

## Terugblik op het tweede kwartaal van 2022 en een blik naar voren

### **"Stop nooit al uw eieren in één mand"**

Harry M. Markowitz (\*1927), Amerikaans econoom en Nobelprijswinnaar in 1990

We kunnen er met grote zekerheid van uitgaan dat het advies waarmee de latere Nobelprijswinnaar Markowitz zijn wetenschappelijk werk samenvatte, al veel eerder bekend was, en niet alleen bij degenen die zich met landbouwproducten bezighielden. Toch was het pas door toedoen van Markowitz dat deze in wezen triviale alledaagse wijsheid een begrip werd in de financiële wereld.



Afbeelding: <https://pixabay.com/de/photos/eier-ostern-verkaufsstand-holland-1671574/>

In 1952 beschreef Markowitz als eerste de wiskundige principes voor het samenstellen van efficiënte beleggingsportefeuilles. Zijn doel was om systematisch een optimale verhouding tussen risico en rendement tot stand te brengen. Zijn destijds revolutionaire benadering leidde af van de "naïeve" diversificatie, waarbij aandelen en obligaties vrij willekeurig in een portefeuille worden gecombineerd.

1

Een van de centrale overwegingen van Markowitz is de typische winst- en verliesfasen van afzonderlijke beleggingen zo op elkaar af te stemmen dat, voor zover mogelijk, alle beleggingen zich nooit in dezelfde richting ontwikkelen. Idealiter zouden bijzonder negatieve individuele ontwikkelingen moeten worden gecompenseerd door bijzonder positieve. Dit zou de gehele portefeuille minder onderhevig moeten maken aan extreme waardeschommelingen en op langere termijn een beter resultaat moeten opleveren uit een oogpunt van rendement en risico. In de wereld van het vermogensbeheer wordt dit concept al jaren als basiskennis beschouwd en wordt meestal ook het verwachte doel bereikt.

Het afgelopen kwartaal heeft echter pijnlijk aangetoond dat alle theorie soms grijs is, zoals ook Johann Wolfgang von Goethe opmerkte.<sup>2</sup>

Ook al hebben wij niet "alle eieren in één mandje gelegd", toch hebben wij het zeldzame geval meegemaakt van een bijna volledig negatief verloop van alle beleggingsvormen in de portefeuilles. Het evenwichtseffect dat in een gediversifieerde portefeuille eigenlijk te verwachten is, leek te zijn opgeschort.

Dit verschijnsel heeft zich in het verleden reeds voorgedaan, maar het doet niets af aan de fundamentele juistheid van de theorie van Markowitz. Schokkende gebeurtenissen doen de stemming op de financiële markten "kantelen", beleggers worden bang en slaan aanvankelijk op de vlucht. In het proces spelen rationele overwegingen van waarde of langetermijnperspectief plotseling geen rol meer.

<sup>1</sup> „Portfolio Selection“, Journal of Finance 7, Nr. 1

<sup>2</sup> “Grijs, mijn vriend, is alle theorie...“, uit „Faust - de tragedie eerste deel“

Zoals uit de volgende grafiek blijkt, kan het jaar 2022 waarschijnlijk reeds worden beschouwd als een negatief uitzonderlijk jaar in termen van "synchronisatie" (mathematisch correcte "correlatie"):

**Prestaties van verschillende beleggingen op kwartaalbasis (2016 tot 2022)**

	Stocks				Bonds				Hedge Funds HFRX (USD)	Precious Metals		Negative
	USA	Europe	Japan	China	USD - I G	USD - H Y	EUR - I G	EUR - H Y		Oro	Plata	
Q1/16	0,8	-7,7	-12,0	-13,8	3,0	3,4	2,9	0,5	-1,9	16,2	11,5	36%
Q2/16	1,9	-2,3	-7,1	-2,0	2,2	5,5	1,9	0,7	1,1	7,2	21,2	27%
Q3/16	3,3	4,0	5,6	3,2	0,5	5,6	1,0	3,0	2,2	-0,5	2,5	9%
Q4/16	3,3	5,4	16,2	1,8	-3,0	1,8	-2,4	2,2	1,2	-12,8	-16,9	36%
Q1/17	5,5	5,5	-1,1	4,4	0,8	2,7	-0,9	2,0	1,7	8,9	14,7	18%
Q2/17	2,6	-0,5	6,0	6,1	1,5	2,2	0,4	1,9	0,9	-0,6	-8,9	27%
Q3/17	4,0	2,3	1,6	4,6	0,9	2,0	0,7	1,6	1,8	3,1	0,1	0%
Q4/17	6,1	0,3	11,8	5,1	0,4	0,5	0,6	0,6	1,5	1,8	1,7	0%
Q1/18	-1,2	-4,7	-5,8	-3,3	-1,5	-0,9	0,7	-0,3	-1,0	1,7	-3,4	82%
Q2/18	2,9	2,4	4,0	-9,9	-0,2	1,0	-0,5	-1,2	0,2	-5,5	-1,5	55%
Q3/18	7,2	0,9	8,1	-2,1	0,0	2,4	-0,7	1,6	-0,4	-4,9	-9,1	45%
Q4/18	-14,0	-11,9	-17,0	-12,5	1,6	-4,5	0,9	-3,7	-5,6	7,7	5,7	64%
Q1/19	13,1	12,3	6,0	28,6	2,9	7,3	2,5	5,7	2,6	0,8	-2,4	9%
Q2/19	3,8	1,5	0,3	-1,2	3,1	2,5	2,8	2,0	1,6	9,1	1,3	9%
Q3/19	1,2	2,2	2,3	-0,3	2,3	1,3	2,9	1,7	1,6	4,5	11,0	9%
Q4/19	8,5	5,8	8,7	7,4	0,2	2,6	-2,2	2,5	2,6	3,0	5,0	9%
Q1/20	-20,0	-23,0	-20,0	-10,0	3,2	-12,7	-1,1	-15,1	-6,9	3,9	-21,7	82%
Q2/20	20,0	12,6	17,8	13,0	2,9	10,2	2,4	10,9	6,2	12,9	30,3	0%
Q3/20	8,5	0,2	4,0	10,2	0,6	4,6	1,5	2,6	2,7	5,9	27,6	0%
Q4/20	11,7	10,5	18,4	13,6	0,7	6,5	1,3	5,3	5,1	0,7	13,6	0%
Q1/21	5,8	7,7	6,3	-3,1	-3,4	0,9	-1,9	2,1	1,3	-10,0	-7,5	45%
Q2/21	8,2	5,4	-1,3	3,5	1,8	2,7	-0,4	1,4	2,4	3,7	7,0	18%
Q3/21	0,2	0,4	2,3	-6,9	0,1	0,9	0,0	0,6	-0,1	-0,7	-15,1	45%
Q4/21	10,7	7,3	-2,2	1,5	0,0	0,7	-0,6	0,0	0,1	4,1	5,1	27%
Q1/22	-5,0	-6,6	-3,4	-14,5	-5,9	-4,8	-5,4	-4,1	-1,4	5,9	6,4	82%
Q2/22	-16,5	-10,7	-5,1	6,2	-4,7	-9,8	-7,1	-10,7	-3,5	-6,7	-18,2	91%

