

*2022 was een moeilijk jaar. De opluchting rond de afname van de covid-pandemie werd overtroefd door angst voor oorlog, de stijgende kost van het levensonderhoud, de brutale stijging van de nominale rentevoeten en het aftellen naar de ontwrichting van het milieu. We betreuren dan ook niet dat we deze bladzijde kunnen omslaan, maar niet zonder er lessen uit te trekken.*

*Ongeacht het risicoprofiel van de portefeuille, de afgelopen twaalf maanden waren voor beleggers bijzonder moeilijk. Hoewel voor vergelijkbare risicoprofielen de beheerresultaten van Orcadia minder negatief zijn dan deze van de overgrote meerderheid van onze collega's, en dit terwijl ze minder volatiel zijn - de gebruikelijke parameter voor het genomen risico -, is er vanzelfsprekend geen reden om te pronken.*

*In 2022 groeide Orcadia AM verder: we zagen de grootste collecte van nieuw kapitaal in ons jonge bestaan en ook ons team groeide verder. Daarnaast werd de eerste beurs voor postdoctoraal wetenschappelijk onderzoek, gefinancierd door het Orcadia Philanthropic Fund, toegekend.*

*Dit succes, zonder publiciteit te voeren, valt zeker te verklaren door onze beheerresultaten maar we zijn het evenzeer verschuldigd aan u, onze klanten en vrienden, die onze beste ambassadeurs zijn. We betuigen speciale dank aan degenen onder u die over Orcadia AM in uw respectievelijke kringen spraken.*

*Wij danken u voor uw vertrouwen en wensen u en uw dierbaren een gelukkig en sereen 2023!*

*Het team van Orcadia A.M.*

## **MACROECONOMISCHE CONTEXT: De hoge rentevoeten doden de totalen**

2022, "annus horribilis"? Er zijn redenen genoeg om het als dusdanig te kwalificeren. In onze Spotlight van twaalf maanden geleden schreven we: "De pandemie is nog steeds aanwezig, de politieke besluitvorming sloeg een mal figuur, de sociale cohesie staat onder druk, supermachten laten hun spierballen rollen en het antwoord op de klimaatuitdaging staat nog in haar kinderschoenen" en tegelijkertijd "Voor 2022 is en blijft ons scenario positief". We gaven aan dat: "Voor ons blijft de belangrijkste bedreiging op beheersvlak een forse stijging van de reële rente (...). Dit zou een grimmig scenario zijn voor de financiële markten, zowel voor aandelen als voor obligaties en voor vastgoed, maar de kans erop blijft op vandaag erg klein »

Echter, door de Russische invasie van Oekraïne, destijds beschouwd als irrationeel en daarom onwaarschijnlijk, werd dit grimmig scenario voor de markten realiteit: - 13.8% voor de werelandaandelenindex in euro (MSCI World All Countries index), -18.3% voor de staatsobligatie-index van de eurozone (Bloomberg EU Govt All Bonds Total Return-index) en -37.1% voor beursgenoteerd vastgoed uit de eurozone (FTSE EPRA Eurozone-index). Een portefeuille die voor elk de helft bestaat uit de eerste twee indices verloor vorig jaar dus 16.1%, voor beheerskosten en belastingen.

### Welke verrassingen?

Niet zozeer de conjunctuur verbaasde. Toegegeven, de vooruitzichten voor 2023 dienden neerwaarts te worden bijgesteld, maar de economische groei in de eurozone was in 2022 niet alleen hoog, rond de 3% in reële termen, maar bevond zich ook dichtbij hetgeen twaalf maanden geleden werd verwacht. De winsten van beursgenoteerde bedrijven vielen evenmin fors tegen. Ook hier is voorzichtigheid – maar geen angst – geboden voor 2023, maar in 2022 was de winst duidelijk op het appel! Op zich is de toename van de inflatie

evenmin een echte verrassing. Dit blijkt uit het gebruik van inflatiegelinkte obligaties binnen het beheer.

Wat waren de slechte verrassingen dan? Ten eerste is er de veel groter dan verwachte stijging van de inflatie. De verklaring hiervoor zijn de sancties en tegensancties rond de Russische invasie, in een context gekenmerkt door vertraagde covid-effecten, door fiscale steunmaatregelen, door een arbeidsmarkt onder stoom en door een verergerde "marktmacht" van grote bedrijven. Daarnaast werd de monetaire vijs door de centrale banken, zowel in Europa als de VS, veel strakker aangedraaid, met een duidelijke invloed op zowel de lange als de korte rente. Vanzelfsprekend is er een verband tussen beide verschijnselen. Het was de angst dat een dubbelcijferige inflatie het vertrouwen in de centrale banken zou vernietigen. Vertrouwen dat nog altijd aanwezig is hoewel ze zich schromelijk hebben vergist. Deze angst zorgde er dus voor dat de centrale banken het monetair beleid gigantisch verkrapten; in die mate dat het de renteverhoging van 1994, een jaar bij beleggers gekend voor zijn obligatiecrash, overtroefde. En dit terwijl, zoals ze zelf aangaven, dat inflatie, ten gevolge van een aanbodschock, bestrijden met renteverhogingen weinig efficiënt is! En dit terwijl de inflatieverwachtingen op middellange termijn volledig onder controle blijven.

### