

Terugblik op het 1e kwartaal 2022 en vooruitzichten

Cesuur

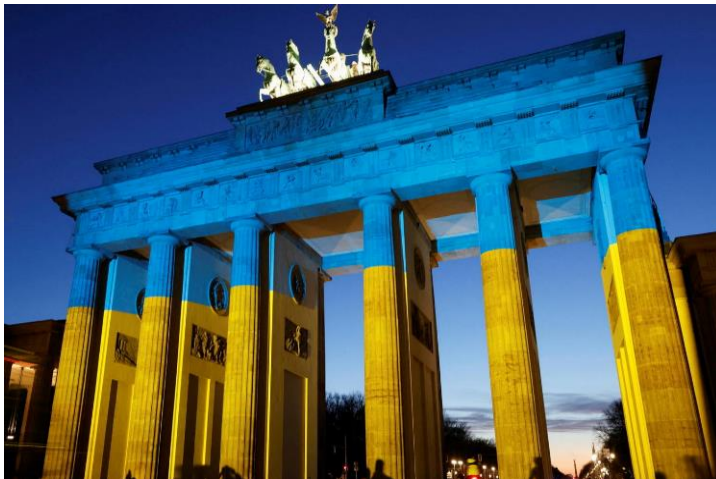
*“De Russische invasie in Oekraïne betekent een historische cesuur.
Hij bedreigt onze hele naoorlogse orde.”*

Bondskanselier Olaf Scholz op 26 februari 2022 over het besluit van de Duitse regering om - twee dagen na de Russische aanval die in strijd was met internationaal recht - Oekraïne wapens voor de nationale defensie te leveren.

Ondanks de gepaste terughoudendheid bij het gebruik van de term *cesuur* om een historisch belangrijke gebeurtenis aan te duiden, hoewel men pas in de toekomst werkelijk kan weten of ze terecht deze benaming heeft gekregen, is het een feit dat op 24 februari 2022, het begin van de Russische aanval op Oekraïne, van de ene dag op de andere lang bestaande overtuigingen en vermeende zekerheden een einde hebben gevonden. De opzettelijke schending van diplomatieke usances, de schijn van bereidheid tot praten en zelfs actief bedrog en schaamteloze leugens van de Russische president en zijn regering werden waarschijnlijk door zeer weinigen in deze mate en op dat moment verwacht of vermoed.

De strenge Duitse wapenexportrichtlijnen die ruim 20 jaar geleden door een vorig rood-groen kabinet werden aangenomen, alsmede het regeerakkoord dat slechts enkele maanden eerder door de regeringspartijen werd ondertekend, moesten binnen twee dagen worden herzien. Veiligheid, defensiecapaciteit en een nieuw ontwaakt betrokkenheid op de NAVO werden van de ene dag op de andere een hogere politieke prioriteit dan de klimaatverandering of digitale transformatie. En dit met een eenheid en instemming die in het parlement zeer zelden wordt waargenomen.

1



De Russische aanval op Oekraïne leidde in vele landen tot solidariteit met de door de oorlog getroffen Oekraïense bevolking en tot een golf van steun voor degenen die het land waren ontvlucht. Ook in Berlijn.

Hoewel het onze taak is de economische gevolgen van de oorlog te evalueren en inzicht te krijgen in de gevolgen voor de portefeuilles van onze cliënten, gaat ons diepste medeleven uit naar allen die lijden, hun leven, hun gezondheid of hun bezittingen verliezen ten gevolge van deze oorlog.

Opvallend snel en unaniem waren ook de politieke reacties van vele nationale regeringen, de EU en de VS. Binnen zeer korte tijd werden tegen Rusland en individuele Russische burgers sancties ingesteld die een tot dan toe ongekend niveau van hardheid bereikten. Tegelijkertijd werd de economische afhankelijkheid van de westerse landen, met name Duitsland, van de levering van Russische energiebronnen zoals olie, aardgas en steenkool, maar ook van industriële grondstoffen uit Oekraïne, op pijnlijke wijze en op vele manieren duidelijk.