Bron: Bloomberg, eigen berekening

Zoals uit de kleurverdeling (rood = negatieve kwartalen) blijkt, komt het niet vaak voor dat alle beleggingen zich in één kwartaal positief (meest recent in 2020 na de vorige scherpe daling als gevolg van de uitbraak van de Covid 19-pandemie) of negatief (zoals in 2018 tijdens de laatste poging van de Amerikaanse Federal Reserve om de rente te verhogen) ontwikkelen.

Diversificatie zal daarom ook in de toekomst het beste middel zijn om de beleggingsrisico's op portefeuilleniveau strategisch te beheren. Niettemin moeten wij op korte termijn constateren dat hieruit in het tweede kwartaal geen noemenswaardige positieve effecten konden worden gehaald.

**Terugblik op het tweede kwartaal**

Enkele ernstige gebeurtenissen waren er de oorzaak van dat beleggers op vrijwel alle beleggingsmarkten voorlopig de moed verloren.

De voortzetting van de Russische aanvalsoorlog in Oekraïne heeft geleid tot een wijdverbreide verstoring van de internationale handel, met name in de landbouwsector, naast schrijnende berichten over vernielingen en menselijk leed. Alleen al de gevreesde tekorten in het aanbod van graanproducten hebben de prijzen op de wereldmarkt snel doen stijgen. Bovendien werd de levering van industriële grondstoffen aan Europese klanten tijdelijk onderbroken en kan deze nu slechts op een beperkt niveau en met enige moeilijkheden worden gehandhaafd.

Strengere sancties tegen Rusland en leveringsbeperkingen voor Russische olie, gas en kolen leidden tot stijgende energieprijzen die de inflatie in het tweede kwartaal opnieuw sterk opdreven. Tot dusver heeft Rusland de levering van olie en gas aan sommige EU-staten reeds stopgezet. Een opzettelijk tekort aan energie wordt door de Russische regering gebruikt als politiek wapen en als vergelding voor de steeds verdergaande sancties van het Westen.

De daaruit voortvloeiende onzekerheid van de voorziening is een aanzienlijke factor van onzekerheid geworden voor de Europese economie en met name voor de Duitse industrie. Om een einde te maken aan de sterke afhankelijkheid van Rusland zonder het risico te lopen dat de energievoorziening op korte termijn sterk wordt beperkt, moeten enorme inspanningen worden geleverd en hoge uitgaven worden gedaan ter voorbereiding op een volledige bevrozing van de voorziening die waarschijnlijk zal volgen. Of dit daadwerkelijk kan slagen is op dit moment nog niet helemaal duidelijk. Het scenario zou zeer waarschijnlijk betekenen dat Duitsland in een ernstige recessie terechtkomt.

Het opnieuw opduiken van gevallen van Covid 19 heeft geleid tot enorme beperkingen voor burgers en bedrijven in de economisch belangrijkste regio's van China. De door de Chinese regering gevolgde "zero-covid"-strategie, waarbij de getroffen regio's volledig worden afgesloten zodra de eerste besmettingen zich voordoen, heeft opnieuw geleid tot massale productie- en aanvoerknelpunten die wekenlang aanslepen. Deze hebben onmiddellijk hun weerslag gehad op de wereldeconomie en zullen de reeds bestaande problemen in de bevoorradings- en logistiekketens nog enige tijd verergeren.

De factor die momenteel de sterkste negatieve invloed op de financiële markten heeft, zijn de inflatiegegevens. Deze beïnvloeden niet alleen de bestedingsbereidheid van consumenten en bedrijven, maar zijn ook een belangrijk oriëntatiepunt voor het monetaire beleid van centrale banken. De ongecontroleerde opwaartse trend van de prijzen van consumptie- en kapitaalgoederen zette zich in het tweede kwartaal voort en leidde tot een vertroebeling van de economische verwachtingen.

De inflatie van de consumentenprijzen is in mei gestegen tot 8,6% in de VS en 8,1% in de eurozone. Waarden die al vier decennia niet meer zijn genoteerd en naar verwachting op korte termijn niet significant zullen dalen. Dit blijkt uit de eveneens sterk gestegen prijzen op producentenniveau, die bijvoorbeeld in Duitsland in mei met 33,6% zijn gestegen ten opzichte van het voorgaande jaar. Stijgende energie- en voedselprijzen, maar ook de voortdurend grote vraag naar goederen en diensten van zowel particuliere huishoudens als bedrijven, houden de prijzen voorlopig hoog. De komende loononderhandelingen zullen worden bepaald door het reeds geleden verlies aan koopkracht, maar ook door de nog steeds grote vraag naar arbeid. Het gevaar van een loon-prijsspiraal blijft ongewijzigd.

