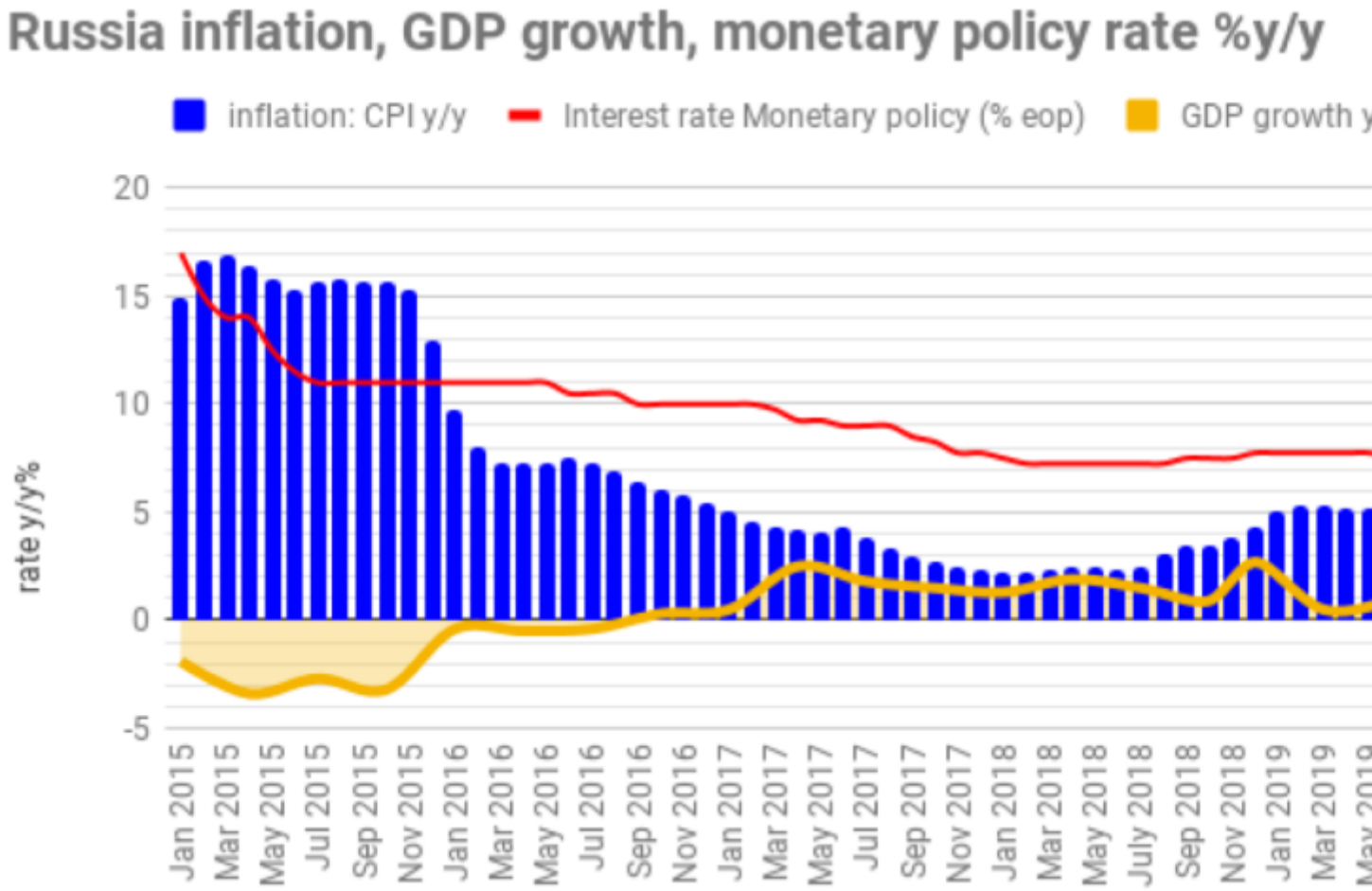
De koude oorlog portefeuille

Beschrijving

Rusland heeft het leveren van gas aan Polen en Bulgarije stopgezet. De landen moeten in roebels betalen voor hun gas en dat kunnen ze niet vanwege de Europese sancties. Ze moeten dan zaken doen met de Russische centrale bank en ze moeten een nieuw contract met Gazprom tekenen, ook dat is verboden. Nu zit de Poolse gasopslag voor 76 procent vol en met het begin van de zomer wordt er weinig gas verbruikt. Ook heeft het land een eigen LNG-terminal en is vanaf oktober een pijpleiding naar Noorwegen open. Voor Bulgarije is het probleem wat groter, maar er is vooralsnog voldoende gas binnen Europa beschikbaar. Het probleem voor de Russen is dat ze niets aan euro hebben, want daar lopen ze het risico dat er meteen beslag op wordt gelegd. Ze moeten de ontvangen euro meteen wisselen in een valuta van een land dat Rusland niet sanctioneert en ze kunnen er altijd nog goud voor kopen. Het resultaat is dat de euro verder daalt en de goudprijs stijgt.

In snel tempo is de wereld opgeknipt in minimaal twee machtsblokken. Aan de ene kant van het nieuwe IJzeren Gordijn de Westerse landen inclusief Japan, AustraliÃ«, Nieuw-Zeeland. Zelfs Zwitserland, Zweden en Finland zijn niet langer neutraal. Wanneer Rusland munten van al deze landen in bezit heeft, kan er beslag op worden gelegd. Tegenover dit machtsblok staat Rusland, China en verschillende landen uit het Midden-Oosten, waaronder Iran. Door roebels te vragen voor energie en de roebel te koppelen aan de goudprijs worden olie en gas nu effectief geprijsd in goud en niet langer in Amerikaanse dollars. De Russen hebben hun reserves in Westerse valuta verloren en de goudprijs moet minimaal verviervoudigen om dat te compenseren. De effectieve invoering van de gouden standaard betekent ook dat er in de betreffende landen eerder sprake zal zijn van deflatie dan van inflatie. Dat is anders in het Westen, waar het geld niet gedekt wordt door goud en waar veel geld is bijgedrukt met hoge inflatie tot gevolg.