Kunnen de langetermijneffecten van deze dramatische veranderingen nu nog niet worden ingeschat, toch kan met enige waarschijnlijkheid worden gezegd dat bepaalde basistrends van de afgelopen jaren verder versterkt en versneld zullen worden:

- structureel hogere inflatiepercentages wegens stijgende productiekosten door een grotere mate van interne productie, meer opslag en de verplaatsing van productiecapaciteiten terug naar eigen land (efficiencyverliezen als gevolg van de-globalisering die tegenover toenemende voorzieningszekerheid staat).
- Inspanningen om minder afhankelijk te worden van de Russische energie- en grondstoffenvoorziening leiden op korte termijn tot aanzienlijk hogere kosten bij vervangingsaankopen en vergen op langere termijn hoge investeringen in nieuwe installaties en technologieën.
- Een extra toename van de overheidsschuld als gevolg van nieuwe, met schuld gefinancierde uitgavenpakketten, bijvoorbeeld voor subsidies tegen de gevolgen van hoge energiekosten of voor veiligheid (van de verdediging tegen cyberaanvallen tot militaire verdediging).

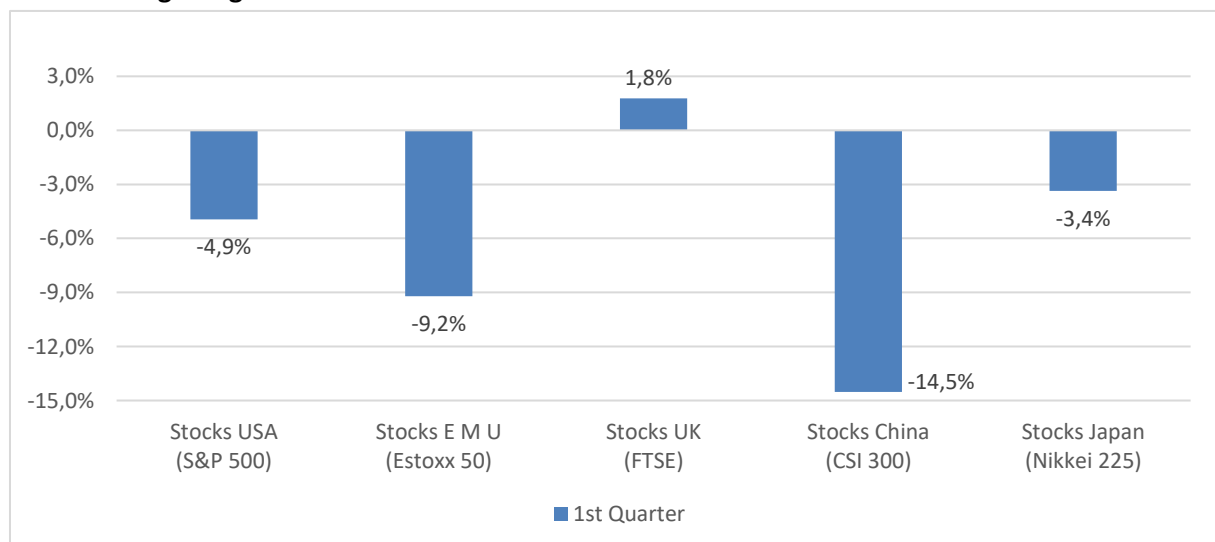
Het economisch herstel van de covid 19-pandemie, dat in vele landen (waaronder Duitsland) nog niet is voltooid, wordt aldus verder naar voren geschoven. In de laatste dagen van maart hebben economische onderzoekers, banken en regeringen, als rechtstreeks gevolg van de oorlog in Oekraïne, hun economische en inflatieprognoses voor 2022 en de daaropvolgende jaren bijgesteld, in sommige gevallen in aanzienlijk negatieve zin.

Terugblik op het derde kwartaal

Twee kwesties, de oorlog in Oekraïne en de vrees dat de aanhoudend sterke inflatietrend in veel landen de centrale banken dwingt tot een agressieve koers van renteverhogingen, die ook tot een recessie zou kunnen leiden, hebben de ontwikkeling van de beleggingsmarkten in het eerste kwartaal van het jaar bepaald. Een ongewoon hoge mate van onzekerheid, zelfs over de vooruitzichten voor slechts korte perioden van enkele dagen, kenmerkte de stemming.

De meeste **aandelenmarkten** konden zich na twee negatieve maanden aanzienlijk herstellen van hun dieptepunten van begin maart.