Intussen is er, misschien met uitzondering van de Bank of Japan, ook geen centrale bank die vraagtekens zet bij de duurzaamheid van de inflatietendens. Er is te veel tijd verstreken voordat de Amerikaanse Fed en nog meer de ECB hebben besloten monetaire beleidsmaatregelen te nemen, zoals het verhogen van de belangrijkste rentetarieven en het verminderen of beëindigen van de programma's voor de aankoop van obligaties.

De lange aarzeling en onderdrukking heeft ertoe geleid dat de overgangsfase naar stijgende rentetarieven, die voor de financiële markten toch al altijd zeer problematisch is, nog is verergerd door een aanzienlijk verlies aan vertrouwen in de wil en het vermogen van de centrale banken om de inflatie te bestrijden.

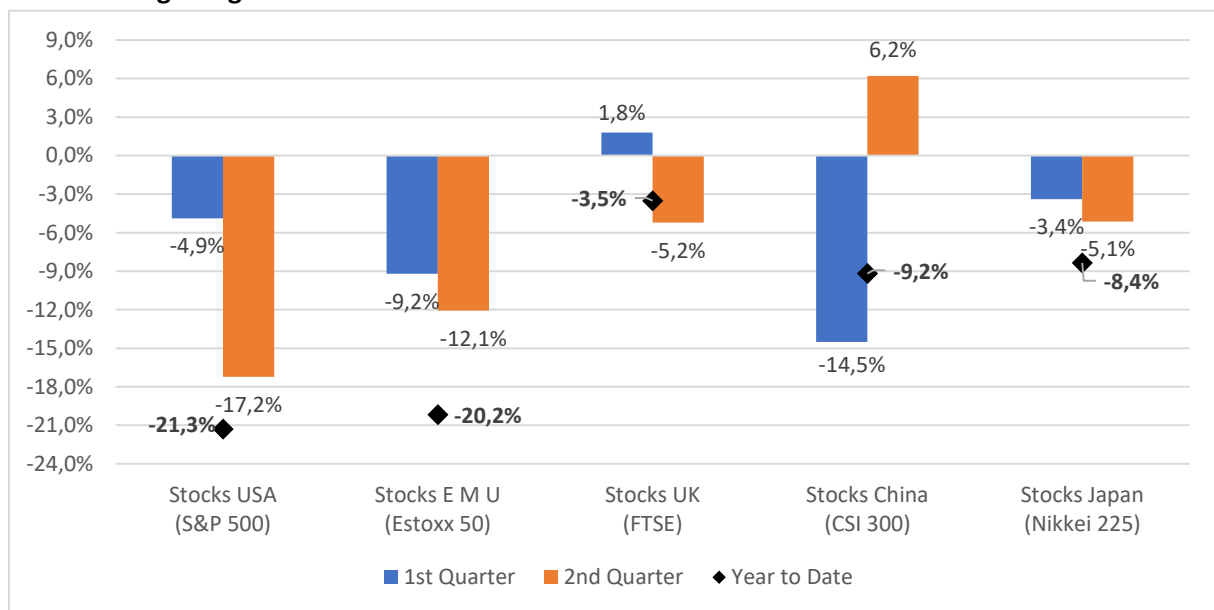
Wij schrijven een groot deel van de marktdalingen in het tweede kwartaal toe aan de negatieve invloed op het sentiment als gevolg van het weinig bekwame optreden van de centrale banken. De bezorgdheid over de onderdrukking van de inflatie wordt nu gevolgd door de vrees voor overdreven maatregelen, die zich uitstrekt tot de verwachting van een "harde landing" van de economie, d.w.z. een ernstige economische inzinking.

De Amerikaanse Federal Reserve heeft intussen tenminste concrete stappen ondernomen met aanzienlijke renteverhogingen en een welomlijnde aanpak voor het afbouwen van de balans en probeert op die manier de controle terug te krijgen.

De Europese Centrale Bank daarentegen had aan het einde van het tweede kwartaal nog geen actieve monetaire beleidsmaatregelen tegen de inflatie genomen, afgezien van talrijke toespraken, interne besprekingen die in de openbaarheid werden gebracht en vage intentieverklaringen. Daarmee staat zij niet alleen in schril contrast met de Amerikaanse Federal Reserve, maar ook met de Bank of England, de Zwitserse Nationale Bank of de centrale banken van de Scandinavische en Oost-Europese landen, die alle reeds aanzienlijke renteverhogingen hebben doorgevoerd.

De **aandelenmarkten** hebben in het tweede kwartaal koersdalingen te zien gegeven, die in veel gevallen tot de sterkste ooit behoren:

### Ontwikkeling van geselecteerde aandelenmarkten in 2022



Databron: Bloomberg

Aan het einde van de eerste helft van 2022 bevonden bijna alle belangrijke aandelenmarkten zich in een zogenaamde "bearmarkt", die volgens de gebruikelijke definitie een koersverlies van meer dan 20% sinds het laatste hoogtepunt vereist. Individuele aandelenindexen, zoals de van oudsher zeer technologie-intensieve Amerikaanse NASDAQ Composite Index, zaten in sommige gevallen veel dieper in de verlieszone (- 29,5% in het lopende jaar).

