



## Ontwikkelingen Q2 2022

Dat het negatieve sentiment gedurende het tweede kwartaal verder is toegenomen, zal waarschijnlijk niemand verbazen. Naast de aanhoudende angst en onzekerheid, die voortvloeit uit de Russische invasie van Oekraïne en de impact ervan op de energie- en voedselprijzen, is aan het jarenlange accommoderende financiële beleid van veel centrale banken nu echt een eind gekomen. Aangezien centrale banken er van overtuigd lijken te zijn dat het bestrijden van de aanhoudend hoge inflatie belangrijker is dan het stimuleren van de groei, is de kans op een harde landing van de economie toegenomen. Bovendien duurden de problemen in de keten van toeleveranciers voort als gevolg van het zero-covid beleid van China, waardoor onder meer de grootste haven van de wereld lange tijd op slot zat.

Dat het de centrale banken menens is, bleek uit het feit dat de Fed haar beleidsrente halverwege juni met maar liefst 75 basispunten verhoogde, een stap die al meer dan 28 jaar niet meer was voorgekomen. De Europese Centrale Bank verraste niet veel later door de komende maanden meer renteverhogingen in het vooruitzicht te stellen dan verwacht, terwijl de markt er begin april nog vanuit ging dat de beleidsrente eind december 2022 op nul zou staan.

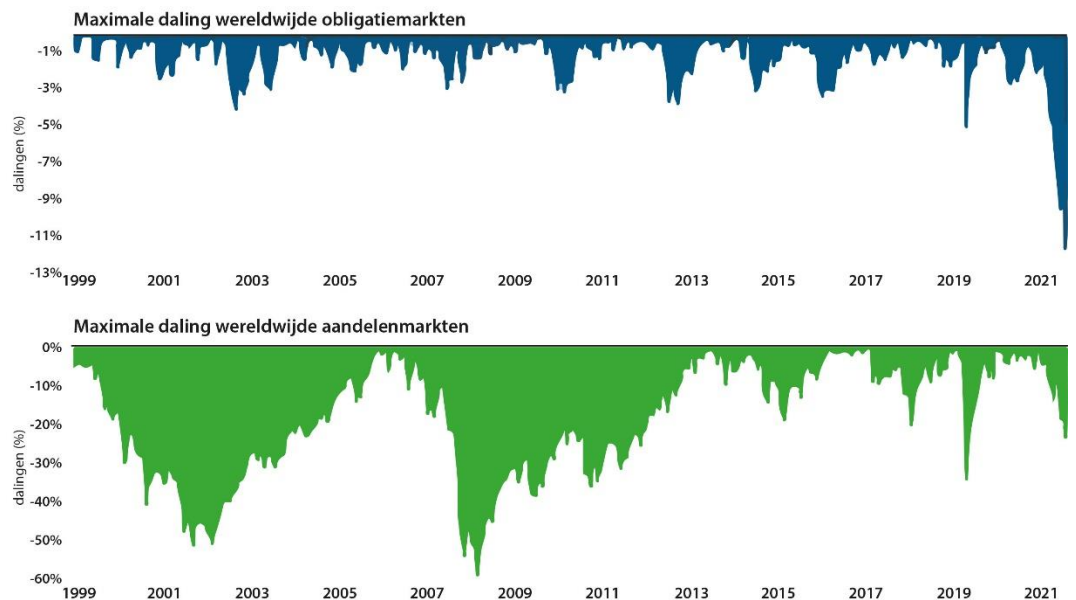
*In de 'perfecte' storm hadden de aangekondigde renteverhogingen van de centrale banken een extra negatief effect op de markten*

*De recente koersdalingen waren meer extreem voor obligaties dan voor aandelen*

*De S&P 500-index beleefde zijn slechtste 1<sup>e</sup> halfjaar sinds 1970*

*Met name tech-aandelen deden het slecht het eerste halfjaar bij de stijgende rente; Netflix -71%, Apple en Alphabet beide -24% en Facebook -52%*

*Het koersverlies in de Emerging Markets en China viel relatief gezien mee*



*De obligatiemarkten worden vertegenwoordigd door de Bloomberg Global Aggregate Index (in USD) en de aandelenmarkt door de MSCI World Index, sinds 31 december 1999.*

Zowel aandelen als obligaties gingen wereldwijd massaal in de verkoop waarbij met name de correctie van de vastrentende waarden opvallend was. Mede doordat de kapitaalmarktrentes en de creditspreads tegelijkertijd hard opliepen, werd voor Amerikaanse obligatiebeleggers de eerste officiële 'bear market' ooit gemeten. Terwijl aandelen wel vaker tussentijds koersdalingen laten zien van meer dan 20%, was dit voor de wereldwijde obligatiemarkt de eerste keer. Door de kracht van de dollar, die de afgelopen drie maanden met bijna 7% in waarde toenam, vielen de verliezen voor Europese obligatiebeleggers nog enigszins mee.