Ontwikkeling van geselecteerde aandelenmarkten in 2022



Bron: Bloomberg

Dit werd voorafgegaan door koersdalingen die sinds het begin van het jaar opliepen tot min 13 % in het geval van de S&P 500 en tot min 19 % in het geval van de Euro Stoxx 50.

De duidelijke inhaalbeweging is eigenlijk ongewoon voor een periode van sterk stijgende rentetarieven. De aandelenkoersen zouden volgens de theorie moeten dalen wanneer de langetermijnrente stijgt. Dit, vanwege de hogere discontotarieven die worden gebruikt om de verwachte toekomstige winsten van de ondernemingen in de huidige prijzen weer te geven. Voor bedrijven betekenen stijgende rentetarieven hogere financieringskosten voor hun toekomstig vreemd kapitaal.

Wij schrijven deze ongewone reactie toe aan een groeiend wantrouwen ten aanzien van het actuele beleid van de centrale banken. Na veel te lang te hebben gearzeld om de werkelijke inflatietrend te onderkennen, zijn er nu gerechtvaardigde twijfels of zij al helemaal in staat zullen blijken, zonder een duidelijke economische inzinking greep op de inflatiegolf te krijgen.

Chinese aandelen waren op de belangrijkste aandelenmarkten in het eerste kwartaal opnieuw de hekkensluiter. De onverwachte Russische inval in Oekraïne heeft op de financiële markten, net als in ons land, tot een volledige herwaardering van de geopolitieke risico's geleid.

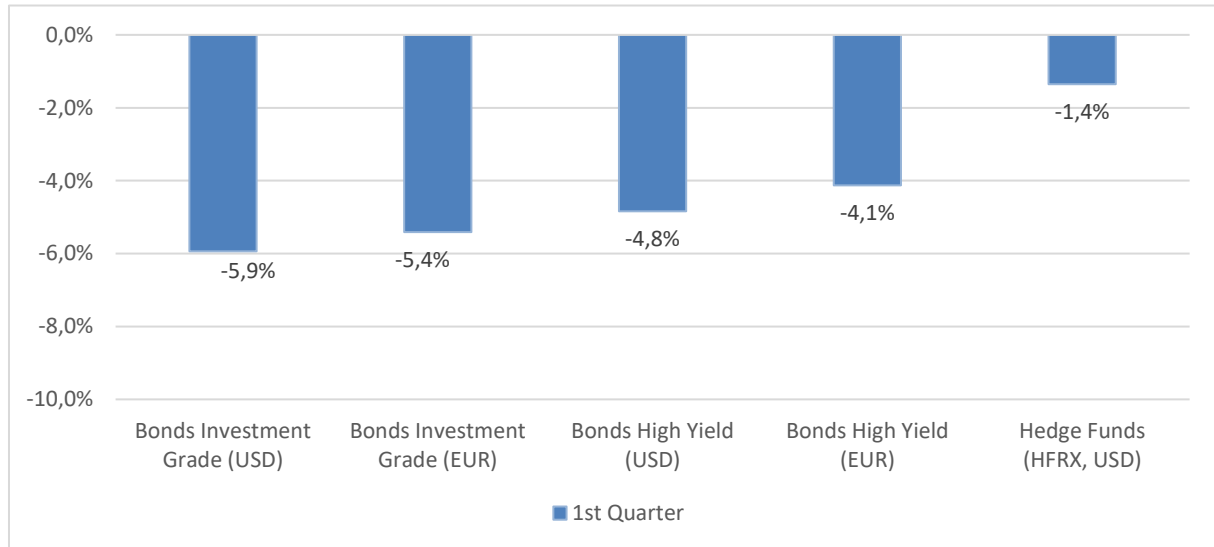
Daarom hebben wij medio maart besloten de aandelenbeleggingen die rechtstreeks verband houden met China in de portfolio's van onze cliënten van de hand te doen. Ondanks een nog steeds zeer gunstige fundamentele waardering van de Chinese binnenlandse aandelenmarkt ('A-aandelen') en de naar internationale maatstaven positieve groeivoorzichten van de Chinese economie voor 2022 van 5 à 6 %, blijkt uit de reeds geruime tijd aanhoudende vlucht van internationale beleggers uit China dat het verlies aan vertrouwen in de naleving van de regels van de markteconomie thans te groot is geworden. Binnen afzienbare tijd zal dit dan in een zeer lage marktwaardering tot uitdrukking worden gebracht.