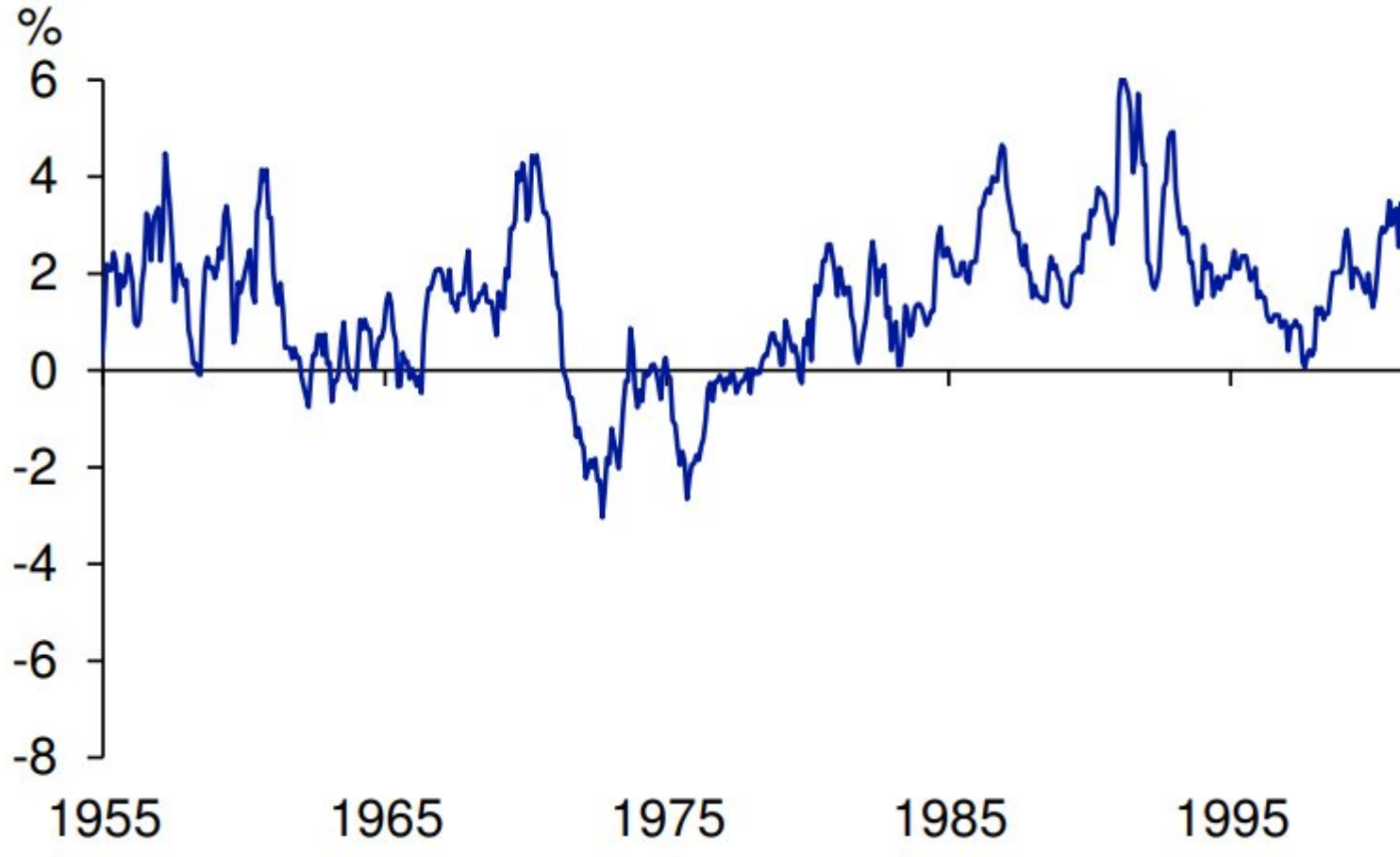
Na de invasie van de Krim in 2014 voerde de Russische centrale bank een expliciete inflatiedoelstelling in. Een land kan immers niet op hetzelfde moment een vaste wisselkoers, en een onafhankelijk monetair beleid hebben zonder kapitaalcontroles. Kapitaalcontroles waren niet aan de orde, dus wat overbleef was de inflatie onder controle houden om de wisselkoers te bewaken. De rente ging omhoog en stond tot juni 2016 op 11 procent. Het resultaat was dat Rusland in 2016 Ã©Ã©n van de weinige landen in de wereld was waarin zowel de rente als de wisselkoers door de markt werden bepaald. Daarbovenop kwam nog een harde regulering van de commerciÃ«le banken en de pensioenfondsen. De Russische centrale bank werd toen alom geprezen voor deze prestaties. De inflatie daalde van 16,9 procent naar de inflatiedoelstelling van 4 procent.

Over the last 10 years, Chinese government

Antifragile assets: 10-15y government bonds, HFR hedge fu

Ook de Peoples Bank of China (PBoC) heeft in de afgelopen jaren getracht de renminbi te koppelen aan de goudprijs. De gedachte was dat daardoor Arabieren en ook de Russen bereid waren om renminbi te accepteren om daarmee de afhankelijkheid van de dollar te verkleinen. Na de Grote FinanciÃ«le Crisis wil China minder afhankelijk zijn van de dollar en het Amerikaanse financiÃ«le systeem. Een wens die na de confiscatie van Russische nationale reserves alleen maar is toegenomen. Bovendien weten de Chinezen als leerlingen van Marx dat inflatie kan zorgen voor onrust en revoluties en op een tweede opstand op het plein van de Hemelse Vrede zit men in Peking niet te wachten. Nu zijn er twee soorten centrale banken in de wereld. De eerste groep heeft meer oog voor de spaarder en de houders van obligaties, de tweede groep zijn meer pro-economie en de aandelenmarkt. Het mag duidelijk zijn dat de PBoC in het eerste kamp zit en de ECB en de Federal Reserve in het tweede kamp.