De in euro's gemeten MSCI Wereld Index daalde het tweede kwartaal met ruim 10% waarmee het verlies voor dit jaar 14% bedraagt. Ook de waarde van de MSCI Europe Index nam de afgelopen periode met 10% af waardoor de teller voor het eerste half jaar op -15,5% staat. De prestaties van de opkomende markten waren iets minder slecht. De MSCI Emerging Market Index daalde de afgelopen periode met ruim 6% en beperkt het verlies voor dit jaar daarmee tot 11,5%. De Europese obligatie-index verloor nog eens ruim 7% waarmee het rendement over de eerste zes maanden ruim -12% bedraagt.



*De afgelopen jaren leek er vanwege de extreem lage rente bijna geen ander alternatief dan aandelen*



*Op de lange termijn wordt het totale rendement op obligaties met name bepaald door rente-inkomsten en niet door prijsverschillen*

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles hadden het zwaar gedurende het tweede kwartaal. De zakelijke waarden bewogen min of meer in lijn met de markt, waarbij de goede prestaties van de nog aanwezige alternatives helaas grotendeels teniet werden gedaan door de relatief grote verliezen van een aantal aandelenfondsen. Alhoewel de kapitaalmarktrente aan het eind van het kwartaal weer wat daalde, liepen de creditspreads verder op en bleven de vastrentende waarden in de portefeuilles wat achter bij het marktgemiddelde. Helaas was er sprake van een zeldzame correlatie tussen aandelen en obligaties, waarbij obligaties in deze omgeving niet voor een dempend effect zorgden maar zelfs bijna zo hard daalden als aandelen.

Gedurende het kwartaal heeft in diverse van de door Philipse & Co beheerde portefeuilles een aantal mutaties plaatsgevonden. Zo werd de positie in HAL Trust verkocht en de positie in het AB Sustainable US Thematic Fund verdubbeld om het accent van de portefeuilles wat meer van Europa naar Amerika te verschuiven. Mede doordat de kapitaalmarktrentes en creditspreads in korte tijd zeer sterk waren opgelopen, werd halverwege mei besloten om het Pimco Diversified Income Duration Hedged Fund te ruilen naar de versie waarbij de duration niet is afgedekt. Omdat de waarderingen inmiddels ook weer aantrekkelijker zijn, werd het belang in dit laatste fonds eind juni nog wat vergroot en werd bovendien een positie in Rabobank certificaten genomen.

## Is TINA Turning?

In onze [nieuwsbrief van januari 2020](#) schreven wij "Hoewel heel laat in de groeicyclus, voorzichtigheid geboden zou moeten zijn, stuwt TINA (wat staat voor 'There Is No Alternative') veel koersen op tot grote hoogte. Echt serieuze problemen voor de aandelenmarkt zijn pas te verwachten als de rentes onverwacht stijgen, de inflatie oploopt of de handelsoorlog volledig escaleert of, zoals dat meestal gaat, om redenen die we nu nog niet kennen." De historisch lage rente zorgde er de afgelopen jaren voor dat de meeste obligaties noch een aantrekkelijke noch een veilige belegging waren geworden. Het was dan ook geen verrassing dat zelfs beleggers die hun pensioen naderen in plaats van risico's af te bouwen juist meer risico's namen door de aandelenweging in hun portefeuille op te hogen of andere risico's toevoegden. Beleggers zochten naar andere vormen van rendement en kochten op grote schaal aandelen.

Zoals eerder beschreven, leidde de sterke rentestijging tot de grootste koersdalingen van de meeste obligaties in meer dan 40 jaar. Hierdoor bedraagt het rendement op Nederlandse staatslening met een looptijd van tien jaar inmiddels alweer 1,75%, een niveau dat we een decennium geleden voor het laatst gezien hebben. Het rendement van een vergelijkbare Amerikaanse staatsobligatie bedraagt zelfs al meer dan 3%, vergelijkbaar met het jaar 2008.

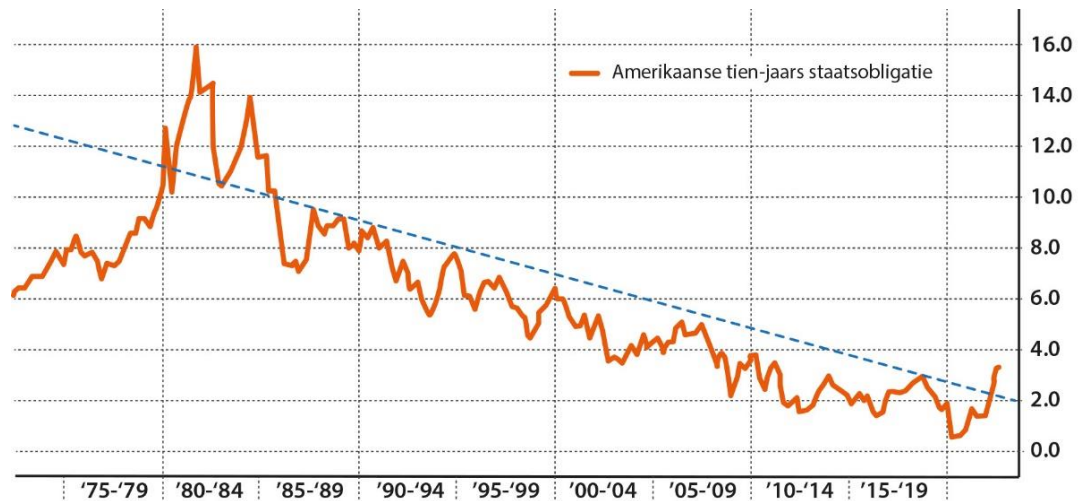
Hierdoor lijkt van de TINA-mantra van de afgelopen jaren geen sprake meer te zijn. Hoewel het rendement op staatsleningen in Europa nog aan de lage kant is, is het rendement op Amerikaanse obligaties een stuk aantrekkelijker geworden, temeer daar de hoge inflatie vermoedelijk zijn hoogste punt wel bijna heeft bereikt en de obligatiemarkten de verder verkrappende maatregelen van de Fed de komende maanden al lijken te hebben ingeprijsd. Naast de rentestijging zijn door de onrust ook de creditspreads (risico-toeslag) toegenomen waardoor met name obligaties in opkomende landen een aantrekkelijk rendement bieden.