Wij geloven nog niet in onlangse beloften van de Chinese regering om in de toekomst meer rekening te houden met de belangen van buitenlandse investeerders in dat land. De schijnbaar willekeurige en ideologisch gemotiveerde interventies in bedrijven en markten van de afgelopen maanden hebben het vertrouwen ondergraven. Bovendien houdt de solidariteit met Rusland, die zelfs na de Russische inval in Oekraïne aan de dag is gelegd, het gevaar in dat China zelf het doelwit wordt van bijkomende strenge internationale sancties. De andere bekende probleemgebieden, de existentiële moeilijkheden in de vastgoedsector of de zero-covidstrategie van de regering, die met de recente uitbraken van de Corona in belangrijke economische centra als Shenzhen of Shanghai de vrees doen ontstaan voor verdere ernstige verstoringen van de internationale handel, voeden onze twijfels nog meer.

Veel beleggers lijken aandelen te zien als de 'veilige haven' waarnaar zij in onzekere tijden op zoek zijn. Misschien zullen aandelen, waarvan sommige ongetwijfeld een zekere reële waarde hebben, inderdaad in tijden van zeer hoge inflatiepercentages de 'minst slechte' blijken te zijn. In onze strategieën hebben wij momenteel een vrij grote weging in aandelen, maar wij houden ook bewust grotere liquiditeitsreserves aan. Dit, omdat wij van mening zijn dat er in de komende weken en maanden nog prijsdalingen te verwachten zijn, waar wij alsdan gericht van zouden willen profiteren.

Obligaties behoorden vorig jaar al tot de beleggingen die wij vermeden vanwege de negatieve reële rendementen. In een klassieke samenstelling van een portfolio stonden obligaties in feite borg voor waarde stabiliteit in moeilijke tijden. De realiteit is, dat we thans de ernstigste waarde verliezen van de afgelopen drie decennia beleven.

Ontwikkeling van geselecteerde obligatiemarkten en hedgefondsen 2022



Bron: Bloomberg

De voornaamste reden voor de aanhoudende onrust op de obligatiemarkten is vooral de ongecontroleerde stijging van de inflatie in de Verenigde Staten en de eurozone en de maatregelen van de centrale banken tegen deze opwaartse druk op de prijzen, die als volstrekt onvoldoende worden beschouwd. Dat wil zeggen: tot nu toe.

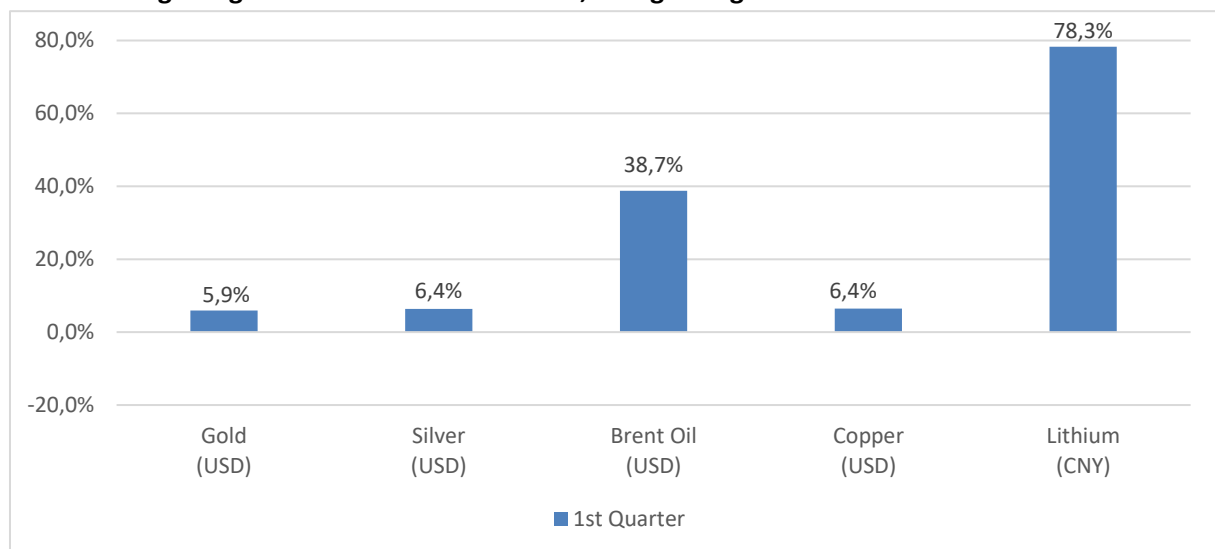
Voor het eerst in meer dan drie jaar heeft de Amerikaanse Federal Reserve op 16 maart haar belangrijkste rentetarief met 0,25% verhoogd, waarmee zij na maanden van aarzeling een eerste concrete stap in de richting van inflatiebestrijding heeft gezet. Wij juichen dit uitdrukkelijk toe. Om de torenhoge inflatieverwachtingen van de financiële markten te temperen, zijn voor het lopende jaar verdere rentestappen jaar in het vooruitzicht gesteld. Naast de ontwikkeling van de belangrijkste rentetarieven is het voor de obligatiemarkten evenzeer van belang te weten hoe de Fed haar door ongekende geldschepping opgeblazen balans denkt af te bouwen. Hierover zijn nog geen betrouwbare bevindingen. Wij verwachten dat het monetaire beleid van de VS nog enige tijd het hoofdthema zal zijn.