De sterke stijging van de rentevoeten werkte als een negatieve versterker van factoren die reeds op de bedrijven drukten, zoals problemen met de bevoorradingsketen, sancties of stijgende arbeidskosten. Deze leiden tot een daling van de huidige waarde van het aandeel, omdat de verwachte winsten van de ondernemingen in de toekomst moeten worden verdisconteerd tegen een hogere rentevoet. Bovendien lijken obligaties weer aantrekkelijker door de hogere rendementen in directe vergelijking met aandelen en ondanks de momenteel nog steeds zeer goede order- en winstsituatie in de meeste bedrijven. Dit verhoogt de druk op de aandelenkoersen.

Ten slotte is ook het zeer reële gevaar dat de economie in een recessie terechtkomt als gevolg van hogere financieringskosten (renteverhogingen) een onderdeel van de huidige lagere marktwaardering van aandelen.

Mijnbouwaandelen, die in verschillende vormen in onze portefeuilles vertegenwoordigd zijn, presteerden beter dan het marktgemiddelde, maar konden zich niet volledig losmaken van de negatieve algemene beursontwikkeling, ondanks de fors gestegen grondstoffenprijzen en dus stijgende winstvooruitzichten. Naar onze mening blijven mijnbouwaandelen zeer aantrekkelijke beleggingen in het licht van de waardering van de substantie en de overtollige vraag naar grondstoffen.

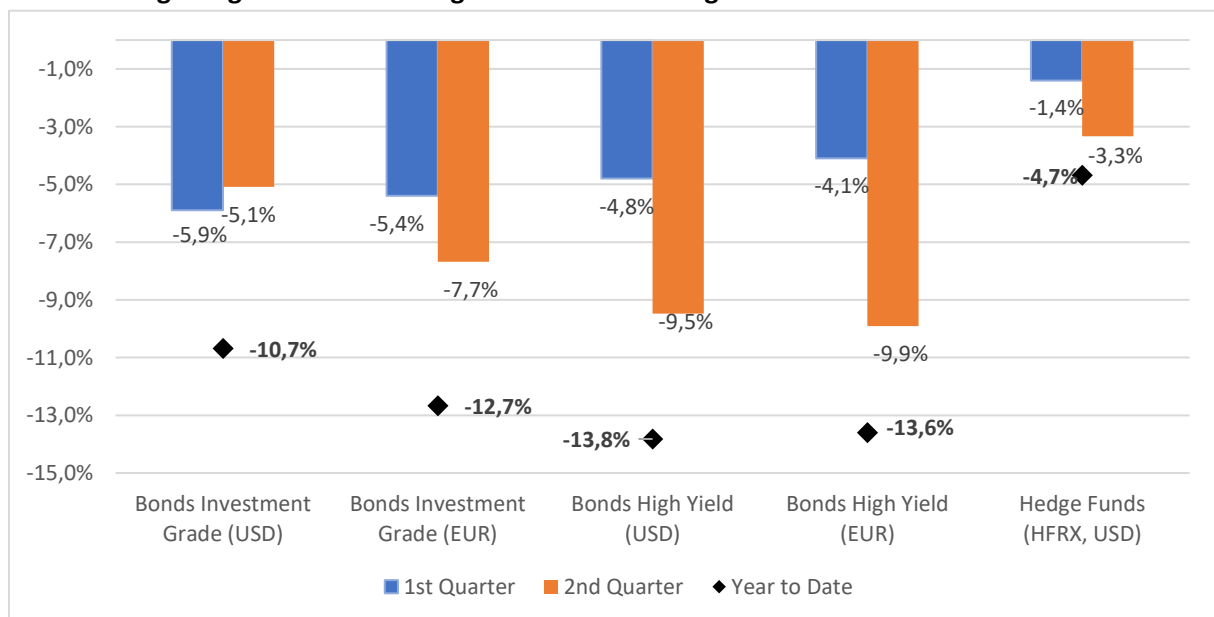
Ook de ontwikkeling van aandelen uit de biotechnologie- en gezondheidssector, die wij in de portefeuilles hebben als onderdeel van onze thematische aandelenbeleggingen, deed het beter dan de markt als geheel, hoewel zij in de eerste helft van het jaar niet vrij waren van koersdalingen.

Chinese aandelen hadden enerzijds te lijden onder de inzinking van de binnenlandse economie als gevolg van het nul-Covid-beleid. Anderzijds is er enige hoop dat de Chinese regering de draconische marktinterventies en regelgevingscampagnes die al meer dan een jaar op de Chinese markt wegen, zal afbouwen. Deze vooruitzichten leidden in juni tot een eerste herstel van de prijzen die eerder sterk waren gedaald.

De geopolitieke situatie in China, de onopgeloste problemen in de vastgoedsector en de nog altijd onduidelijke houding van de regering ten aanzien van de basisbeginselen van de markteconomie doen ons ervan afzien om in Chinese aandelen te beleggen, ondanks interessante waarderingniveaus en groeivoorzichten op lange termijn.

**Obligaties** maken niet langer deel uit van de kern van onze portefeuilles als gevolg van de negatieve reële rendementen die al enige tijd bestaan. Slechts in enkele randsegmenten houden wij nog een positie aan. Tot dusver heeft de stijging van de rendementen op de obligatiemarkt nog niets veranderd, aangezien de inflatiecijfers in dezelfde periode nog sterker zijn gestegen. Ondanks onze verregaande onthouding van rentebeleggingen heeft de ontwikkeling van de obligatiemarkten indirect invloed op sommige onderdelen van onze portefeuilles, tot en met de alternatieve beleggingen.