Figure 1: ECB/Bundesbank Real Interest Rate (using C throughout)

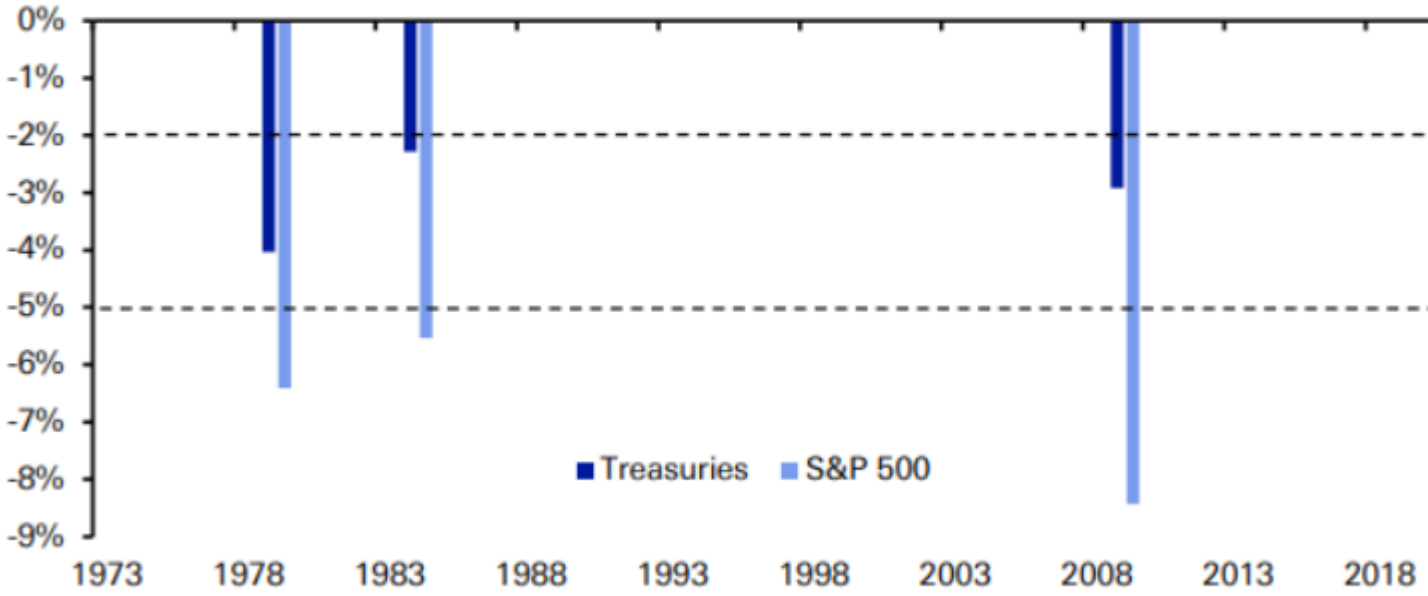


Source : ECB, EC, FSO, Haver Analytics, Deutsche Bank

Door de monetaire gekte in de Westerse wereld heeft het geen enkele zin om te sparen of obligaties aan te houden in die landen. De inflatie is hoog en de rente extreem laag. De Fed mag dan wel

begonnen zijn met het bestrijden van inflatie, maar waarschijnlijk is de Amerikaanse centrale bank al lang blij als de inflatie tussen de 3 en de 4 procent uitkomt. Bovendien moet er nog jarenlang sprake zijn van financiÃ«le repressie (waarbij de rente dus lager ligt dan de structurele groeivoet van de economie) om de schuld als percentage van het BBP te drukken.

