

Terugblik op het 4e kwartaal 2022 en vooruitzicht 2023

"Meep meep"

Klanknabootsend weergegeven roep van cartoonfiguur Road Runner - een niet-vliegende, maar extreem snel rennende vogel uit de Amerikaanse tekenfilms van de Warner Brothers-filmstudio's (1949 tot nu)

Nee, maakt u zich geen zorgen! Vanwege de crises en de gevolgen hiervan op ons dagelijks leven en de portefeuilles van onze mandanten vluchten we niet in een kinderlijke fantasiewereld vol met onmogelijkheden. Maar zelfs klassieke tekenfilms kunnen helpen om de financiële markten en soms door typisch menselijk gedrag veroorzaakte fouten beter te begrijpen en in de toekomst beter vooruit te zien.



In de tekenfilmklassieker van Warner Brothers stort de Coyote bij zijn jacht op de snelle en slimme Road Runner vaak over de rand van een klif in de afgrond. Vaak begint zijn val pas nadat hij nog een poosje in de lucht is verder gelopen en met een geschrokken blik merkt, dat hij in de diepte zal vallen. Het uithoudingsvermogen van de Coyote is bewonderingswaardig, want hoewel hij telkens weer een ongeluk krijgt, gaat hij onverstoorbaar door met de jacht.

1

Het 'Wile E. Coyote-moment': Doorgaan zonder bodem onder de voeten - komt ook op financiële markten voor!

Wat natuurkundig alleen in een tekenfilm mogelijk is, lijkt af en toe ook voor te komen op financiële markten. Daarbij kan de tijd, waarin iemand al rennende over een afgrond zweeft, verbazingwekkend lang zijn. Beleggers denken dat ze vanwege de bestaande goede ervaringen 'vaste grond' onder hun voeten hebben, alhoewel ze in werkelijkheid al in de lucht over een (beurs)afgrond zweven. De zorgeloze voortzetting van bestaande ontwikkelingen en het over het hoofd zien of negeren van gevaarlijke ontwikkelingen kan juist voor lange termijn-georiënteerde beleggers aanzienlijke negatieve gevolgen hebben.

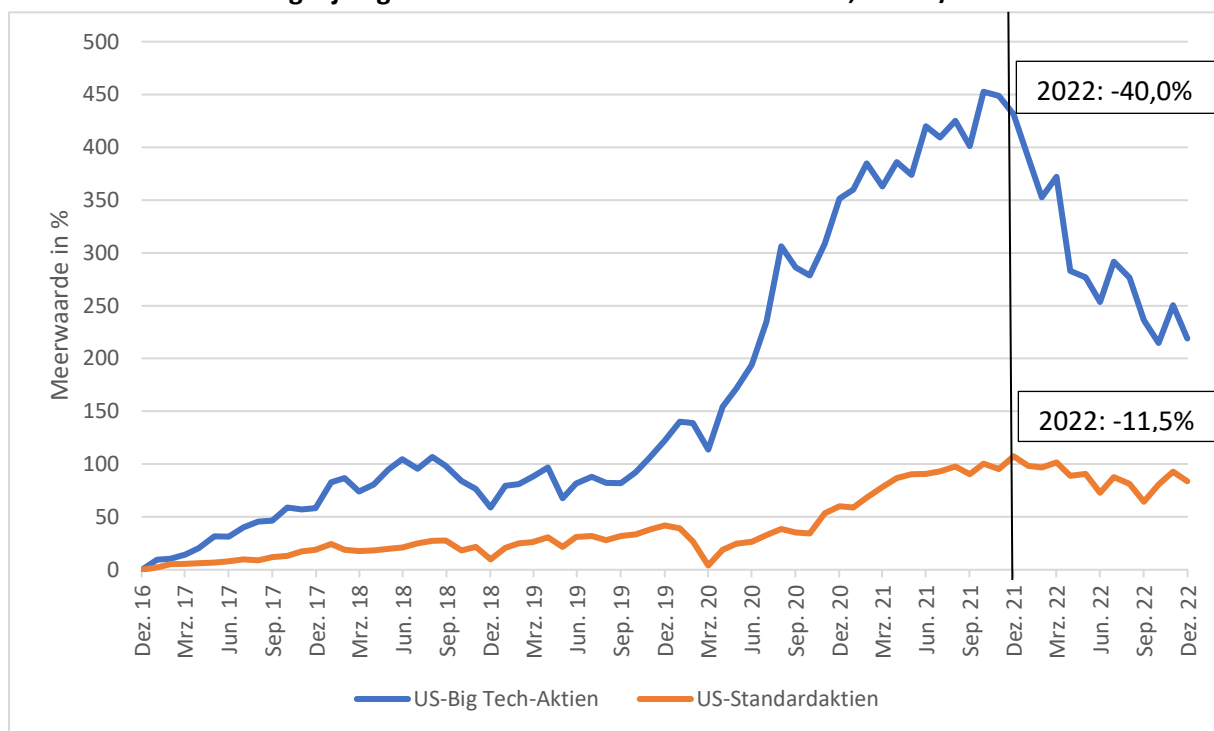
Herstel van de rente zorgt voor ineenstorting bij hoog beoordeelde aandelen

Stijgende rente betekent koersverliezen voor aandelen - dat is de eenvoudige, oude en nog altijd geldige beursregel. Maar niet alle branches of aandelen worden in gelijke mate getroffen door stijgende rente (= stijgende kosten voor kapitaal). Het duurt altijd even totdat aandeelhouders en analisten zich realiseren dat toekomstige winst, zelfs van kerngezonde, liquide en goed gekapitaliseerde bedrijven, vandaag de dag (=beurskoers) minder waardevol zijn, zodra de rente stijgt. Door de langdurige, historisch zeer lage (Verenigde Staten) of zelfs negatieve rente (EU) zijn sommigen misschien het gevoel voor deze automatische aanpassing kwijtgeraakt.

Een aandelenmarktsegment, waarbij dit in 2022 zeer goed te zien was, was 'Big Tech'. Daarmee worden de grootste, meestal al jarenlang zeer succesvolle bedrijven uit de technologische en discretionaire consumptiesector bedoeld. Namen zoals Apple, Amazon, Alphabet (Google), Meta (Facebook), Microsoft, Netflix of Tesla zijn de bekendste protagonisten. Deze bedrijven zitten vanwege de successen tot nu toe in de portefeuilles van veel beleggers of vanwege de hoge waarderingen op beursindexen in veel passieve beleggingsstrategieën, zoals in sommige exchange-traded funds (ETF). Hun populariteit was zo hoog, dat hiervoor het acroniem 'FANG' ontstond, waarvoor ook officiële marktindexen werden gecreëerd, om eenvoudiger te kunnen beleggen.