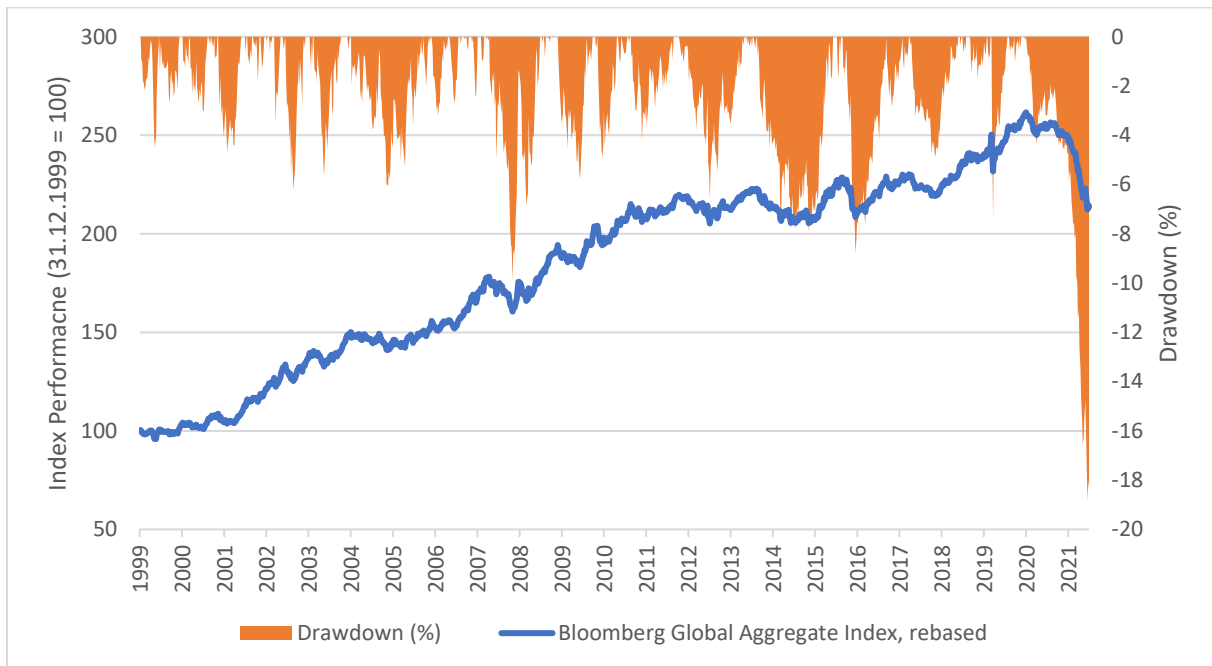
### Ontwikkeling van geselecteerde obligatiemarkten en hedgefondsen in 2022



Databron: Bloomberg

Obligaties maken momenteel verreweg de sterkste periode van verliezen in de afgelopen decennia door. De obligatiemarktindex (Bloomberg Global Aggregate Total Return Index) in de onderstaande

grafiek geeft een goed beeld van de prestaties van een groot deel van de investment grade obligaties die wereldwijd in US-dollar zijn uitgegeven.

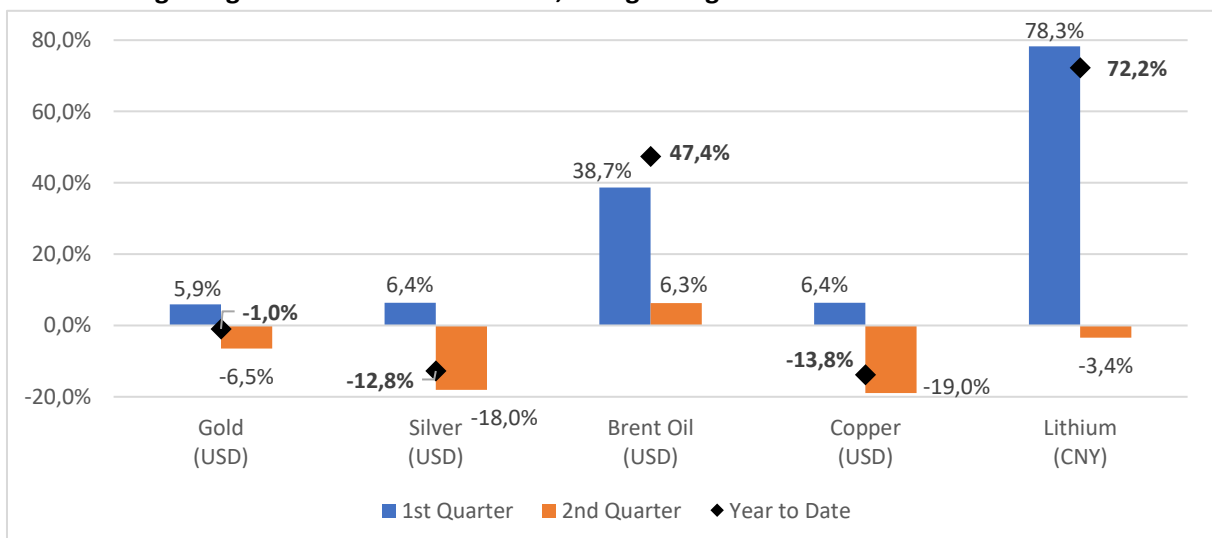


Bron: Bloomberg

In de huidige cyclus is deze index, gemeten vanaf het laatste hoogtepunt eind 2020, nu met meer dan 18% gedaald (rode gebieden in de grafiek) - rentebetalingen inbegrepen. Anders geformuleerd: De winsten van de afgelopen 5 jaar zijn uitgehold door de huidige inzinking van de markt. Onze vroegtijdige vermindering van obligaties in de portefeuilles is dus tot dusver een zeer gelukkige beslissing gebleken.

Ook beleggingen in **grondstoffen, energie en edele metalen** lieten in het tweede kwartaal geen positieve resultaten zien. Zelfs voor industriële grondstoffen waarnaar nog steeds vraag is, zoals **koper** of **lithium**, heeft de prijsstijging zich niet doorgezet. De verwachting van een daling van de vraag in het licht van de toegenomen recessierisico's speelt hier reeds een rol.