Nog maar kort geleden bedroeg het rendement op Amerikaanse- en Europese staatsobligaties respectievelijk 1% en 0%. Toen was er slechts een bescheiden koersdaling nodig om op een negatief totaal rendement uit te komen. Nu de obligatierendementen weer gestegen zijn en nieuw uit te geven obligaties een hogere couponrente zullen dragen, is het dempende effect ook weer toegenomen. Deze hogere couponrente vormt immers een grotere buffer voor eventuele koersdalingen doordat met het couponrendement in ieder geval kleine koersdalingen kunnen worden opgevangen.

*De lange termijn effecten van rentestijgingen op de aandelenmarkt blijkt in de praktijk vaak mee te vallen*

Als inflatie te hoog oploopt of waarderingen op de beurs uit de hand lopen, verhogen centrale banken de rente om de economie af te koelen. Op de aandelenmarkt kunnen hogere rentetarieven beleggers ertoe aanzetten aandelen te verkopen en winst te nemen, vooral in tijden zoals nu, waarin er al een paar jaar goede beursrendementen behaald zijn. Bovendien worden spaarrekeningen en deposito's weer aantrekkelijk(er) als de rente ver genoeg stijgt. Maar met een blik op het verleden, moet de negatieve impact van renteverhogingen op de aandelenmarkten toch niet overdreven worden.

*In het tweede kwartaal heeft de Amerikaans 10-jaarsrente een lange termijn trend van een dalende rente gebroken*



Sinds begin jaren 80 bevond de lange termijn rente in Amerika en in Europa zich in een dalende trend.

Dow Jones Market Watch [analyseerde onlangs](#) de vijf meest recente cycli van renteverhogingen om te zien wat de geschiedenis ons vertelt over het effect op aandelenrendementen in deze periodes. De analyse laat zien dat tijdens deze vijf perioden de belangrijkste aandelenmarktindices slechts tijdens één renteverhogingscyclus daalden. Samengevat liet de S&P 500 index in deze cycli gemiddeld juist een flinke stijging zien. Meest recent waren de drie verhogingen van de Fed in 2017 toen de S&P 500 met meer dan 18% steeg. In tegenstelling tot het bovenstaande lange termijn beeld, laten marktbevingen op korte termijn na eerste renteverhogingen door de Fed een gemengde reeks resultaten zien, maar voor beleggers met een lange horizon hoeft een reeks renteverhogingen helemaal niet slecht te zijn. Wel is het zo dat renteverhogingen een wisselend effect hebben op verschillende sectoren: Zo zullen financiële aandelen het doorgaans goed doen maar hebben stijgende rentes de neiging om groeiaandelen, zoals bijvoorbeeld (beginnende) technologiebedrijven te schaden.

*In het algemeen maken beleggers zich meer zorgen om een crash dan op basis van het verleden gerechtvaardigd is*

Beleggers gaan met hun verwachtingen thans alle kanten op. Met zoals altijd, na forse dalingen, onheilspellende berichten dat het nu nog veel erger zal worden en daar tegenover de optimisten die zeggen dat dit goede instapmomenten zijn. Berichten over de Inflatie die hoog blijft of juist zal afnemen als de recessie doorzet. Slecht macro-economisch nieuws dat positief moet worden uitgelegd omdat de rente dan mogelijk laag blijft of slecht nieuws dat dit keer juist echt negatief is voor de beurs? Een tijd van grote onzekerheid derhalve en waarbij dan ook te verwachten is dat de hoge volatiliteit die we de eerste helft van het jaar ervoeren, in ieder geval zal aanblijven. En dan nog alle geopolitieke onzekerheden in de wereld. Een periode om niet al te veel uitgesproken beslissingen te nemen in de portefeuille en, als die luxe bestaat en als in kwalitatief goede effecten is geïnvesteerd, rustig af te wachten.