Laten we ons een strategisch georiënteerde belegger voorstellen, die begin 2017 de juiste keuze maakte om in alle aandelen van 'Big Tech' te beleggen - hier weergegeven door de FANG-index.

'FANG-aandelen' in vergelijking met Amerikaanse standaardwaarden, 2017 t/m 2022



Bron: Bloomberg (evenwichtig gewogen indexen, rekening houdend met nettodividend)

Eind 2021, na een beleggingsduur van vijf jaar, zou deze belegger waarschijnlijk tevreden hebben gekeken naar een meerwaarde van 431%. Eind 2022, een jaar later, zou dit resultaat gedaald zijn naar 219%. Nog steeds een goed resultaat, ook in vergelijking met de 'saaie' standaardwaarden met +83%. Deze strategische belegger is echter in werkelijkheid allesbehalve ideaal. Veel huidige houders van 'Big Tech'-aandelen zijn vaak, direct of ook indirect via EFT's, pas later en bij hogere koersen ingestapt. Bovendien is uit psychologisch onderzoek¹ bekend, dat mensen boosheid over verliezen ongeveer twee keer zo sterk waarnemen als blijdschap over winsten.

¹ Voor het eerst beschreven door Daniel Kahneman en Amos Tversky (1979) in 'Prospect Theory' - in 2002 onderscheiden met de Nobelprijs voor Economie.

Dat FANG-aandelen begin 2022 'van de klif stortten' is echter niet alleen het gevolg van de sterk gestegen rente. Ook het inzicht dat toekomstige groeipercentages vanwege nieuwe en sterker wordende concurrentie en beginnende marktverzadiging aanzienlijk lager zullen uitvallen, was bij een nuchtere kijk op tot dan toe bereikte exorbitante waarderingen al langer mogelijk.

Het beeld van 'doorlopen in de lucht' (stijgen van de koersen) tot het moment waarop beleggers merken dat ze zich boven een afgrond bevinden (stijgende kapitaalkosten belasten, omzet stagneert of daalt zelfs, prognoses worden gemist) is wat ons betreft passend.

Mandanten van BPM profiteerden het afgelopen jaar van onze jarenlange sceptische houding ten opzichte van 'Big Tech'. Het aandeel in onze portefeuilles ligt onder de 2% en is het resultaat van onvermijdelijke restanten bij de door ons vanwege andere eigenschappen geselecteerde fondsen. Ter vergelijking: alleen de in het begin genoemde zes aandelen worden momenteel nog met een weging van meer dan 20% in de berekening van de Amerikaanse S&P 500-index opgenomen.

In de komende tijd zal het meer dan ooit erop aankomen, om aandelen en obligaties van bedrijven te vermijden, die de nu duidelijk gestegen bedrijfs- en kapitaalkosten niet meer kunnen verdienen. Dat sluit niet alle, maar desondanks vele jarenlange groeiwaarden als beleggingsobject voor ons uit.

Waar blijft de recessie?

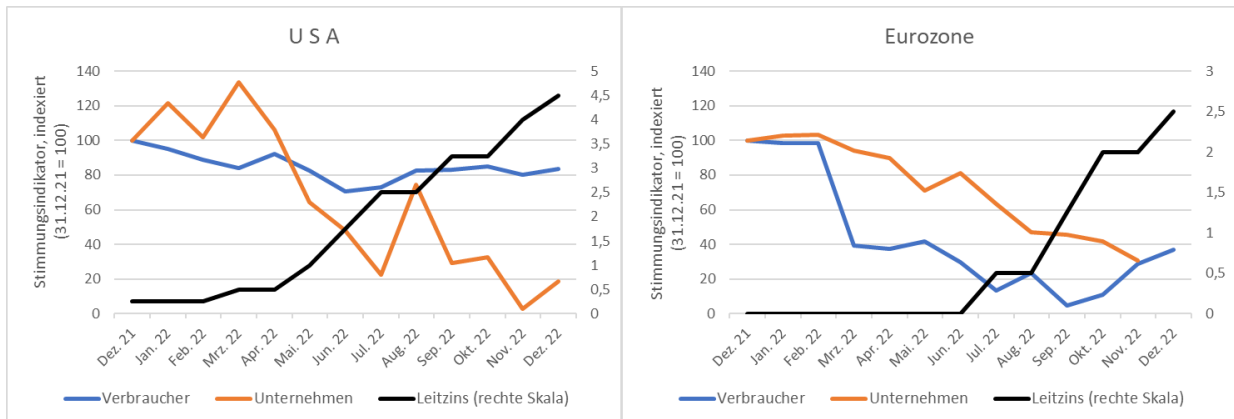
Een van de onderwerpen waarover op de financiële markten, maar ook onder economen het meest gesproken wordt, is de vraag of er de komende tijd een relatief milde economische vertraging of een echte recessie zal plaatsvinden. De mogelijkheid dat de economie met een weliswaar laag, maar desondanks positief percentage verder groeit, speelt in de vooruitzichten van banken en fondsmanagers voor 2023 zo goed als geen rol.

Dat kan er ook aan liggen dat in het verleden de uitgangspositie nog nooit zo onzeker en onduidelijk was, als nu het geval is.

Wij denken dat de eerste centrale banken medio 2023 beginnen met hun tempo bij de belangrijkste tarieven te verlagen, zonder direct over te gaan op renteverlagingen. Dit is volgens ons ook de juiste keuze, omdat de effectieve werking van renteverhogingen altijd pas met enige tijdsvertraging merkbaar wordt en de centrale banken geen zware economische recessie willen veroorzaken. Nu al zijn bij vertrouwensindexen van bedrijven en consumenten duidelijke dalingen te zien, die een geringere vraag signaleren. Dit kan ook de bedoeling zijn van de centrale banken, omdat dit vaak als een 'inflatierem' werkt.

Het meest waarschijnlijke scenario voor 2023 bestaat daarom volgens ons uit benedengemiddelde groeicijfers en inflatiecijfers die duidelijk boven het gemiddelde van de afgelopen 20 jaar liggen.

Stemming van consumenten en bedrijven en de ontwikkeling van belangrijkste tarieven Verenigde Staten en eurozone 2022



Bronnen: Bloomberg, University of Michigan Consumer Sentiment, Federal Reserve of Philadelphia Business Outlook, European Commission

De ontwikkeling van de financiële markten zal daarbij minder worden beïnvloed door de absolute conjunctieve ontwikkeling, maar meer afhankelijk zijn van de hoeveelheid en prijs van beschikbare kredieten. Het monetaire beleid van centrale banken, maar vooral ook hun uitspraken, zullen in 2023 bepalend zijn.