### Ontwikkeling van geselecteerde edelmetalen, energie en grondstoffen in 2022



Databron: Bloomberg

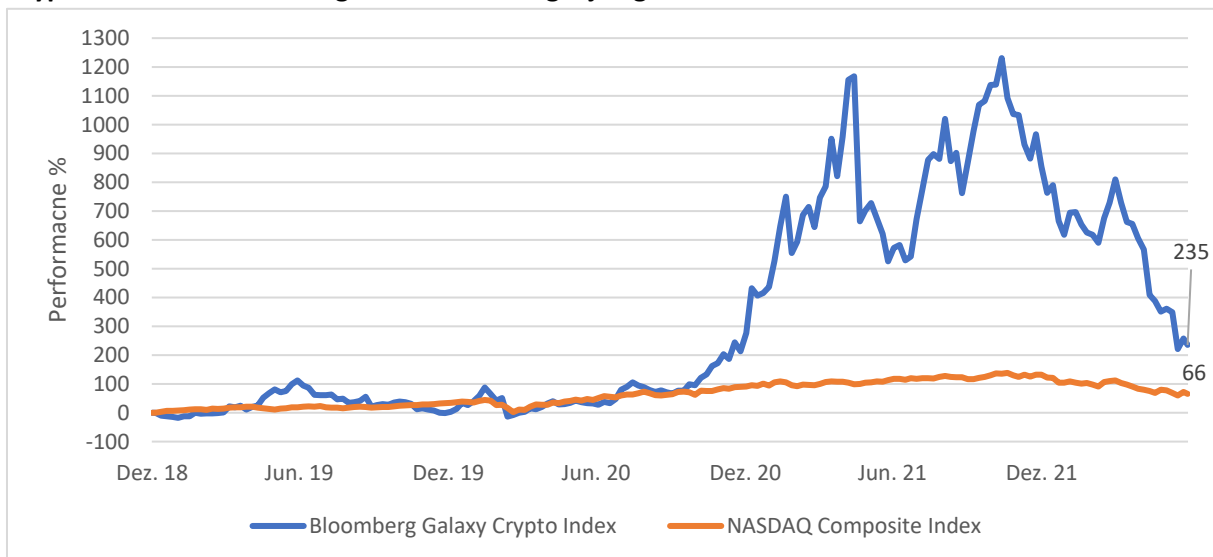
**Goud** heeft in het tweede kwartaal slechts ten dele zijn functie van "waardebewaarder" in de portefeuille kunnen vervullen. De sterke stijging van de rentevoeten in de meeste landen van de wereld leidde tot een dalende vraag naar goud wegens het gebrek aan courante rendementen. Althans tijdens de scherpe prijsdalingen in juni is duidelijk geworden dat goud zelfs in fasen van de grootste onzekerheid als een liquide waardemiddel blijft fungeren. De liquiditeitsbehoeften van speculatieve beleggers (de zogenaamde "margin calls") die door de hevige marktschommelingen werden veroorzaakt, werden door de goudmarkt gedekt zonder verdere prijsdalingen te veroorzaken. Een schrale troost voor de beleggers in euro's is dat door de uitgesproken zwakte van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar, het goud sinds het begin van het jaar een positieve prestatie van + 7,1 % (in euro's) heeft laten zien.

### Cryptomunten en digitale activa

Cryptomunten en digitale activa kenden sterke tegenvallers in de eerste helft van 2022. Ongeacht de toekomstgerichte kenmerken van de technologie kwamen digitale activa en de daaraan verbonden aandelen onder zware druk te staan. Wij zien dit echter eerder als een gevolg van het tijdelijk waarneembare "sell-off sentiment" in het technologiesegment dan als een reden om te twijfelen aan het belang ervan op lange termijn.

Een vergelijkende blik op de ontwikkeling van de afgelopen 3 jaar toont aan dat cryptomunten (+ 235% in de Bloomberg Galaxy Crypto Index) een zeer hoog renderende belegging vormden in vergelijking met technologieaandelen (+ 66 % in de NASDAQ Composite Index), ondanks de sterkste prijschommelingen.

### Cryptomunten en technologieaandelen - vergelijking sinds 2019



Databron: Bloomberg

Aan de nieuwszijde werden cryptomunten onderuit gehaald door negatieve berichten over onder meer een mislukte algoritmische stablecoin (TerraUSD), die niet het onderwerp van onze investeringen zijn, maar wel sterke repercussies hadden op de algemene markt. Ook een nu steeds duidelijker wordende regulering van cryptomunten, die in onze zin in het belang van de belegbaarheid is, maakte aanvankelijk een einde aan de ongebreidelde prijsstijgingen en verdreef veel van de beleggers die alleen in speculatie waren geïnteresseerd.

Onze voorzichtige aanpak van de afgelopen 1 ½ jaar om de belegging herhaaldelijk terug te brengen tot een weging die verenigbaar is met de portefeuille door het realiseren van winsten, bleek eens te meer juist te zijn.