Figure 1: This is set to be only the fourth month since 1973 where S&P 500 returns are down more than -5% AND Treasuries more than -2%



Source : Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank. Data with one day left of trading in April 2022

In de afgelopen decennia hebben staatsobligaties in portefeuilles er voor gezorgd dat er buffer was voor het belangrijkste risico in portefeuille, namelijk het aandelenrisico. Staatsobligaties bleven niet alleen stabiel in crisistijden, ze stegen zelfs in waarde. Dit fenomeen zorgde er voor dat institutionele beleggers zelfs een negatief rendement konden accepteren, zo lang die positie maar het totale risico van de portefeuille kon verlagen. Daardoor konden ze elders meer risico nemen. Maar nu de rente begint te stijgen en juist die rentestijging de aandelenmarkt onder druk zet heeft een verdeling van de neutrale portefeuille over aandelen en obligaties weinig zin. Zoâ??n portefeuille wordt nu dubbel geraakt. Beleggers willen nu bescherming tegen stijgende rente en willen andere bronnen van diversificatie. Bovendien is er een groeiende groep landen en centrale banken die wel eens van hun posities in Amerikaanse Treasuries af willen. Op de korte termijn worden ze geconfronteerd met een extreem negatief reÃ«el rendement, op de lange termijn lopen ze het risico dat deze posities worden geconfisqueerd. Er zijn vast betere beleggingen te bedenken. Nog even afgezien van kapitaalcontroles (die er vast zullen komen en zijn voor wat betreft Rusland de facto al zijn ingevoerd) is het verstandig om zo min mogelijk in obligaties te beleggen in landen waar de monetaire gekte is uitgebroken, terwijl in landen waar centrale bankiers zich gedragen als de Bundesbank van weleer de obligatiehouder veilig is. De gevolgen in rendement kunnen enorm zijn. Eind jaren zestig gingen er vier D-marken in een dollar, begin jaren tachtig was dat 1,5 D-mark. Eind jaren zestig stond de Duitse rente hoger dan de Amerikaanse rente, begin jaren tachtig was dat omgekeerd. Ondertussen blijven de ECB en de Fed

zich inzetten voor de aandeelhouders. Er is nog een groep onafhankelijke vooral opkomende landen zoals India, IndonesiÃ«, MaleisiÃ«, Colombia, Thailand en Zuid-Afrika die opeens heel interessant zijn geworden voor beleggers. Geen risico op kapitaalcontroles, maar ook landen zonder de monetaire gekte. Daar zijn opeens aandelen en obligaties interessant, vooral vanwege de valuta. De koude-oorlog portefeuille heeft dus een aandelenportefeuille die profiteert van de negatieve reÃ«le rentes van de ECB en de Fed en voor een obligatieportefeuille met positieve reÃ«le rentes in AziÃ« en opkomende markten.

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief

AurÃ©us streeft er naar om correcte en actuele informatie te verstrekken afkomstig van betrouwbare bronnen, maar kan de juistheid en volledigheid van de informatie in deze publicatie niet garanderen. Aan deze publicatie kunnen derhalve geen rechten worden ontleend. AurÃ©us aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan. Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financieel instrument en moet evenmin worden beschouwd als een persoonlijk beleggingsadvies, aangezien de inhoud van deze publicatie niet is toegesneden op de individuele (financiÃ«le) situatie en doelstellingen van beleggers. PotentiÃ«le beleggers worden er nadrukkelijk op gewezen dat aan beleggen financiÃ«le risicoâ??s zijn verbonden. Zij dienen dan ook goed kennis te nemen van de inhoud van relevante informatie over desbetreffende belegging (prospectus, informatiememorandum, essentiÃ«le beleggersinformatie, essentiÃ«le-informatiedocument etc.) en worden geadviseerd onafhankelijk advies in te winnen om zich een goed oordeel te kunnen vormen over die risicoâ??s en/of deze risicoâ??s passen in/bij hun beleggingsdoelstellingen, financiÃ«le situatie, risicoprofiel en risico acceptatie. De waarde van een belegging kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers bij verkoop of beÃ«indiging van hun belegging minder terugkrijgen dan hun inleg. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.