

Terugblik op het 3e kwartaal 2022 en vooruitblik

"Alles is met elkaar verbonden"

Alexander von Humboldt (1769 - 1859), Duits geleerde natuuronderzoeker en wetenschapspionier

Het besef dat "alles met elkaar verbonden is" is te danken aan Humboldts uitgebreide onderzoeksreizen naar verschillende delen van de wereld en zijn intensieve betrokkenheid bij zeer uiteenlopende wetenschappelijke disciplines. Bij de beoordeling van de wederzijdse invloeden van politieke, sociale en economische ontwikkelingen is deze holistische visie ook vandaag nog zeer nuttig.

De veelheid en gelijktijdigheid van de crises en gebeurtenissen die ons leven op dit moment bepalen, vertonen verbanden met elkaar. Niet noodzakelijkerwijs in hun oorzaken, maar in hun gevolgen. Een voorbeeld uit het laatste kwartaal zal dit illustreren: Tijdens de zomermaanden verergerde een gebrek aan regen in delen van Europa de toch al heersende schaarste aan vele grondstoffen en energiebronnen.



Transportproblemen, bijvoorbeeld met minerale olie, kolen, graan of bouwmaterialen, troffen de Duitse industrie met het lage water van de Rijn en de Elbe. Frankrijk heeft de elektriciteitsproductie van sommige kerncentrales moeten verminderen omdat het geloosde koelwater de toch al veel te hoge watertemperatuur van de rivieren nog verder zou hebben verhoogd. Het lage waterpeil in de stuwwerken en de lagere stroomsnelheid van rivieren hebben de

elektriciteitsproductie van waterkrachtcentrales verminderd.

Olietanker op de Rijn bij laag water in augustus 2022

Maar niet alleen in de industrie en de energievoorziening zorgt een gebrek aan water voor leveringsproblemen en omzetverlies. De gevolgen voor de landbouw zijn in sommige gevallen zo ernstig dat de verwachte misoogsten de prijs van sommige levensmiddelen verder zullen blijven opdrijven. Conflicten over de verdeling van water komen steeds vaker voor en worden bijvoorbeeld in Italië en Spanje uitgevochten tussen belanghebbenden uit de landbouw en het toerisme.

Zorgen over inflatie domineren de krantenkoppen

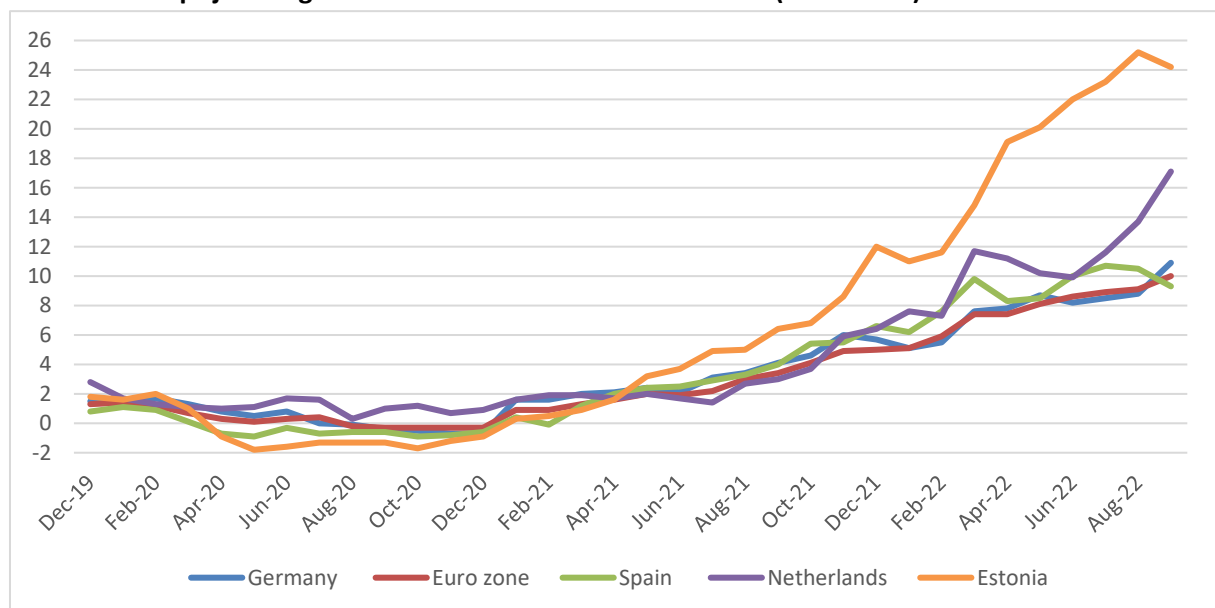
Alsof de met het weer samenhangende inflatieveroorzakers nog niet lastig genoeg waren, zullen met veel geluk ("hopen" op zacht weer...) en besparingsinspanningen koude huizen en een tijdelijke stilstand van de economie door energietekorten in het herfst-winterhalfjaar in Europa te voorkomen zijn. De verdere sterke stijging van de prijzen voor alle vormen van energie sinds het uitbreken van de oorlog in Oekraïne, leidt niet alleen bij particuliere huishoudens in toenemende mate tot gedwongen beperkingen van de

uitgaven. Veel bedrijven zullen ook investeringen uitstellen gezien de sterk stijgende energieprijzen en rentevoeten. Enerzijds omdat de toekomstige rentabiliteit moeilijk in te schatten is, anderzijds om hun solvabiliteit bij verdere tegenslagen en prijspieken te behouden.