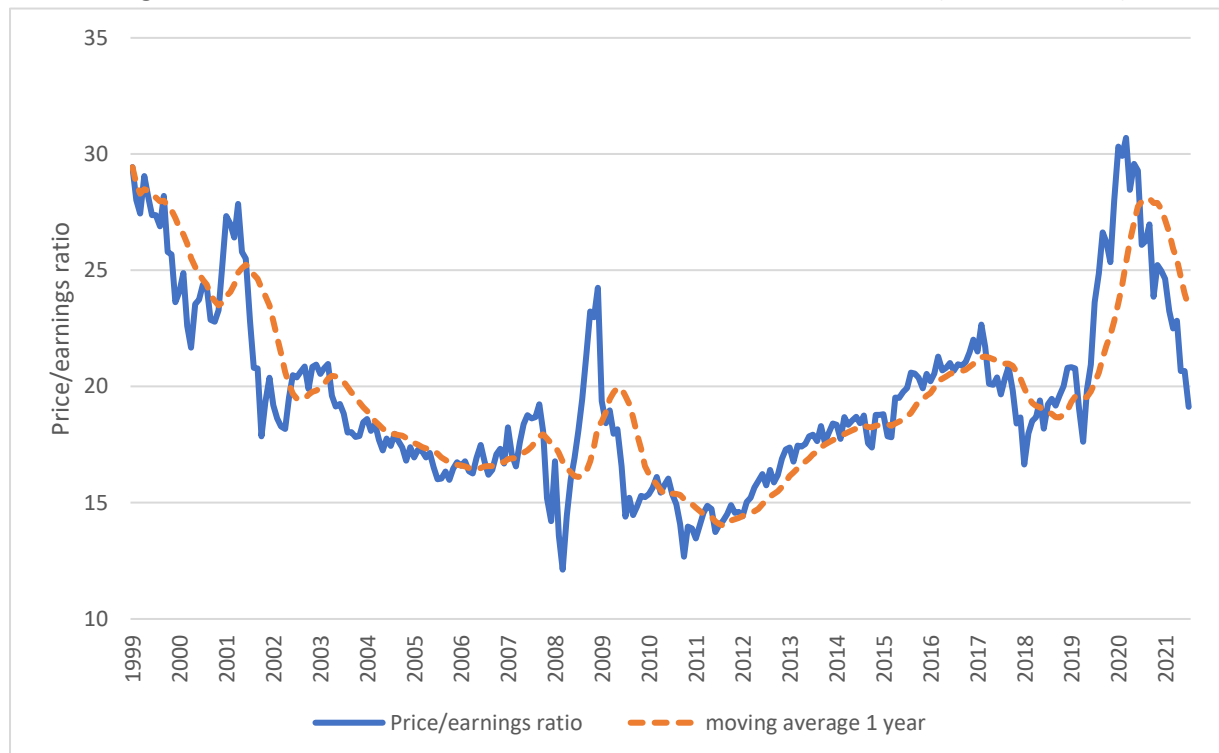
### ***Wat ons in de nabije toekomst waarschijnlijk zal bezighouden***

De volgende selectie is weer slechts een kleine greep uit de zaken die wij in ons beleggingsproces voortdurend in de gaten moeten houden en evalueren. Voor ons zijn dit enkele van de huidige kernpunten voor een succesvol en duurzaam portefeuilleontwerp.

- **Zullen de aandelen binnenkort zo goedkoop zijn dat waardegerichte beleggers ze weer kunnen kopen?**

Koersverliezen van meer dan 20% in het midden van het jaar in de belangrijkste beursindexen doen de vraag rijzen of deze dalingen al voldoende zijn om een belegging op langere termijn aantrekkelijk te maken. In feite hebben de koersdalingen van de laatste maanden reeds geleid tot een grotere aantrekkelijkheid van de aandelenmarkt, terwijl tegelijkertijd de omzet- en winstontwikkeling van de ondernemingen grotendeels stabiel is gebleven. Dit kan worden aangetoond aan de hand van de koers-winstverhouding (aandelenkoers gedeeld door het deel van de winst van de onderneming dat aan een aandeel kan worden toegerekend) en de afwijking van een gemiddelde waarde:

#### **Waarderingsniveau van aandelen aan de hand van het voorbeeld van de VS (S&P 500 index)**



Databron: Bloomberg

Met een huidige koers-winstverhouding van 19,1 ligt deze waarde iets onder het gemiddelde van de afgelopen 22 jaar (19,6). In vergelijking met begin 2022 (met een koers-winstverhouding van 24,6) zijn de aandelen vandaag dus al aanzienlijk goedkoper, hoewel ze nog niet als echte "koopjes" kunnen worden beschouwd.



Met name de vraag of de ondernemingen erin zullen slagen de stijgende kosten aan hun klanten door te berekenen in de vorm van hogere prijzen, zal bepalend zijn voor het niveau en de ontwikkeling van de bedrijfswinsten in de komende maanden. Dit zal ook een belangrijke overweging zijn in de bedrijfsrapporten aan het begin van het 3e kwartaal en voor de winstramingen die zullen volgen. Verlagen van de winstverwachtingen, die tot dusver slechts aarzelend zijn doorgevoerd, zouden de waarderingratio's aanvankelijk weer doen verslechteren.

Het lagere waarderingniveau heeft het gevaar van nog verdere koersdalingen reeds verminderd, ook in verband met de renteverwachtingen, die eveneens sterk zijn opgelopen.

In ieder geval zijn wij bereid te kopen om te profiteren van een snel marktherstel, zelfs zonder de intentie om op lange termijn te houden.