Op arbeidsmarkten zal er ondanks conjunctuurschommelingen een hoge vraag naar arbeidskrachten zijn. Dit leidt enerzijds tot stijgende loonkosten, maar bevordert anderzijds de consumentvraag. Bedrijven met gezonde balansen zullen goed in staat zijn om zich aan te passen aan een veranderde omgeving en bovendien om de noodzakelijke investeringen voor structurele taken, zoals klimaatneutraliteit en digitalisering, te financieren.

Zelfs bij een recessie (twee of meer kwartalen met negatieve economische ontwikkeling) zouden wij onder deze omstandigheden en na de sterke koersverliezen van het afgelopen jaar niet per se bang zijn voor verdere dramatische koersdalingen.

Vele negatieve zaken zijn al verwerkt in de prijzen - wij vinden dat er bij de algemene beoordeling momenteel veel te weinig aandacht is voor de positieve aspecten!

Terugblik 2022

2022 kan worden samengevat als een jaar met diepe teleurstellingen, meerdere gelijktijdige crises, oorlog en het einde van lang aangehouden overtuigingen.

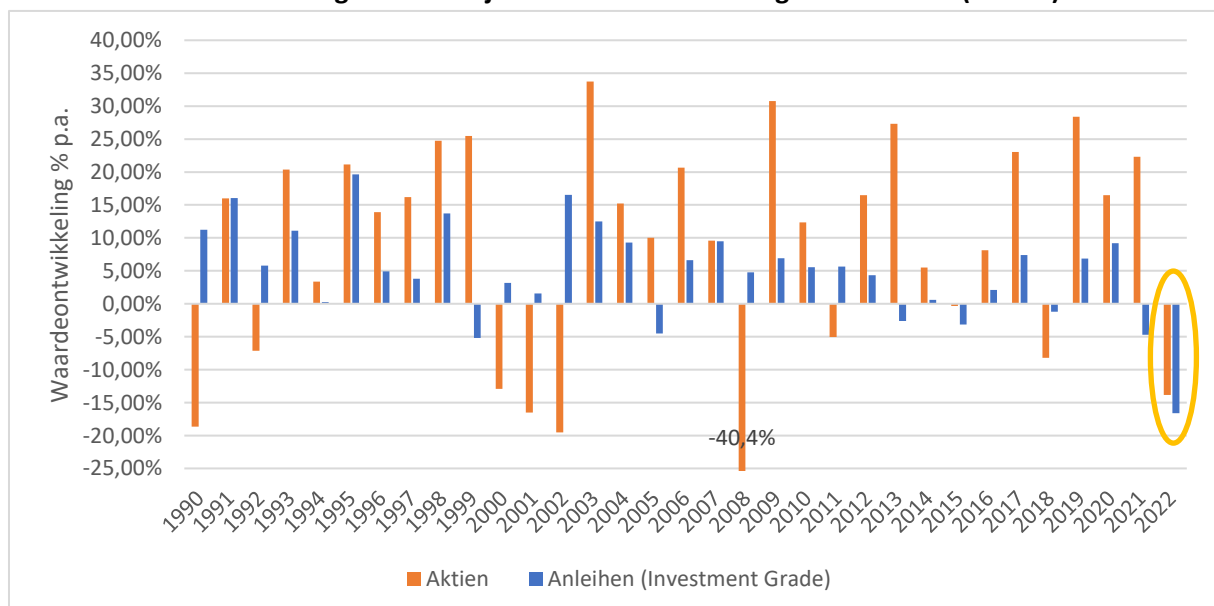
Begin januari nog bereikte de Amerikaanse aandelenindex S&P500 nieuwe historische hoogten. De Duitse aandelenindex DAX stond op 10 punten onder het hoogste punt ooit. Europese banken berekenden hun klanten negatieve rente over hogere kredieten, centrale banken zagen in snel stijgende inflatiecijfers geen reden tot zorg en er werd niet getwijfeld aan het snelle herstel van de wereldeconomie na het einde van alle coronabeperkingen.

Maar er waren al enkele brandhaarden ontstaan die van 2022 een beleggingsjaar met extremen maakten:

- Rusland was in 2021 al begonnen met de troepenopbouw in het grensgebied met Oekraïne. De inval in februari 2022 was in strijd met internationale wetten en betekende de eerste oorlog in Europa sinds decennia. Uiteindelijk was dit in de lijn met de al jarenlang bekende buitenlandpolitiek van Poetin.
- Het einde van de coronabeperkingen zorgde voor een inhaalvraag van consumenten en bedrijven. Dit zorgde voor lege magazijnen, overtrof heersende productiecapaciteiten en vormde de basis voor hogere prijzen.
- Centrale banken bereikten met de stijgende inflatiecijfers de grens van hun 'beleid van goedkoop geld' waarmee ze sinds 2008 elke opkomende crisisstemming van economie en financiële markten snel onderdrukten. De compleet verkeerde inschatting van centrale banken over het daadwerkelijke karakter van de snelle prijsstijging dwong ze uiteindelijk tot renteverhogingen die in decennia nog nooit zo hoog zijn geweest. De rendementsontwikkeling op de obligatiemarkten had al met een aanloop van enkele maanden in de juiste richting gewezen.
- China maakte een misstap met het ideologisch gemotiveerde 'zero-Covid-beleid', dat aan de Chinese bevolking en de rest van de wereld de superioriteit van China moest aantonen. Niet alleen de economie van de tweede nationale economie van de wereld werd lamgelegd, ook het fragiele systeem van internationale leveringsketens werd verstoord. In 2021 waren de Chinese leiders al begonnen, om het voor hen essentiële partijcongres in november 2022 'voor te bereiden' op massale ingrepen bij bepaalde bedrijven en branches, om daarmee sterk leiderschap aan te tonen en terug te keren naar de doctrine waarvan gedacht werd dat deze allang een gepasseerd station was.

Al deze gebeurtenissen hadden gevolgen voor financiële markten, die door de voorafgaande jarenlange fase met aanzienlijk lagere of in de eurozone zelfs met negatieve rentetarieven hoog beoordeeld werden. Het gevolg van de ontstane onzekerheid waren waardedalingen bij bijna alle beleggingsvormen in een tot dan toe ongeëvenaarde mate.