Prijsstijgingen op producentniveau, onlangs nog in augustus in Duitsland met 45,8% (ten opzichte van augustus 2021), wijzen op het risico dat prijsschokken uit de grondstoffen- en energiesector doorwerken in de waardeketen naar de consument. De nog steeds grote ordervolumes in de industrie, die vaak slechts langzaam kunnen worden verwerkt bij gebrek aan materiaal of primaire producten, zorgen ervoor dat het aanbod op veel gebieden langer schaars zal blijven en de prijzen dus hoog zullen blijven. Krappe arbeidsmarkten bevorderen hoge loonafspraken of individuele overeenkomsten over hogere lonen en wijzen niet op een snelle vermindering van de inflatiedruk.

Tegelijkertijd stijgen de consumentenprijzen in de eurozone in een verschillend tempo. Dit, en de zeer uiteenlopende schuld niveaus in de EU-landen, maken het voor de Europese Centrale Bank (ECB) zeer moeilijk om de belangrijkste rentetarieven te verhogen in een dosering die voor alle landen aanvaardbaar is.

Consumentenprijzen in geselecteerde landen van de eurozone (2020-2022)



Bron: Bloomberg

Regeringen onder druk om op te treden

De sociale en economische gevolgen van de dramatische situatie op het gebied van de energievoorziening en de aanzienlijke prijsstijgingen voor veel dingen in het dagelijks leven brengen de regeringen er opnieuw toe om, slechts korte tijd na de dure hulpmaatregelen bij de coronapandemie, hulp te bieden door massaal gebruik te maken van belastingmiddelen. De reddingspakketten voor consumenten en bedrijven waartoe reeds is besloten en die nog moeten komen, tot en met de nationalisaties die reeds aan de gang zijn om de energiebedrijven in Duitsland en Frankrijk te redden, verhogen niet alleen de schuld van de overheidsbegrotingen met groeiverlagende gevolgen op lange termijn, maar creëren ook een 'ondernemersrisico' voor de belastingbetalers en hebben meestal een inflatoir effect.

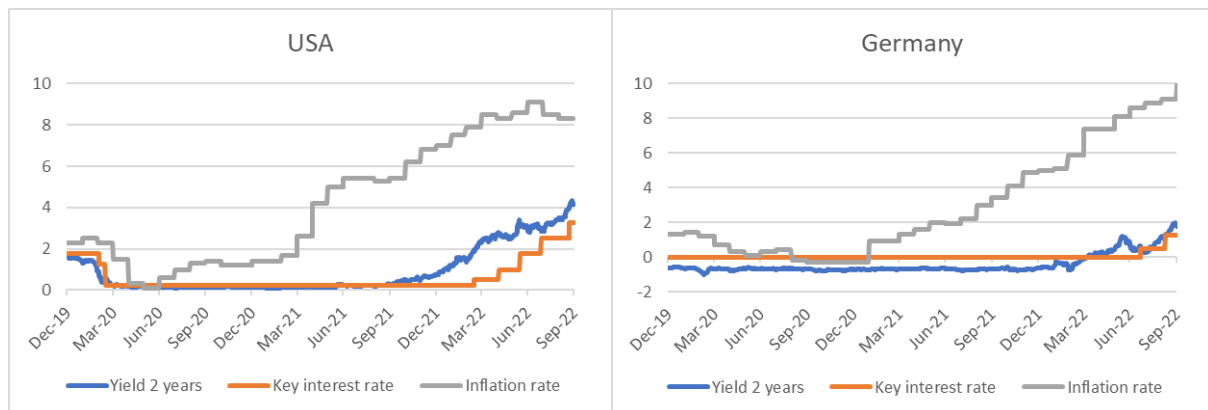
Uiteindelijk is het niet zeker of deze inspanningen daadwerkelijk een golf van faillissementen onder consumenten en bedrijven kunnen voorkomen. Een recessie in de eurozone lijkt, net als in veel andere landen, nauwelijks te vermijden.