- **Hoe ver zullen de centrale banken kunnen gaan met hun agressieve renteverhogingen?**

De obligatiemarkten hebben al massaal gereageerd op de noodzakelijke renteverhogingen met de zware koersverliezen van de afgelopen 12 maanden en hebben deze "ingeprijsd". Dit geeft automatisch aanleiding tot verwachtingen omtrent de volgende stappen van de centrale banken. In de onderstaande tabel wordt een overzicht gegeven van de marktverwachtingen voor de ontwikkeling van de belangrijkste rentetarieven in de VS en de eurozone op basis van de prijzen op de termijnmarkt voor rentetarieven:

Market expectations key interest rates		
	USA	Eurozone
in..	from 1,59% to...	from - 0,58% to...
Jul. '22	2,26%	-0,29%
Sep. '22	2,81%	0,20%
Nov. '22	3,19%	0,59%
Dec. '22	3,38%	0,91%

Voor eind 2022 zijn verdere verhogingen van de basisrente met 1,8% in de VS en 1,5% in de Eurozone reeds als verwachting verankerd in de huidige koersen en wordt dus reeds geanticipeerd op het effect ervan

Bron: Bloomberg, versie 30.6.22

Mochten de centrale banken zich genoodzaakt zien te reageren met een stopzetting van de renteverhogingen of een aanzienlijke vertraging, bijvoorbeeld vanwege de dreiging van een massale economische inzinking of omdat het hoge renteniveau voor sommige staten onhoudbaar wordt, dan zal dit waarschijnlijk leiden tot een snelle omslag in het marktsentiment. Voor bijna alle beleggingsvormen zouden dan in korte tijd sterke prijsstijgingen kunnen worden verwacht. Niet in de laatste plaats omdat de valutazones van de VS en de eurozone nog steeds van veel liquiditeit worden voorzien.

Vanuit ons oogpunt is de kans op een dergelijke op handen zijnde "ommekeer" thans groot, zodat wij voor deze ontwikkeling reeds concrete investeringen hebben gepland.

- **EUROCRISIS 2.0 in zicht?**

Met enige verbazing hebben wij kennis genomen van de bijzondere vergadering van de Raad van Bestuur van 15 juni. Een reeds eerder opvallende prijsdaling (= stijging van de rente) van Italiaanse staatsobligaties op de obligatiemarkten lijkt de aanleiding te zijn geweest voor de bijeenkomst. Het rendementsverschil tussen Duitse Bunds- en Italiaanse staatsobligaties met een looptijd van 10 jaar was kort tevoren opgelopen tot 2,4% per jaar. Herinneringen aan de eurocrisis van 2012 kwamen naar boven, die onder controle werd gebracht door het toenmalige hoofd van de ECB (en nu Italiaanse premier...) Mario Draghi met de beroemde woorden "whatever it takes", waarbij hij de balans van de ECB beschikbaar stelde om obligaties van eurolanden met een hoge schuldenlast op te kopen.

Vandaag is de ECB bezorgd over het voorkomen van een "fragmentatie van de eurozone" (of preciezer: van haar debiteuren met zeer verschillende kredietratings). Daartoe wordt een nieuw "anti-fragmentatie-instrument" in het leven geroepen, dat ten uitvoer moet worden gelegd door middel van directe interventies op de kapitaalmarkt (extensieve obligatieaankopen, maar deze keer specifiek ten gunste van landen met de grootste financieringsbehoeften, zoals Italië) is om de financieringskosten zo laag mogelijk te houden, de schulden dus af te lossen en de euro als munt in leven te houden.

Delen van de kapitaalmarkt zouden dit kunnen zien als een uitnodiging om opnieuw massaal te speculeren tegen het voortbestaan van de euro, als de defensieve reflexen van de ECB in werking treden bij een rendement op Italiaanse staatsobligaties van slechts iets meer dan 4%.

### ***Wat u van ons kunt verwachten***

De huidige situatie op de financiële markten vergt veel lef van zowel beleggers als vermogensbeheerders zoals BPM. Koersverliezen, ook al verschijnen zij aanvankelijk alleen op papier, wekken bij de waarnemer altijd twijfels of zelfs zelfverwijt en angst op.

Hoe individueel moeilijk het ook voor iedereen kan zijn - met deze emoties omgaan is absoluut noodzakelijk om de werkelijk relevante en doeltreffende ontwikkelingen op lange termijn niet uit het oog te verliezen.

De afgelopen weken hebben we maar al te duidelijk gezien dat de "ommekeer van de tijden", die we in onze terugblik op het eerste kwartaal van 2022 hebben besproken, ook geldt voor de kapitaalmarkten. Het is belangrijk dat wij ons voorbereiden op een klimaat met hogere inflatie, hogere rentevoeten, maar waarschijnlijk nog steeds negatieve reële rentevoeten, schaarse middelen en structureel lagere marktwaarderingen. Wij zijn ervan overtuigd dat zelfs onder deze omstandigheden alleen verstandig en vooruitziend handelen de sleutel is tot beleggingssucces op lange termijn.

Voor ons als vermogensbeheerders is het uitgangspunt van elke beslissing een realistische beoordeling van de situatie, de risico's en de meest waarschijnlijke ontwikkelingsscenario's. Wij beschouwen het als een van onze belangrijkste sterke punten om gedisciplineerd te blijven en ons zo weinig mogelijk te laten beïnvloeden door de dagelijkse opwinding en het hectische tempo van de financiële markten.

Want alleen zo is het mogelijk de portefeuilles van onze cliënten zo in te richten dat zij de langetermijntrends kunnen volgen die werkelijk bepalend zijn voor succes.

Met dit in het achterhoofd kunnen wij onze cliënten beloven dat wij doortastend zullen optreden zodra wij menen dat de tijd rijp is.

### **BPM – Berlin Portfolio Management GmbH**

Juli 2022

De hierin vervatte informatie en verklaringen houden geen aanbeveling in. Zij worden uitsluitend verstrekt ter informatie van onze cliënten en potentiële cliënten en vormen geen aanbod of uitnodiging tot het doen van een aanbod of een aanbeveling om financiële producten te kopen. In het bijzonder kan deze informatie niet in de plaats komen van een grondig individueel en professioneel onderzoek naar de fiscale, juridische en risicospecifieke implicaties van een belegging in financiële producten. Wij staan niet in voor de juistheid, volledigheid en actualiteit van de gegevens die erin zijn opgenomen. Elke aansprakelijkheid voor eventuele schade als gevolg van het gebruik van de verschaftte gegevens en informatie wijzen we af.