De Europese Centrale Bank (ECB) heeft daarentegen nog geen duidelijk standpunt ingenomen over de kwestie van de inflatiebestrijding. Vertegenwoordigers van landen als Duitsland, Oostenrijk of Nederland dringen er al enige tijd op aan een einde te maken aan het ultra-expansieve monetaire beleid. Hiertegenover staan de vertegenwoordigers van landen als Frankrijk, Italië of Spanje, die een veel grotere tolerantie bepleiten ten aanzien van inflatoire ontwikkelingen en willen blijven vasthouden aan het nul- en negatieve-rentestelsel ten gunste van gunstige financieringsvoorwaarden (lage of zelfs negatieve rentetarieven voor leningen). De vergadering van de Raad van Bestuur van de ECB in maart heeft althans aanwijzingen opgeleverd dat de omvangrijke obligatieaankopen binnenkort kunnen worden verminderd. In de loop van het derde kwartaal kunnen zij ook volledig worden

stopgezet. Pas dan zou de weg vrij zijn voor verhogingen van de basisrente. Van een overtuigende bestrijding van de inflatierisico's, met het oog op de prijsstijgingen, die laatstelijk in Duitsland aan het begin van de jaren 1990 te zien waren, is wat ons betreft gelet op het monetaire beleid van de ECB, nog steeds geen sprake.

Grondstoffen in het algemeen en energiebronnen zoals **ruwe olie**, aardgas en steenkool in het bijzonder waren de duidelijke 'winnaars' in het eerste kwartaal. De onveranderd grote vraag en de vrees voor bijkomende bevoorradingsproblemen als gevolg van de oorlog in Oekraïne en de selectieve sancties op Russische leveringen hebben tot sterke prijsstijgingen geleid. De vraag naar industriële grondstoffen zoals **koper** en ook **lithium** bleef groot, maar het aanbod was ook veel te krap.