Plotseling tonen de centrale banken vastberadenheid

De eerste renteverhoging van de ECB in bijna precies 11 jaar kan alleen maar worden omschreven als 'eindelijk, maar te laat!' Niet alleen komt er een einde aan de bizarre situatie van het moeten betalen van rente op rekeningsaldi, ook is de ECB een van de laatste grote centrale banken die actief de inflatie bestrijdt. Ook de Amerikaanse Federal Reserve toont nu haar vastberadenheid na haar nog schuchtere start in maart en heeft de belangrijkste rentevoet verscheidene malen aanzienlijk verhoogd. Toch verwachten wij niet dat de inflatie snel zal afnemen. In de regel hebben renteverhogingen pas met een vertraging van twee tot drie kwartalen effect op de prijsontwikkeling.

Uit de volgende grafieken blijkt dat als de centrale banken sneller reageren op de inflatietrend, deze 2 à 3 kwartalen al achter ons kunnen liggen. Te lang hebben centrale bankiers vastgehouden aan het valse verhaal van 'tijdelijke inflatie'.

Belangrijkste rentetarieven, rendement op 2-jarige staatsobligaties en consumentenprijzen VS en eurozone



Bron: Bloomberg

De sterke stijging van de inflatieverwachtingen, die een belangrijke invloed hebben op de economische beslissingen van particuliere huishoudens en bedrijven, zou waarschijnlijk kleiner zijn geweest. Met de vroege stijging van de rente op kortlopende staatsobligaties hebben de obligatiemarkten de daaropvolgende ontwikkeling correct voorspeld. Voor de centrale banken is dit een verlies aan vertrouwen waar ze waarschijnlijk nog lang tegen zullen vechten.

Terugblik op het derde kwartaal

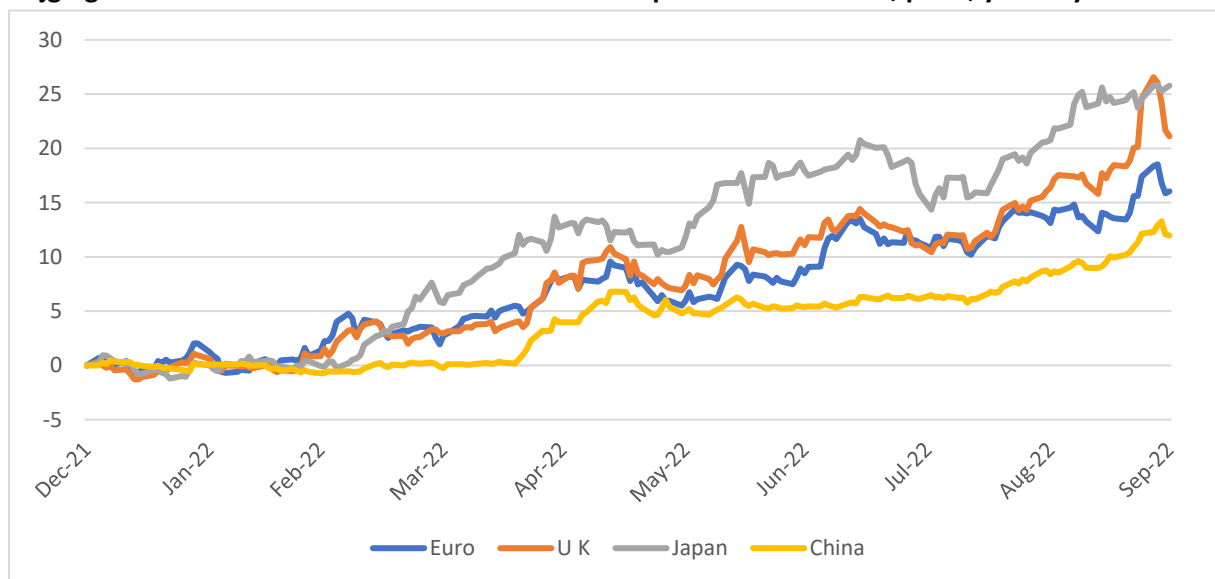
Na de verliezen van het tweede kwartaal bracht juli aanvankelijk de door velen verwachte 'zomerrally' op de financiële markten. De aanleiding voor de positieve verandering in het sentiment was uitgerekend 'recessievrees', wat alleen op het eerste gezicht absurd lijkt. De bijbehorende hoop dat de centrale banken spoedig zouden stoppen met het verhogen van de belangrijkste rentetarieven en zelfs de tarieven zouden verlagen om de economie te stimuleren, zorgde er aanvankelijk voor dat de aandelen- en obligatiekoersen over de hele linie stegen.

De ontgoocheling sloeg toe vanaf midden augustus, toen duidelijke verklaringen uit kringen van centrale banken de hoop van de financiële markten dat de rentetrend zou vertragen of zelfs omkeren, deed vervliegen. Eind september waren de beurzen alle winst die ze sinds het dieptepunt in juni hadden geboekt weer kwijtgeraakt. De rendementen op de obligatiemarkten bereikten na de tussentijdse daling nieuwe hoogten en veroorzaakten daardoor nieuwe waarderingsverliezen in rentedragende beleggingen en ook in veel alternatieve beleggingsstrategieën.

