs een hoogste stand van USD 139,--. De Verenigde Staten hebben een olie importverbod op Russische olie ingesteld. De Europese Unie is aan het nadenken over hoe om te gaan met de olie- en gasleveranties uit Rusland. Dit is gecompliceerd en niet in de laatste plaats door de Europese afhankelijkheid ervan. Zo is respectievelijk 25% en 40% van de Europese olie- en gasimport afkomstig uit Rusland. Voor de grootste economie van Europa – Duitsland – zou een directe stop van gasleveranties een ramp zijn voor het land en de industrie. Het zou volgens kenners de grootste economie van Europa in een diepe crisis storten en daarmee een kettingreactie veroorzaken. Een afbouw van de gasafhankelijkheid heeft tenminste vier tot vijf jaar nodig.

Er zijn op dit moment scenario's waarbij mogelijk tijdelijk – de duurzaamheidsagenda ten spijt - het toegestaan wordt om kolencentrales weer op te starten danwel langer open te laten. Ook het langer openhouden van een aantal kerncentrales behoort tot de mogelijkheden. Wij verwachten dat grondstofprijzen en met name de energieprijzen voorlopig op een verhoogd niveau blijven. Mocht de olieprijs langere tijd - tenminste zes maanden - boven de USD 125,-- bewegen, dan zou dit mondiaal circa 0,5% economische groei kosten voor 2022.

*Toekomst:* Door de inzet van innovatieve technologieën wordt het gebruik van alternatieve energiebronnen steeds efficiënter en door een breder publiek omarmt. Alles wijst erop dat de energietransitie versneld zal - moeten – worden doorgezet. Het lokaal produceren en opslaan van energie vermindert de – geopolitieke –afhankelijkheid en maakt ons minder kwetsbaar bij verstoringen in distributieketens.

Dit in combinatie met de huidige actualiteiten zorgt ervoor dat overheden en bedrijven zich de komende periode meer gaan richten op stabiliteit en veiligheid in plaats van prijs en efficiency. Wij achten een tijdspad van tenminste 10 jaar realistisch om voor alternatieve energiebronnen een serieuze bijdrage in de energieconsumptie te leveren ten opzichte van de situatie zoals die nu is.

Wij verwachten dat een aantal thema's – waarin we belegd zijn – nog meer aandacht en groeipotentieel krijgen. Eén die in het oog springt is cybersecurity. Maar ook het zekerstellen van energie- (Greentech) en de voedselvoorziening, databeveiliging en nationale veiligheid (waaronder defensie-investeringen) krijgen meer tractie.

Door de toegenomen onzekerheid is de beweeglijkheid op de financiële markten vergroot. Wij blijven dan ook “kort op de bal” met onze beleggingsvisie. Wij houden vast aan de ‘fundamentals’ en daarmee aan ons basisscenario van economisch herstel voor 2022 door het effect van heropende economieën.

Tegelijkertijd kan de winstontwikkeling getemperd worden door gestegen grondstof- en energiekosten. Uitgaande van het scenario dat er de komende maanden een doorbraak komt in de onderhandelingen tussen Oekraïne en Rusland (staakt-het-vuren) zou een deel van de toegenomen risico's en daarmee samenhangende nadelige effecten gemitigeerd kunnen worden.

## **Beleggingsbeleid**

Mede gebaseerd op het hiervoor vermelde historisch onderzoek dat aandelenkoersen na een extreme marktomstandigheid weer herstellen, hebben we het afgelopen kwartaal vastgehouden aan onze beleggingsvisie. Wij hanteren een ruime Overweging op Zakelijke Waarden ten opzichte van Risicomidende Beleggingen.

Door de toegenomen geopolitieke onzekerheid, de inflatieontwikkeling en de eventuele gevolgen hiervan op de economische groei achten wij verder verhogen van de Overweging in Zakelijke Waarden niet opportuun.

De regio-allocaties binnen de Zakelijke Waarden hebben we onveranderd gelaten.

Voor *Europese* aandelen hanteren we een *Neutrale* weging. Het neerwaarts risico is vooral voor Europa toegenomen in relatie tot andere ontwikkelde landen door de oorlog in Oekraïne en de afhankelijkheid van Russisch gas en olie. De gestegen grondstof- en energieprijzen en de mogelijke disrupties in de productie- en distributieketens hebben gevolgen voor de winstgevendheid van ondernemingen. Deze toegenomen onzekerheid heeft zich vertaald in

koersdalingen. Met de huidige waardering is een deel van de risico's ingeprijsd. Om te profiteren van de olieprijsontwikkeling en verwachte renteverhogingen handhaven we de Overweging in de sectoren Energy en Financials.

Voor de *Verenigde Staten* handhaven we een *Neutrale* weging. In de Verenigde Staten zijn de risico's toegenomen, zij het in beperktere mate dan in Europa. De arbeidsmarkt ontwikkelt zich nog steeds sterk, maar ook hier is de inflatieontwikkeling hoog. De Amerikaanse Centrale Bank zal een voorname rol spelen met de verwachte renteverhogingen. Een balanceer-act. De rente te snel en te veel verhogen kan de economische groei in de kiem smoren. Anderzijds moet wel de doelstelling van prijsstabiliteit overeind worden gehouden. Wij verwachten geleidelijke renteverhogingen. Hiermee blijft het monetaire beleid ruim met goede toegang tot kapitaal voor het bedrijfsleven.

Voor de allocatie naar *Emerging Markets* hanteren we een *Overweging*. Nog immer zijn de groeiverwachtingen voor de opkomende landen het sterkst. We hebben een absolute voorkeur voor Azië en met name voor China. Met de verwachte groeistimulering door de Chinese autoriteiten en aantrekkelijke waardering zijn de vooruitzichten positief voor dit en komend jaar.

De positie in *Japan* is gehandhaafd.

De Risicomijdende Beleggingen blijven onderwogen ten opzichte van de Zakelijke Waarden.

Door de verwachte rentestappen van de FED zal de bandbreedte voor de Amerikaanse beleidsrente eind 2022 uitkomen op 2,00% tot 2,25%. Dit is een hoger niveau dan we lange tijd gewend waren, maar naar onze mening nog steeds voldoende accommoderend voor de economie. We hebben onze rente- en duratievisie gehandhaafd.

Obligaties in opkomende landen hebben door hun risicopremie een hoger effectief rendement dan obligaties in 'ontwikkelde' landen. We handhaven een positieve visie op *obligaties in opkomende landen*; met in het bijzonder 'Asian High Yield'-obligaties. Recent hebben we Senior Loans toegevoegd in de beleggingsportefeuilles. Met de verwachting van een stijgende Amerikaanse rente profiteren Senior Loans. De coupon van de leningen beweegt mee met respectievelijk oplopende rente en dalende rente.

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

Maarssen, april 2022

Beaumont Capital N.V.