Mondiale aandelen en obligaties: Jaarlijkse waardeontwikkelingen sinds 1990 (in USD)

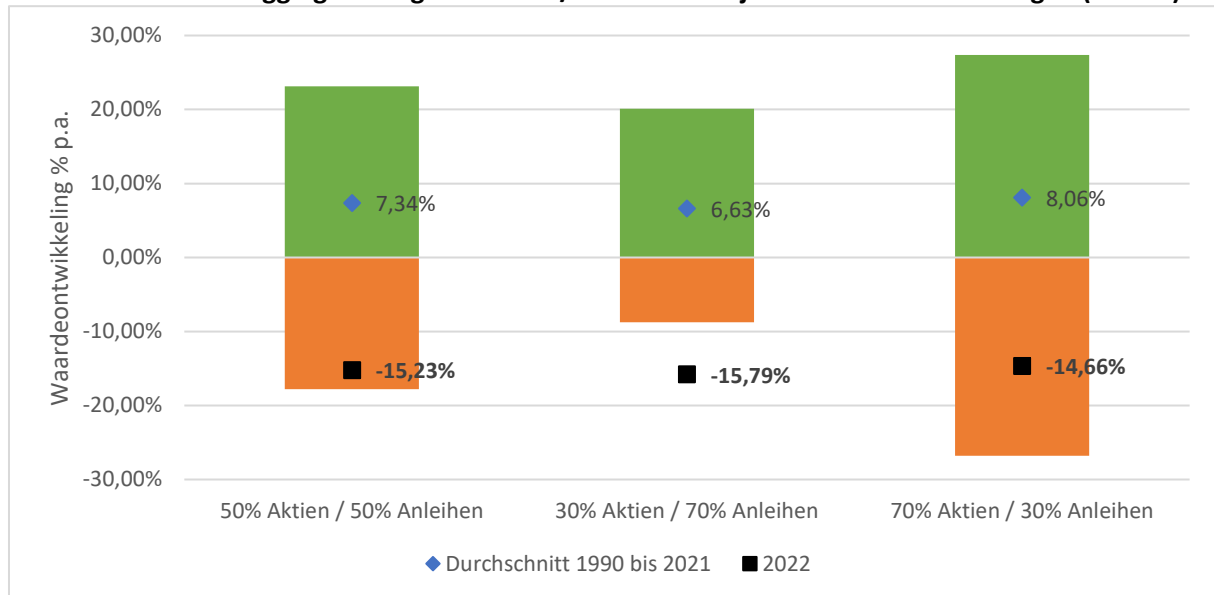


Bron: Bloomberg (MSCI World Index incl. Nettodividenden & Bloomberg Global Aggregate Total Return Index)

In 2022 was er nog een historisch unicum, omdat voor het eerst aandelen en obligaties tegelijkertijd een jaar met grote waardeverliezen afsloten. De in portefeuillevverband historisch betrouwbare risicocompensatie door de betreffende andere beleggingsvorm ontbrak daarmee.

Dit is ook reden voor de ongebruikelijke overeenkomst van de resultaten van strategieën met zeer verschillende risicoprofielen. Vooral het jaarresultaat van defensieve strategie (30% aandelen / 70% obligaties) ligt ver buiten de bestaande historische bandbreedte.

Gecombineerde beleggingsstrategieën 1990 t/m 2022: Jaarlijkse waardeontwikkelingen (in USD)



Bron: Bloomberg (MSCI World Index incl. Nettodividenden & Bloomberg Global Aggregate Total Return Index), eigen berekeningen

De balans voor 2022 is daarmee duidelijk negatief, ook al zorgde het laatste kwartaal ten minste nog voor een licht herstel van de laagste punten van begin oktober.

Vriendelijk gestemde financiële markten - gedragen door de enigszins irrationele verwachting dat de Amerikaanse Fed binnenkort haar renteverhogingspolitiek zou kunnen omdraaien ("Fed-Pivot") - werden na de rentebeslissingen van de Fed en de ECB in december en met de ongebruikelijk duidelijk geformuleerde bedoelingen voor de renteverhoudingen met de harde werkelijkheid geconfronteerd.

Voor de centrale banken is deze houding consequent, maar de sterke koersstijgingen zorgen qua monetair beleid voor een verlaging van de financiële randvoorwaarden. Daarmee passen ze niet bij de plannen van de Fed of andere centrale banken, die nog altijd gericht zijn om inflatie te bestrijden.

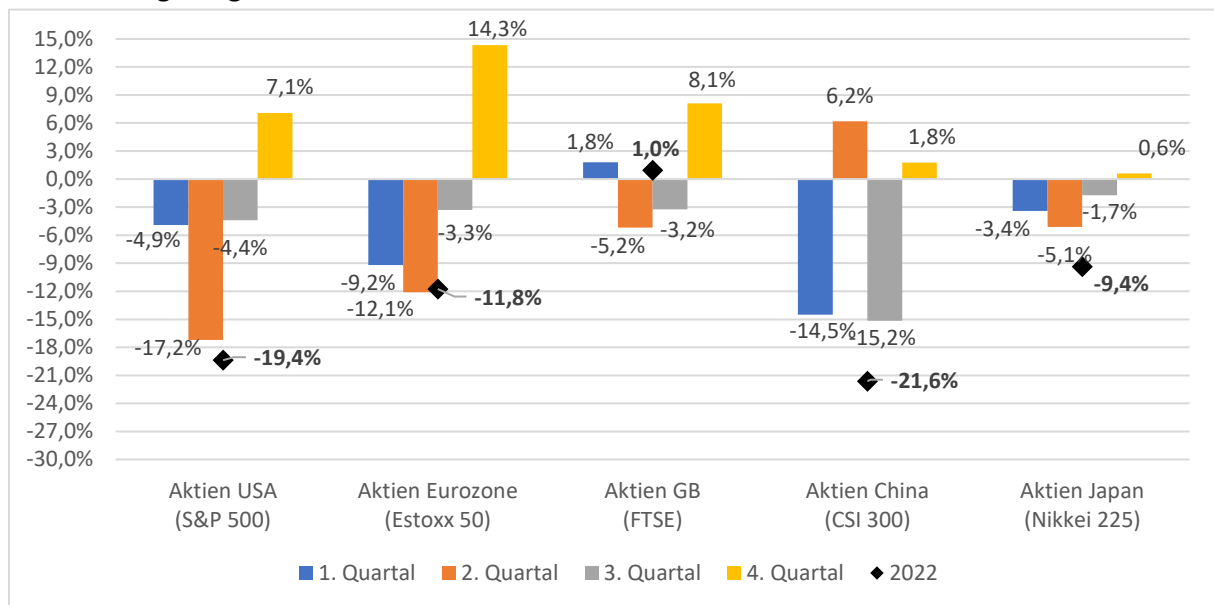
We kunnen ons voorstellen, dat deze volgorde - financiële markten gaan uit van een snel einde van de renteverhogingen, centrale banken houden dit na beperkte marktstijging tegen - het meest waarschijnlijke draaiboek voor de komende maanden zal zijn.

De **aandelenmarkten** lieten in het vierde kwartaal overwegend positieve ontwikkelingen zien.

De koersstijging was lager in China, waar de markten in de ban waren van de politieke aankondigingen van het Nationaal Congres van de Chinese Communistische Partij, dat slechts om de vijf jaar gehouden wordt en kort daarop, begin december, verrast werden door de plotselinge ommekeer in het zero-Covid-beleid. De niet langer te verhullen economische schade en de voor Chinese begrippen ongebruikelijk sterke onrust onder de bevolking dwongen de regering om te handelen.

In Japan leidde een eveneens volledig onverwachte aanscherping van het monetaire beleid van de Bank van Japan in december tot kortstondige snelle dalingen van de aandelenkoersen.

Ontwikkeling van geselecteerde aandelenmarkten in 2022



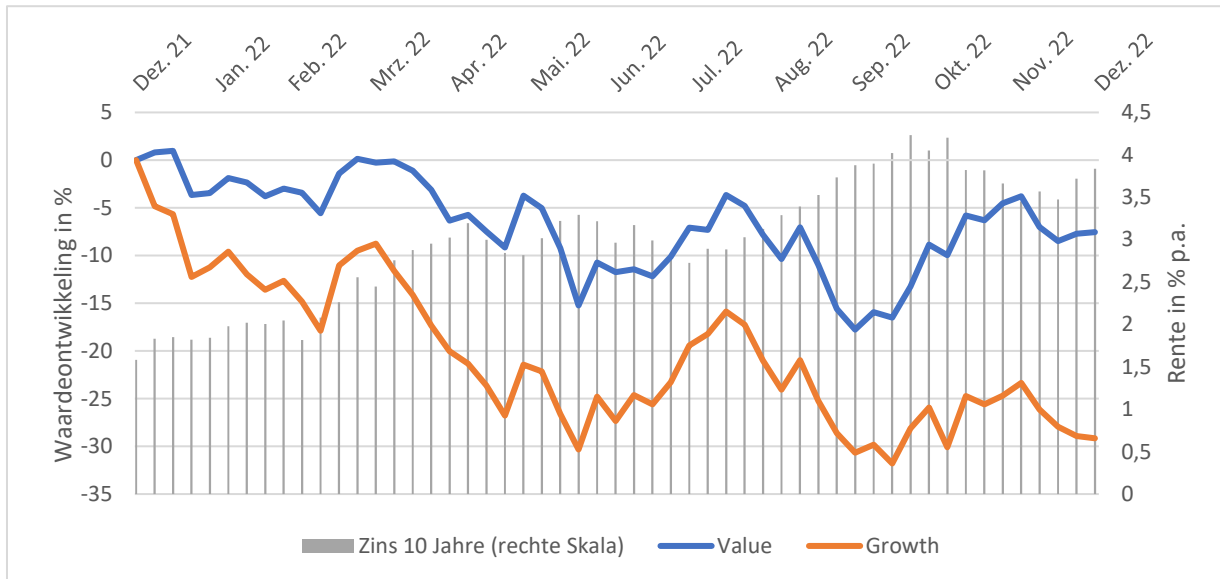
Gegevensbron: Bloomberg

Al met al behoorde 2022 tot de zwakste aandelenjaren in de recente geschiedenis. Alleen in 2008, tijdens de kredietcrisis, noteerden aandelen slechtere resultaten.

De rente, een van de meest bepalende waarden voor de marktbeoordeling van aandelen en voor het vergelijken met andere beleggingen, zorgt door de sterke stijging binnen de aandelenwereld voor duidelijke verschillen in waardeontwikkeling. Bedrijven en branches die nu nog verlies boeken of slechts lage winsten noteren en waarvan de koersen daarmee sterk afhankelijk zijn van de in de toekomst verwachte hoge winsten (zogenaamde groeiwaarden, 'Growth'), lijden meer onder de hogere disconteringsfactoren. Stijgende kosten van eigen- en vreemd kapitaal zullen hier in komende tijd nog voor extra belemmering zorgen. Daartegenover staat dat activawaarden ('Value'), oftewel bedrijven die nu al relatief hoge en stabiele waarden behalen, minder gevoelig zijn. De volgende grafiek laat de verschillen zien aan de hand van het voorbeeld van de Russell 1000, die als index representatief de volledige bandbreedte van de Amerikaanse aandelenmarkt laat zien.

Het aandeel van aandelen uit de 'Value'-sector heeft in de portefeuilles van onze mandanten het overwicht, ook op basis van de latere acquisities in 2022.

Amerikaanse aandelen, ingedeeld in 'Value' en 'Growth', alsmede ontwikkeling Amerikaanse rente 10 jaar



Gegevensbron: Bloomberg

Wij zien op dit moment nog geen reden voor een andere focus en verwachten ook in 2023 door de betere basis (stijgende omzet, ook dankzij hogere prijzen en de weinig krimpende winst) van deze aandelen meer waarde stabiliteit en lopende opbrengsten in de vorm van dividendbetalingen. Regionaal zal Noord-Amerika en Europa verder het zwaartepunt zijn.

Tegen Chinese aandelen spreekt, ondanks de verleidelijk voordelige beoordeling, altijd nog het te sterke en ideologisch gemotiveerde ingrijpen van de Chinese regering in de economie.

Ook Groot-Brittannië, met eveneens uitzonderlijk gunstige beoordelingen, zou in principe een aantrekkelijke aandelenmarkt zijn, als de politieke situatie daar niet zo chaotisch als nu zou zijn.

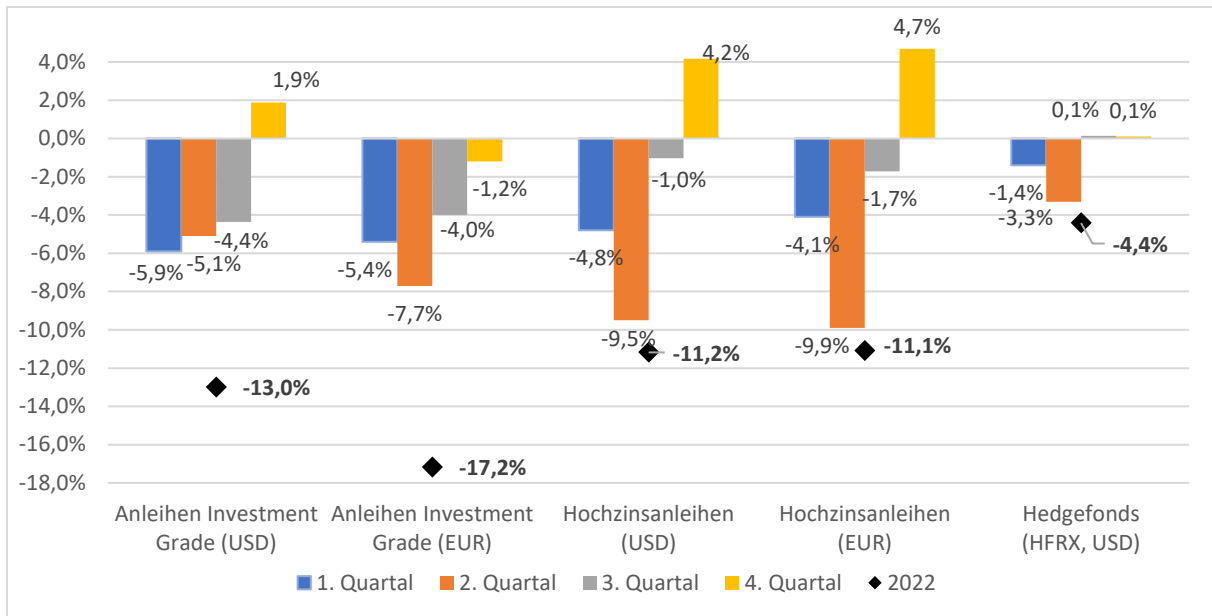
Beide landen houden wij, met oog op een mogelijke latere instap, nauwlettend in de gaten.

De aandelenmarkten van enkele drempellanden analyseren wij inmiddels na meer dan tweejarige abstinentie weer met stijgende interesse. Geopolitieke verschuivingen, de niet gering wordende grondstoffenhonger van de wereld en de reële kans op een zwakkere dollar als de Fed zou stoppen met diens renteverhogingen, zorgen in toenemende mate voor potentieel. Eerste stappen in deze richting in de eerste helft van 2023 lijken ons zinvol.

De **obligatiemarkten** konden zich in het vierde kwartaal enigszins herstellen van de historische verliezen.

De enige negatieve uitzondering - 'euro-obligaties met investment grade-rating' - profiteerde enerzijds van de wereldwijd duidelijk teruglopende risicopremies in het vierde kwartaal, maar moest anderzijds vanwege de begonnen ommekeer van de eurorendementscurve koersverliezen incasseren.

Ontwikkeling van geselecteerde obligatiemarkten en hedgefondsen in 2022



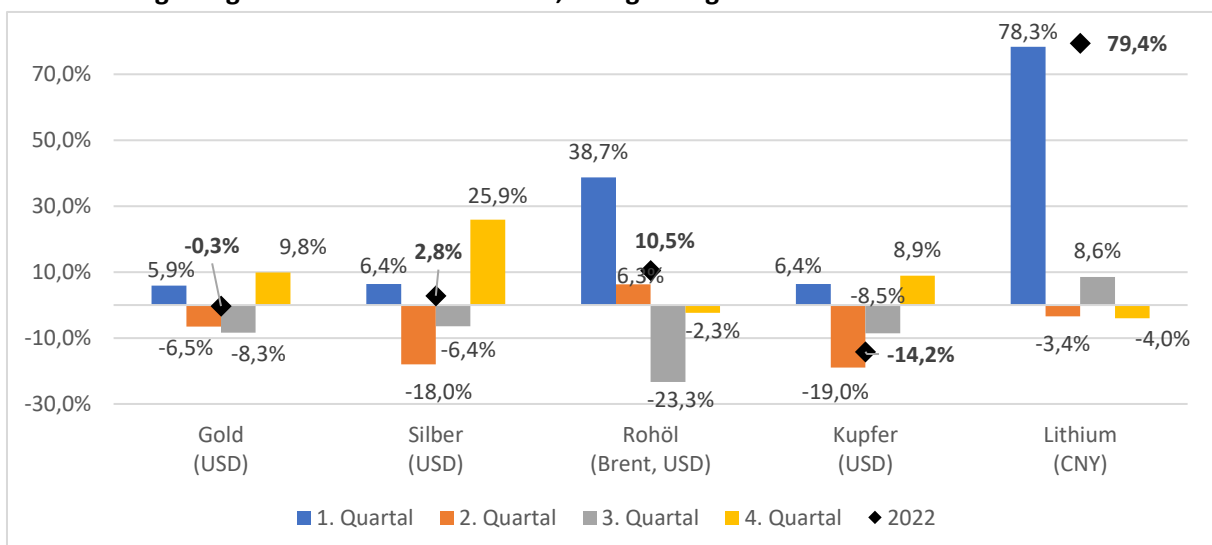
Gegevensbron: Bloomberg

De ommekeer van de rendementscurves - de ongebruikelijke toestand, waarbij korte looptijden hogere rendementen dan langere looptijden opleveren - versterkte zich bij Amerikaanse obligaties nog verder. Inmiddels hebben 2-jarige Amerikaanse staatsobligaties een circa 0,8% hoger rendement dan 10-jarige. Deze constellatie signaleerde in het verleden op betrouwbare wijze toekomstige economische teruggang.

In tegenstelling tot aandelen en obligaties konden **energie** en **edelmetalen** profiteren van de sterke inflatie-ontwikkeling.

Veel **grondstoffen**, die nauw verband houden met de economische ontwikkeling, konden daarentegen niet profiteren. Een uitzondering wordt gevormd door speciale grondstoffen die samenhangen met onderwerpen zoals toekomstmobiliteit of energie-efficiëntie en die een onveranderd hoog prijsniveau kunnen aanhouden.

Ontwikkeling van geselecteerde edelmetalen, energie en grondstoffen in 2022



Gegevensbron: Bloomberg

Goud kon zich recentelijk aanzienlijk herstellen en beleefde het beste kwartaal in 2 jaar. Voor beleggers die in euro rekenen werd het koersherstel echter door de ten opzichte van de Amerikaanse dollar weer iets stabielere euro gedempt (+ 0,6% in het vierde kwartaal resp. + 5,9% in het gehele jaar). Ook goud werd het hele jaar door beïnvloed door de sterke renteverhogingen van de Fed, die goudbeleggingen vanwege de ontbrekende lopende opbrengst minder aantrekkelijk maakten. Onze verwachtingen wat betreft werkelijke vermogensbescherming kwamen in 2022 niet helemaal uit. Desondanks behoorde goud bij deze gebeurtenissen toch tot de succesvolle beleggingen van het afgelopen jaar.

Ook als obligaties met het aantrekken van de rente belangrijker worden, blijft goud wat langetermijnstrategie betreft een van de belangrijkste posities in de portefeuilles van onze mandanten. De potentiële waarde als schuldenvrije valuta is voor ons met het oog op de ongeremd groeiende schulden van staatshuishoudingen strategisch gezien een feit. Niet in de laatste plaats vanwege de steeds groter wordende en snel achter elkaar opgelegde fiscale pakketten tegen de coronagevolgen, hoge energieprijzen of oorlog en herstel.

Zilver noteerde in het afgelopen kwartaal een krachtige prijsstijging van ca. 25%. Daarin werd de positieve prijsontwikkeling van andere edelmetalen weerspiegeld, maar ook de devaluatie van de Amerikaanse dollar (bijv. met 9% ten opzichte van de euro in het vierde kwartaal), die voor aanvullende vraag zorgde. Zilver is ook een edelmetaal dat onder conjunctuurcyclische invloed staat. De hoge prijsschommelingen die we in 2022 hebben gezien, zijn niet in de laatste plaats te danken aan de lange onzekere mondiale economische vooruitzichten.

Cryptovaluta's en digitale vermogenswaarden

De markten voor cryptovaluta's en digitale vermogenswaarden stonden in het laatste kwartaal van 2022 in het teken van de ineenstorting van grote dienstverleners in de digitale wereld (FTX en Alameda).

Mandanten van BPM zijn niet rechtstreeks betrokken bij deze ontwikkelingen, maar toch waren er verschillende kortstondige overdrachteffecten, bijv. op cryptovaluta's, die ook van invloed waren op de waardeontwikkeling van onze beleggingen.

Deze ontwikkelingen zorgden ervoor dat regeringen en toezichthouders op financiële markten de regulering van de cryptobranche nu aanzienlijk vastberadener versnellen. Wij zien dit als belangrijke stap in het proces van 'volwassen worden' van deze nog jonge beleggingstak. De langetermijnperspectieven zijn voor ons nog steeds het beste argument voor vroegtijdig beleggen met beperkte inzet. Want veel van de ontwikkelingen die wij bij cryptovaluta's en digitale vermogenswaarden momenteel meemaken, herinneren ons aan de tijd van commercialisering van het internet van het midden van de jaren '90. Ook toen ontstonden nieuwe zakelijke ideeën, waarvan enkele vroegtijdig mislukten, maar waarvan anderen inmiddels tot de meest waardevolle bedrijven ter wereld behoren.

Ook duidelijk is dat de door ons gekozen breed gediversifieerde benadering, die wij voor de instap in dit beleggingssegment hebben gekozen, de zonder twijfel bestaande risico's zo goed mogelijk heeft verspreid. Zelfs na de dalingen in 2022 hebben onze cryptobeleggingen sinds oktober 2020 in vergelijking met Amerikaanse technologiebeurzen (-4%) een eveneens sterk voor schommelingen

gevoelig beleggingssegment, gedurende deze periode altijd nog een positieve waardeontwikkeling van +45% behaald.

Waar wij in de komende tijd mee bezig zullen zijn

Het 'herstel van de rente' - een vloek en een zegen tegelijk.

In de afgelopen jaar eindigde de nog uit jaren '80 afkomstige trend van steeds lagere rente. Net zoals het plotselinge losbreken van de lange lage inflatiecijfers wijst dit voor de toekomst op aanzienlijke structurele veranderingen.

Rendementsontwikkeling 5-jarige Amerikaanse staatsobligaties (1962 t/m 2022)

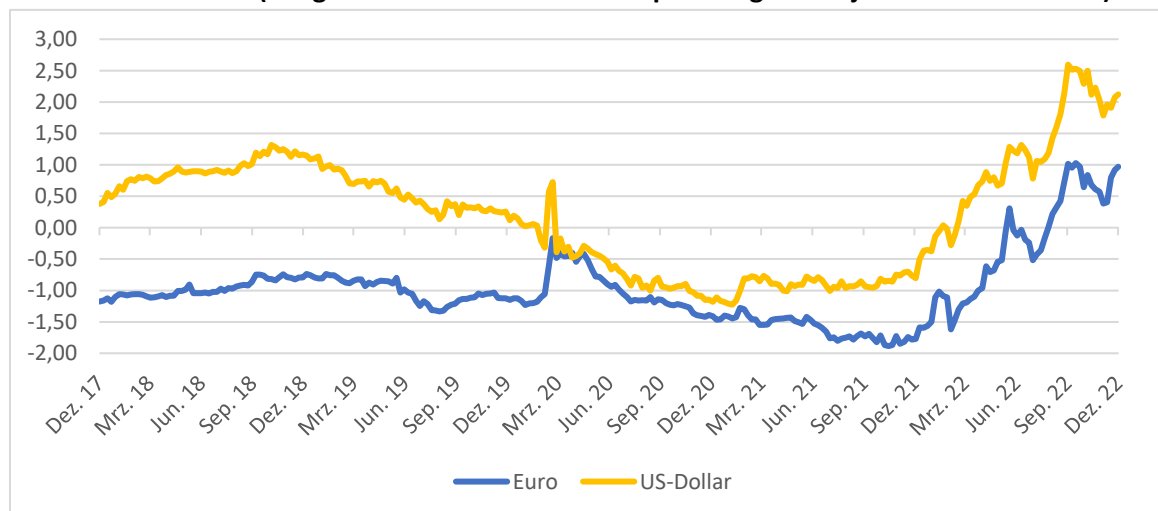


Gegevensbron: Bloomberg

Het gevolg van de enorm gestegen rente, sterk dalende koersen van bestaande obligaties met lage nominale rente, bepaalden de ontwikkeling van de obligatieportefeuilles in de afgelopen 18 maanden.

Inmiddels hebben obligaties met de tegenwoordig significante hogere rendementen weer een voordeel bij de portefeuille-indeling - zelfs als men rekening houdt met de op lange termijn te verwachten inflatiecijfers:

Reële rendementen (obligatierendementen min de op de lange termijn verwachte inflatie)



Bron: Bloomberg (Bloomberg Euro & US Aggregate Total Return Index; 5 Year Forward Inflation USA & Eurozone)

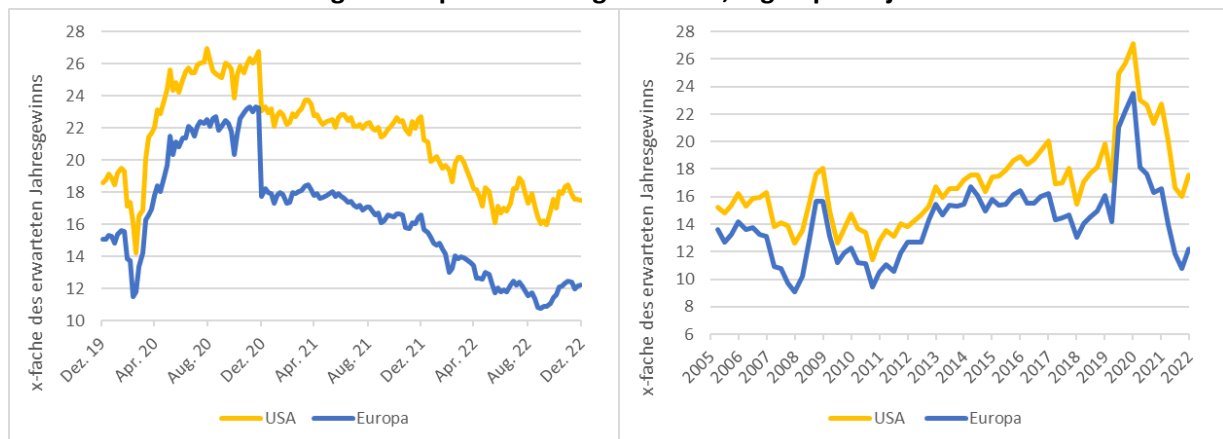
De positieve reële rendementen maken in de toekomst obligaties weer aanzienlijk aantrekkelijker en vermogensbescherming mogelijk. Dit was in de afgelopen jaren ondanks lage inflatiecijfers niet meer het geval, vooral niet in de eurozone.

Obligaties zullen voortaan in de portefeuille-indeling weer een actieve rol innemen. Er moet echter rekening worden gehouden met risico's uit eventueel nog verder stijgende rente en een potentieel aanbodoverschot op de obligatiemarkt door sterk verhoogde uitgiftes van staatsobligaties en de nu pas echt beginnende noemenswaardige reductie van de totale activa van de centrale banken.

Aandelen - duidelijk voordeliger dan een jaar geleden

De sterke koersdalingen van de aandelenmarkten en de nog steeds opvallend stabiele winsten van veel bedrijven leiden tot een duidelijk aantrekkelijker beoordeling van aandelen. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de vermenigvuldiging van de verwachte winst waarmee aandelen op de beurs worden beoordeeld (aandelenkoers gedeeld door verwachte jaarwinst per aandeel). Hierbij geldt: hoe lager deze factor bij het betreden van de aandelenmarkt is, des te gunstiger een belegger aandelen van het bedrijf koopt.

Aandelenmarktbeoordelingen Europa en Verenigde Staten, afgelopen 3 jaar en sinds 2006



Gegevensbron: Bloomberg (Europa = DJ Stoxx 600, USA = S&P 500, winsten zijn de consensus-schattingen van de winsten in 12 maanden)

Aandelen werden volgens dit beoordelingsmodel in de loop van 2022 ca. 25% 'voordeliger'.

In de recessiefasen werden tot nu toe beoordelingsfactoren van 12 t/m 14 (Verenigde Staten) en 9 t/m 11 (Europa) behaald. Momenteel echter met een hoger renteniveau.

Wij denken dat de restrisico's voor verdere koersdalingen daarmee nu al relatief gering zijn, zelfs als er toch nog een economische teruggang zou ontstaan. Voor strategisch georiënteerde beleggers is deze marktphase gewoonlijk de beste uitgangsbasis voor toekomstige sterkte waardetoeename.

Wat u van ons kunt verwachten

2022 behoorde in bijna elk opzicht tot de moeilijkste jaren in de afgelopen decennia. Er was aanzienlijke onzekerheid op bijna alle gebieden. Daartoe behoren het onverwachte einde van vrede en de externe onzekerheid in Europa, maar ook de gevolgen van de vaak genoemde keerpunten voor financieel-, energie- en veiligheidsbeleid. Dit allemaal leidde op de wereldwijde financiële markten tot drastische waardeverliezen. Er is bijna geen jaar geweest dat voor vergelijkbare mentale belastingen voor beleggers en vermogensbeheerders heeft gezorgd.

Wijzelf moesten de ontvullende ervaring opdoen dat zorgvuldige analyses en consequente prognoses alleen in 'normale' tijden werken. Het voorspellen van marktontwikkelingen op de korte termijn, dat wij sowieso al niet nuttig vonden, bleek in 2022 een bijna absurde onderneming. Rationaliteit en logica konden in het afgelopen jaar niet helpen.

Vermogensbescherming blijft voor ons het belangrijkste en wij zien deze als 'reëel' en voor de lange termijn. Ons doel is dat inflatie geen schade kan berokkenen aan vermogens waarvoor wij verantwoordelijk zijn. Het succes van onze inspanningen zullen wij onvermijdelijk pas in de toekomst kunnen meten. Een ding is ook duidelijk: als ambitieuze vermogensbeheerder zijn wij nog lang niet tevreden over de resultaten van het afgelopen jaar.

De geschiedenis van de financiële markt laat echter ook zien, dat juist in fasen van ommekeer, zoals wij nu meemaken, de basis voor het succes in de toekomst wordt gelegd. Daarom vragen wij u om geduld en vertrouwen in onze vaardigheden, om de op lange termijn juiste beslissingen voor het aan ons toevertrouwde vermogen te maken.

Wij wensen alle mandanten en zakenpartners van BPM een succesvol nieuwjaar.

BPM – Berlin Portfolio Management GmbH

Januari 2023

De informatie en gegevens die hierin staan vormen geen advies. Deze zijn alleen bedoeld ter informatie voor onze mandanten en belangstellenden en vormen geen offerte of uitnodiging om een offerte op te stellen, en ook geen advies om financiële producten te kopen. In het bijzonder vervangen deze gegevens niet een grondige individuele en vakkundige controle van de fiscale, juridische en risicospecifieke gevolgen van beleggen in financiële producten. Wij geven geen garantie voor de juistheid, volledigheid en actualiteit van de gegevens die hierin staan. Elke aansprakelijkheid voor eventuele schade door het gebruik van weergegeven gegevens en informatie, wordt afgewezen.