Ontwikkeling van geselecteerde edele metalen, energie en grondstoffen 2021



Bron: Bloomberg

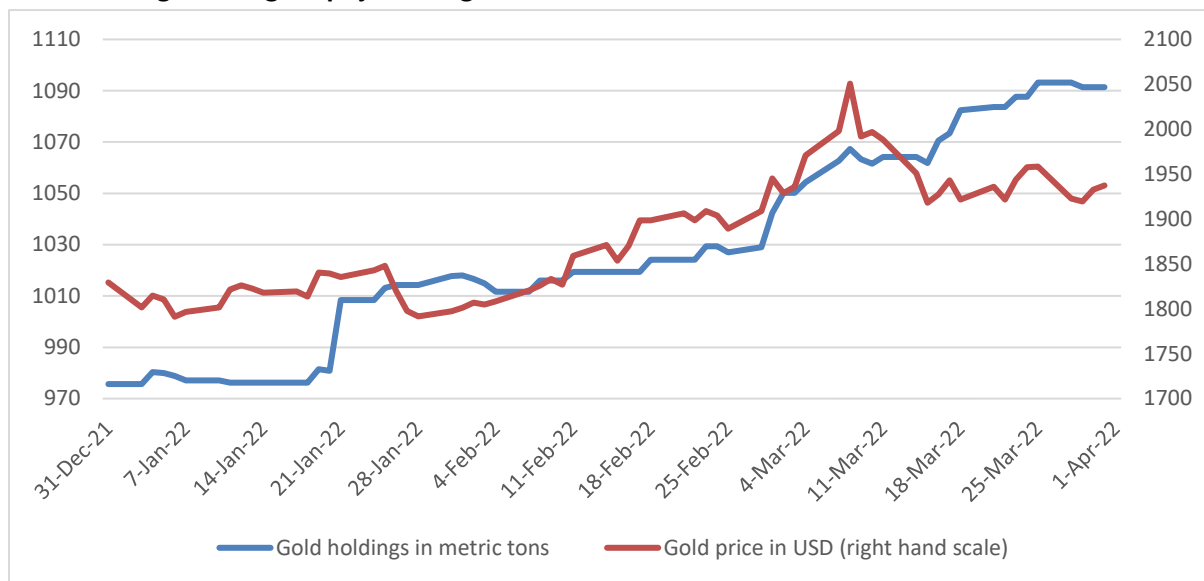
De portfolio's van onze cliënten hebben vooral in het eerste kwartaal goed gepresteerd. Dit, dankzij de aanhoudend hoge weging van de grondstoffensector en de mijnbouw in onze strategie. Wij denken dat deze sector gelet op de aanhoudende en mogelijk verslechterende onevenwichtigheden, in de komende kwartalen een zeer belangrijke component binnen de portfolio zal blijven.

Goud heeft in het eerste kwartaal na de rustige ontwikkeling van vorig jaar de kwaliteit gedemonstreerd dat het de voor onzekere tijden de portfolio-afdekking is.

Zelfs de sterke stijging van de (reële) rentevoeten, die goud als niet-renderende beleggingsvorm eigenlijk minder aantrekkelijk zou moeten maken, kon de aandacht niet afleiden van de snel stijgende inflatiecijfers en de extra onzekerheid als gevolg van de oorlog in Oekraïne. De grote vraag naar goud toont aan dat het nog steeds zeer aantrekkelijk is als 'crisis investment'.

In veel portfolio's hebben wij tengevolge van de koersstijging in maart gebruik gemaakt van de verhoogde wegingen om gedeeltelijk te verkopen op koersen boven USD 2000 en we hebben zo winst gerealiseerd. Goud blijft echter in onze portfolio's een belangrijke plaats innemen omdat wij er nog steeds een groot voordeel in zien als bescherming tegen extreme risico's in edele metalen.

Ontwikkeling van de goudprijs en de goudreserves van de SPDR Gold Trust:



Bron: Bloomberg

Wat ons in de nabije toekomst bezig houdt

Ook hier willen wij een kleine selectie presenteren van ontwikkelingen waaraan wij op dit moment bijzondere aandacht besteden. Wij verwachten dat wij hieraan belangrijke aanwijzingen voor onze investeringsstrategie en de toekomstige vormgeving van de portfolio aan kunnen ontleenen.

- **Zal de Amerikaanse Federal Reserve in staat zijn de door de financiële markten verwachte belangrijkste renteverhogingen ook echt te 'leveren'?**

Tot maart 2023 worden inmiddels tien rentestappen van 0,25 tot 0,50 % verwacht (gemeten naar de futures van de FED-fondsen), waardoor het belangrijkste rentetarief zou stijgen van de huidige 0,5 % tot meer dan 3,0 %. Het door de FED gestelde doel van een zogenaamde 'zachte landing' (het terugdringen van de inflatie zonder de economie in een recessie te doen belanden) zal waarschijnlijk zeer moeilijk te verwezenlijken zijn gezien het nu bereikte inflatieniveau, de talrijke oorzaken die buiten de invloedssfeer van de FED liggen (energieprijzen en toeleveringsketens) en de daaruit voortvloeiende hardnekkig hoge inflatieverwachtingen. We onderkennen het gevaar dat de FED het nog steeds aan de gang zijnde post-coronaherstel nu abrupt zal stoppen met een reeks te snelle opeenvolgende renteverhogingen.