Belangrijke renteverhogingen van 3 procentpunten tot nu toe in 2022 en de status van de VS als 'veilige haven' bij grote geopolitieke crises zoals de oorlog in Oekraïne, waarbij het gebruik van kernwapens nu ook niet lijkt te worden uitgesloten, en het conflict met China over Taiwan gaven de Amerikaanse dollar extra veerkracht. Het nieuws dat de VS na het tweede kwartaal puur technisch gezien in een recessiefase terecht is gekomen, bracht daar geen verandering in.

Aan het einde van het derde kwartaal bereikte de euro zijn laagste niveau sinds 2002, de Japanse yen zelfs sinds 1998.

Stijging van de Amerikaanse dollar in 2022 in % ten opzichte van de euro, pond, yen en yuan



Bron: Bloomberg

Voor landen en regio's zoals de eurozone die sterk afhankelijk zijn van de invoer van grondstoffen of olie en gas, leidt de zwakte van hun eigen munt tot stijgende invoerprijzen en dus tot een extra versterking van de inflatietrend. Het voordeel van een beter concurrentievermogen bij export heeft daarentegen geen voldoende positief effect tijdens een wereldwijde economische vertraging, of ook vanwege de problemen in de toeleveringsketen die nog steeds een rem vormen.

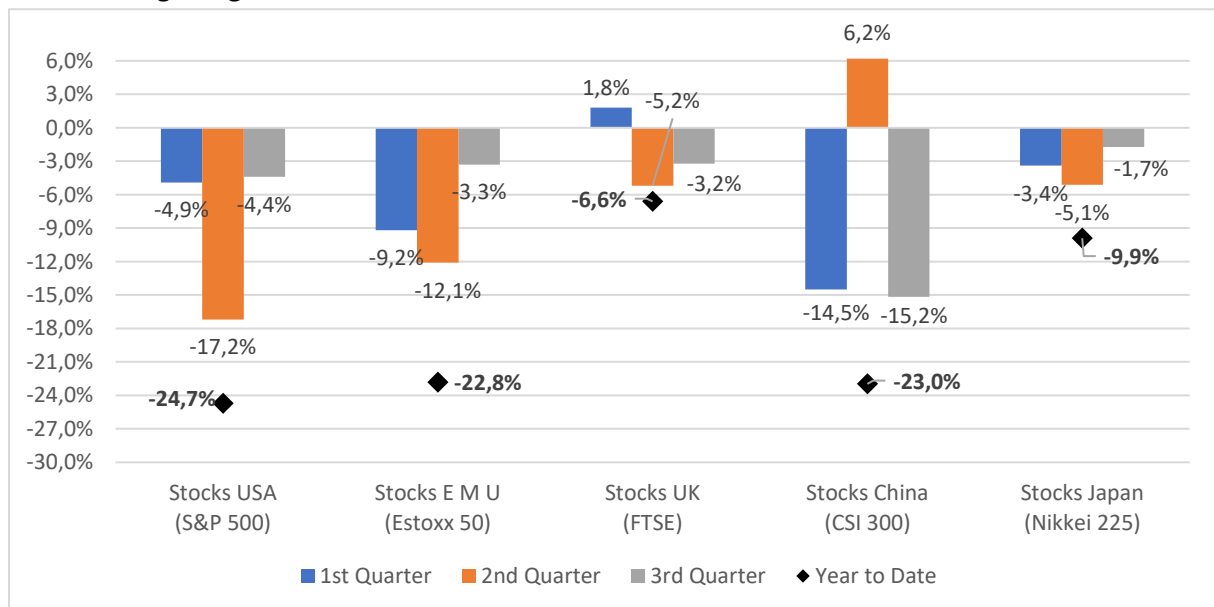
Het effect van de inflatie en de vertragende economische activiteit is tot dusver slechts in beperkte mate zichtbaar geweest in de breedte van de gerapporteerde bedrijfsresultaten en vooruitzichten. De vraag - alleen 'balanscosmetica' of echte veerkracht - kan nog niet met zekerheid worden beantwoord. In dit verband zullen de bedrijfsverslagen over het derde kwartaal, die medio oktober worden

verwacht, door de financiële markten zeer aandachtig worden bestudeerd en zullen voor sterkere koersschommelingen zorgen.

De **aandelenmarkten** zetten hun negatieve trend voort. Aan het eind van het derde kwartaal was er geen relevante aandelenmarkt die positief presteerde. De waarde-ontwikkelingen in het lopende jaar bereiken nu in sommige gevallen min 30 %.

De zorgen over de inflatie, die vanuit het perspectief van de aandelenmarkten de centrale banken ertoe aanzetten de rente verder te verhogen, werden aangevuld met zorgen over de economie, die voortvloeien uit het intussen sterk gestegen renteniveau. De ontluikende hoop dat de centrale banken de koers van renteverhogingen vroegtijdig zouden verlaten vanwege een zwakkere economie, is tot nu toe steeds beëindigd door de opnieuw hogere inflatiecijfers. De financiële markten zijn er nog niet in geslaagd deze cyclus van negatieve verwachtingen te doorbreken.

Ontwikkeling van geselecteerde aandelenmarkten 2022



Gegevensbron: Bloomberg

De markten in Groot-Brittannië en Japan danken hun minder goede prestaties telkens aan bijzondere omstandigheden.

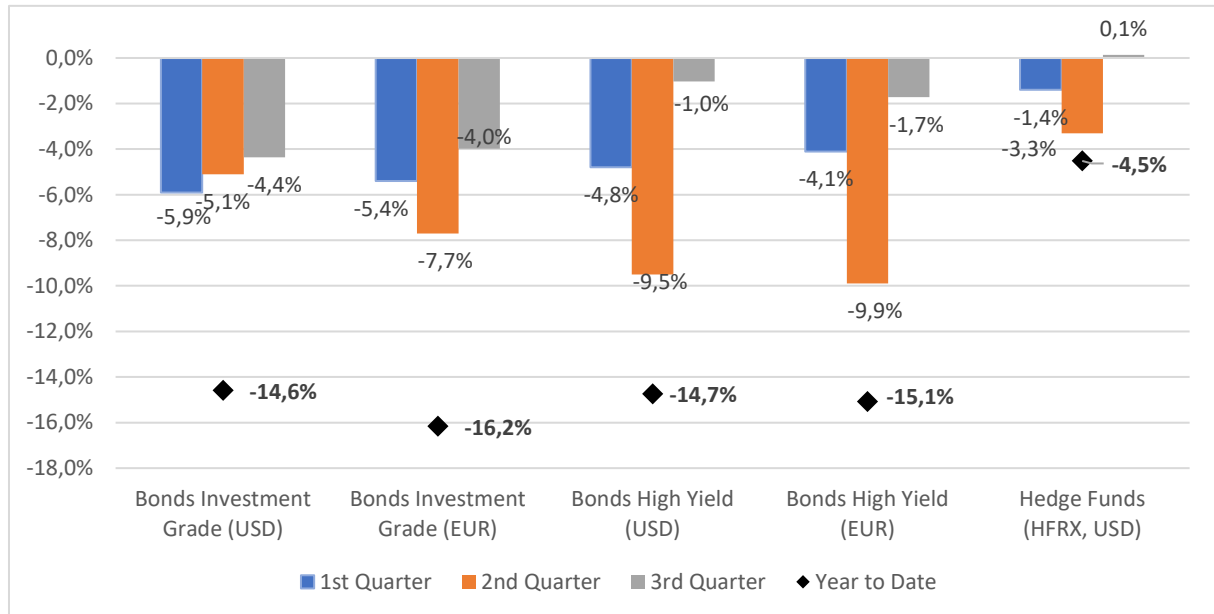
De Britse FTSE 100 bevat een bijzonder groot aantal aandelen van ondernemingen uit de sectoren grondstoffen, olie en gas, die van de aanzienlijke prijsstijgingen hebben geprofiteerd. Kijken we naar de 'brede' Britse aandelenmarkt (bijv. FTSE 300 Eurofirst met - 18,7% in 2022), dan is het beeld duidelijk gelijkmatig. Japanse aandelen profiteerden ook van het feit dat de centrale bank nog steeds geen tekenen vertoont om af te stappen van haar expansieve monetaire beleid. Bovendien helpt de zeer zwakke yen Japanse bedrijven met hun exportactiviteiten, die momenteel nog steeds de koersen ondersteunen.

Naast de effecten van renteverhogingen en een mogelijke economische vertraging blijft een ongewoon hoge geopolitieke risicopremie op aandelenmarkten drukken. Dit zal in de nabije toekomst waarschijnlijk zo blijven, gezien de talrijke wereldwijde problemen.

Obligaties zijn in het derde kwartaal naar historische maatstaven verder gedaald.

'Ijstijd op de obligatiemarkt' was een recent commentaar in de zakenpers op de ontwikkeling van de obligatiemarkten. En inderdaad, op het eerste gezicht lijken er geen argumenten te zijn voor beleggingen in obligaties, die, ondanks de aanzienlijk hogere rente met de huidige hoge inflatie, een reëel vermogensverlies rekenkundig waarschijnlijk maken.

Ontwikkeling van geselecteerde obligatiemarkten en hedgefondsen 2022

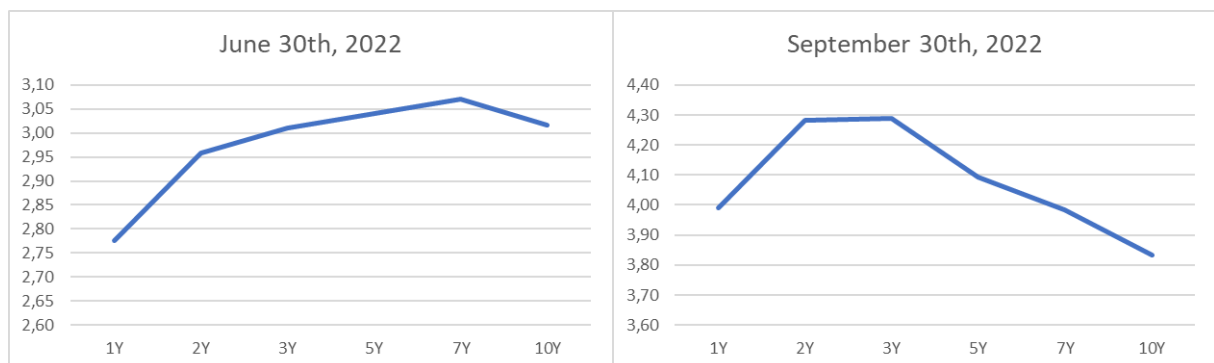


Gegevensbron: Bloomberg

De vooruitzichten van een voortzetting van de belangrijkste renteverhogingen worden bevestigd door de onlangs toegenomen agressieve retoriek van de vertegenwoordigers van de Amerikaanse Federal Reserve (FED). Obligaties konden in het derde kwartaal dus niet hun traditionele rol als waardestabilisator in portefeuilles spelen.

Toch zien wij eerste kansen in subsectoren van de obligatiemarkt.

Sinds kort beleggen wij in obligaties met langere looptijden. Een belangrijke reden hiervoor is de ongewoon sterke omgekeerde vorm van de Amerikaanse rentecurve:



Gegevensbron: Bloomberg

De paradoxale situatie dat de rendementen voor langere looptijden lager zijn dan die voor kortere looptijden, wijst er zeer waarschijnlijk op dat de rente op middellange termijn weer zal dalen. Met de juiste positionering biedt dit een aanzienlijk rendementspotentieel dat wij willen benutten!

Want als de centrale banken hun agressieve koers van renteverhogingen moeten opgeven door plotselinge schokkende gebeurtenissen of door een ernstige economische inzinking, kan hier aanzienlijke koerswinst worden geboekt. Tactisch gezien vormen langlopende obligaties in een portefeuille een verstandige afdekking tegen recessiegevolgen door een tegenwicht te bieden aan aandelen, die in een dergelijk scenario op korte termijn onder druk kunnen komen te staan.

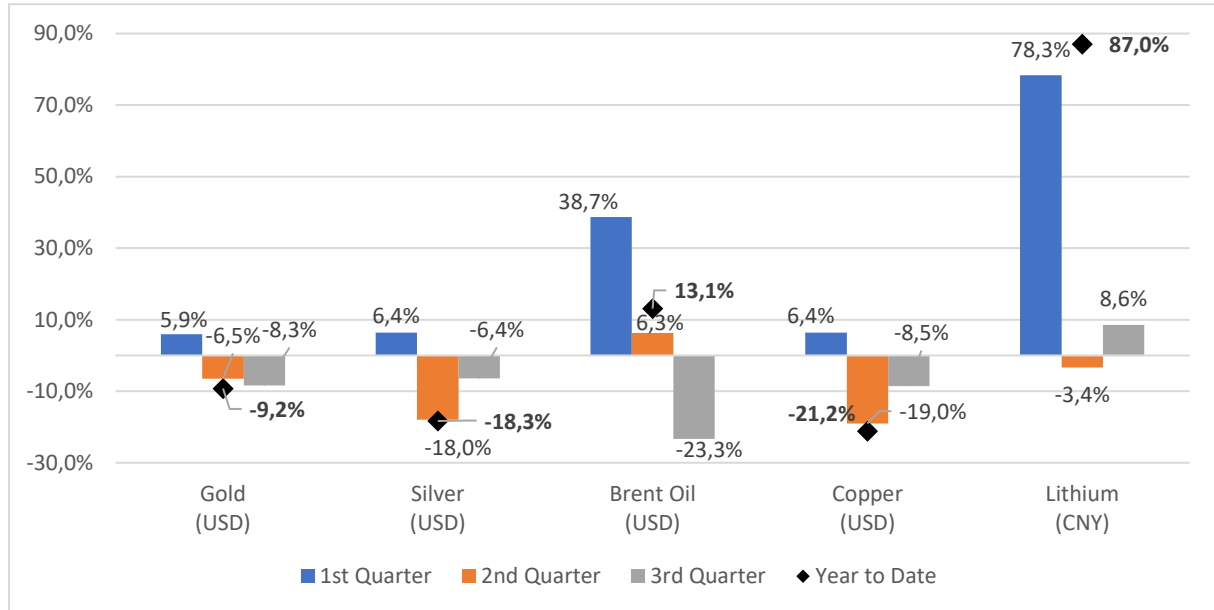
Dat een plotselinge verschuiving van het monetaire beleid 'van de ene dag op de andere' onder invloed van externe schokken geenszins abstract is, blijkt uit het voorbeeld van de Bank of England van eind september. Nadat de nieuwe Britse regering een politiek gevoelige aanvullende begroting had aangekondigd met aanzienlijke nieuwe leningen ('groeiplan') en dit leidde tot een enorme daling van de prijs van Britse obligaties, voelde de Bank of England zich plotseling gedwongen de dreigende ineenstorting van de Britse pensioenfondsen te voorkomen. De obligatiemarkt werd aanvankelijk gestabiliseerd door de tijdelijke aankoop van Britse staatsobligaties met lange looptijden en het uitstel van het voor oktober aangekondigde begin van de balansverkorting. Dit is ook weer een voorbeeld van dat 'alles met elkaar verbonden is'. De Britse hypotheekrente, die eerder dit jaar al was verdubbeld en nu de huizenmarkt begint te raken, is in de laatste week van september opnieuw sterk gestegen. Bepaalde hypotheekvormen werden soms helemaal niet meer aangeboden wegens herfinancieringsproblemen.

Het is voor ons niet moeilijk om ons gelegenheden in de eurozone voor te stellen die de ECB zouden kunnen dwingen af te wijken van haar pad van renteverhogingen. Een blik op Italië is genoeg.

Grondstoffen en energiebronnen, zoals olie, lieten in het derde kwartaal in veel gevallen prijsdalingen zien. Deze ontwikkeling zal eraan bijdragen dat de inflatieontwikkeling met enige vertraging wordt getemperd. Deze ontwikkeling wijst echter ook op een algemene vertraging van de economische activiteit. Vooral voor grondstoffen als koper speelt de onverwacht zwakke economische ontwikkeling in China een rol.

Los van meer economische overwegingen op korte termijn zien wij grondstoffen zoals koper of zelfs lithium, die beide een prominente rol spelen in toekomstige thema's zoals elektromobiliteit of efficiënte energieopwekking en -opslag, als een kernelement voor een robuuste en duurzame portefeuille. Overeenkomstige investeringen zijn reeds beschikbaar en deze zullen voor ons in de toekomst nog belangrijker worden vanwege het herkenbare tekort aan aanbod en de toekomstige tendens naar een sterk geëlektrificeerde wereld.

Ontwikkeling van geselecteerde edele metalen, energie en grondstoffen 2022



Gegevensbron: Bloomberg

Goud heeft in de loop van 2022 zijn functie als echte waardeopslag nog niet volledig kunnen vervullen. De ontwikkeling van de goudprijs wordt vooral belast door de hogere rente en de sterke opwaardering van de Amerikaanse dollar, waardoor de aankoop van goud dit jaar voor bijvoorbeeld eurobeleggers aanzienlijk duurder is geworden. Afgezet tegen de negatieve prestaties van aandelen en obligaties dit jaar, biedt de prestatie van goud van -9,2% in Amerikaanse dollar en ongeveer plus 2% voor beleggers in euro's enige troost. Wij twijfelen er verder niet aan dat in een op de lange termijn gerichte beleggingsstrategie goud als "schuldenvrije valuta" en als bescherming tegen escalerende hoeveelheden papiergeld nog steeds niet mag ontbreken.

Cryptovaluta's en digitale activa

Onze bestaande breed gediversifieerde belegging in cryptovaluta's was een van de weinige beleggingsvormen die in deze periode een positieve bijdrage leverde aan het resultaat van de portefeuille, met een ontwikkeling van +17% (in euro's) en +9,7% (in USD) in het tweede kwartaal.

De aandacht van het publiek is nog steeds gericht op de oudste vorm van cryptovaluta, de Bitcoin. Intussen is er echter een hele reeks cryptovaluta's die meer succes beloven voor langetermijnbeleggers, gezien hun ontwikkelingspotentieel voor een grote verscheidenheid aan toepassingen en dat ze meer kunnen zijn dan alleen een betaalmiddel.

Op de Ethereum-blockchain werd in september een lang geplande en voorbereide wijziging van de autorisatieprocedure (proof-of-stake in plaats van proof-of-work) doorgevoerd. Deze verandering is fundamenteel voor de uitbreiding van de basistechnologie blockchain tot een platform waarop nieuwe en gedecentraliseerde zakelijke toepassingen, bijvoorbeeld in de financiële sector, kunnen ontstaan. Zo kan er niet alleen sneller en goedkoper, maar kunnen ook veel meer transacties worden verwerkt. Het nieuwe procédé bespaart aanzienlijke rekencapaciteit en vermindert zo het stroomverbruik, dat tot nu toe een kritisch aspect was vanwege de klimaatbescherming, met ongeveer 99%. Het

toekomstige belang van Ether, de valuta in de Ethereum-blockchain, als betaalmiddel en alternatieve valuta voor wereldwijd gebruik blijft dus groeien.

Wat ons in de nabije toekomst waarschijnlijk zal bezighouden

Het slechte nieuws stapelt zich op - het is weer eens een goed moment om dapper te zijn

Recessie, inflatie, energietekorten - elk van deze drie factoren veroorzaakt grote onrust op de financiële markten. Het goede is echter dat deze factoren al lang genoeg bekend zijn en al zijn verwerkt in de koersontwikkeling van de aandelen- en obligatiemarkten. Daarom mogen wij, zelfs met het besef van het risico van een verdere verslechtering van de situatie, niet voorbijgaan aan de kansen die juist voortvloeien uit de momenteel zeer negatieve stemming op de financiële markten. Omdat we denken dat ze aanzienlijk zijn.

Uit de probleemgebieden die nu open liggen, ontstaan met een nuchtere beoordeling en selectief zeer bijzondere investeringsmogelijkheden. Zo zal de schaarste van energie toekomstige onderwerpen zoals energie-efficiëntie, van de isolatie van gebouwen tot meer brandstofefficiënte systemen, in een stroomversnelling brengen. Dit is een beleggingsthema waarin wij al in 2021 in de portefeuilles van onze klanten hebben geïnvesteerd.

Sommige aandelen (bijvoorbeeld van bedrijven met bijzonder waardevolle merken en een groot prijszettingsvermogen) zullen ook zeer positief reageren op de wereldwijd stijgende consumentenprijzen, zodra de ongedifferentieerde en deels paniekerige sell-off op de beurzen plaats maakt voor duidelijke strategische overwegingen.

Obligaties verloren massaal aan koerswaarde in de nasleep van de snelle rentestijging. Aangezien wij al bijna twee jaar geleden het obligatiebezit in de portefeuilles van onze cliënten tot een minimum hebben beperkt, kunnen wij nu beginnen te profiteren van de kansen die zich in de nabije toekomst zullen voordoen.

Wat u van ons kunt verwachten

Het afgelopen kwartaal heeft opnieuw grote emotionele eisen gesteld aan u en ons. De hoop op een snelle verbetering, die gepaard ging met de 'zomerrally' die eind juni begon, werd al na enkele weken gevolgd door ontgoocheling. Hoe kort deze periode ook was, zij heeft ons toch waardevolle informatie opgeleverd waarmee we de toekomst wat beter kunnen inschatten. Wij denken met name aan de duidelijke positionering van de centrale banken of ook aan het feit dat de prijzen voor olie of aardgas ondanks de schaarste niet onbeperkt stijgen, maar zelfs weer kunnen dalen.

In ons laatste kwartaaloverzicht beloofden we dat we doortastend zouden optreden zodra we de tijd rijp achtten. Wij hebben in het laatste kwartaal al de eerste stappen gezet - er zullen er meer volgen. Natuurlijk kunnen wij verdere prijsdalingen niet uitsluiten. Wij zien echter dat bij het huidige prijsniveau al veel van een zeer negatieve toekomstverwachting is ingecalculeerd. Met de ervaring en vanuit het perspectief van een langetermijnbelegger hebben wij dus de eerste gelegenheden aangegrepen om de portefeuilles van onze cliënten voor te bereiden op de daaropvolgende opleving van de effectenmarkten.

Wij zijn ervan overtuigd dat wij nu de basis moeten leggen voor toekomstig succes. Warren Buffet, de nu 92-jarige Amerikaanse beleggingslegende, zei ooit: "Wees hebzuchtig als anderen bang zijn en wees bang als anderen hebzuchtig zijn". Hij stond en staat bekend als zeer succesvol met deze anticyclische aanpak en wij zien geen reden waarom het deze keer anders zou zijn.

BPM - Berlin Portfolio Management GmbH

Oktober 2022

De hierin opgenomen informatie en verklaringen vormen geen advies. Ze worden uitsluitend verstrekt ter informatie van onze klanten en potentiële klanten en vormen geen aanbod of uitnodiging tot het doen van een aanbod of een advies om financiële producten te kopen. Deze informatie vormt in het bijzonder geen vervanging voor een grondig individueel en professioneel onderzoek naar de fiscale, juridische en risicospecifieke gevolgen van een belegging in financiële producten. Wij geven geen garantie voor de juistheid, volledigheid en actualiteit van de opgenomen gegevens. Elke aansprakelijkheid voor eventuele schade als gevolg van het gebruik van de gepresenteerde gegevens en informatie wordt afgewezen.