De laatste renteverhogingscyclus van de FED, waarbij het belangrijkste rentetarief steeg van 0,25% tot 2,5%, duurde meer dan drie jaar en werd medio 2019 beëindigd na negen renteverhogingen van elk 0,25%. De opkomende vrees voor een recessie in combinatie met groeicijfers van minder dan 2% had de FED er destijds toe aangezet snel een ommekeer te maken.

De recente omkering van de Amerikaanse rentecurve (hogere rendementen voor korte looptijden dan voor lange looptijden) doet vermoeden dat wij niet de enigen zijn die met dit scenario worden geconfronteerd.

- **De ‘wereld waarin kan worden geïnvesteerd’ wordt kleiner**

Waar kan in de toekomst nog kapitaal worden geïnvesteerd zonder het risico te lopen te worden verrast door extreme en onberekenbare politieke ontwikkelingen? Het handelsconflict tussen de VS en China, dat tijdens het presidentschap van Trump is geëscaleerd, of de sancties tegen Rusland die in 2014 werden ingevoerd lijken, vergeleken met de reacties van het Westers-democratische blok van landen die volgden op de door Rusland geleide oorlog in Oekraïne, betrekkelijk mild. De snelle en vooral unanieme reactie van het Westen is zonder twijfel politiek de juiste. De economische gevolgen zijn voor beide partijen echter zeer verstrekkend. Een beoordeling van extreme politieke risico's, zoals het vertrek van Rusland uit de wereldgemeenschap, heeft bij investeringsbeslissingen de afgelopen twee decennia vrijwel geen rol gespeeld. De herwaardering zal tot gevolg hebben dat landen waarvoor dergelijke risico's kunnen worden aanvaard, niet langer buitenlandse investeringen zullen kunnen aantrekken of dat zij de investeerders zeer hoge risicopremies zullen moeten bieden. Tegelijkertijd zal meer investeringskapitaal worden geconcentreerd in landen die als veilig en betrouwbaar worden beschouwd, hetgeen de rendementsvooruitzichten zal drukken.

- **Opnieuw een bipolaire wereldorde**

Wie zouden de volgende landen kunnen zijn die zich aansluiten bij het autoritair-antiliberaal kamp rond China en Rusland, uit overtuiging of uit opportunistische motieven, en hoe ver zullen zij bereid zijn te gaan in een confrontatie? Van de landen die van belang zijn voor de wereldeconomie, zijn bijvoorbeeld India en Vietnam. Ook mag niet worden vergeten dat China de afgelopen jaren veel kleinere, strategisch belangrijke en vaak grondstofrijke landen aan zich heeft gebonden door middel van directe investeringen en verregaande contractuele overeenkomsten.

Wat u van ons kunt verwachten

Een ‘Cesuur’ betekent dat wij geconfronteerd worden met een drastisch grotere onzekerheid over de toekomstige ontwikkelingen. Helaas betekent dit ook dat wij voorbereid moeten zijn op het feit dat niet elk land of elke sociale orde onze ideeën over economische samenwerking tot wederzijds voordeel, over vrije wereldhandel of over mensenrechten en democratie deelt. Het gevaar van een splitsing van de wereld in democratievriendelijke landen en landen die autocratische of dictatoriale regeringsvormen voorstaan, vereist een zeer grondige heroverweging van de beleggingen in activa.

Het is wenselijk, maar geenszins zeker, dat deze blokken op een gegeven moment de weg zullen terugvinden naar een economische samenwerking op basis van een voor beide partijen voordelige kleinste gemene deler. De belangrijkste basis daarvoor, wederzijds vertrouwen, heeft echter na de oorlog in Oekraïne, het onduidelijke standpunt van China en de escalaties die nog kunnen volgen waarschijnlijk het nulpunt bereikt.

Onze taak om de portfolio's van onze cliënten te beschermen tegen bekende risico's zoals inflatie, waarderingsszeepbellen, technologische en sociale veranderingen, zal in de toekomst dus een ander facet krijgen - het bereiken van een zo groot mogelijke onafhankelijkheid van de negatieve invloeden van potentiële systeemtegenstanders.

BPM – Berlin Portfolio Management GmbH

april 2022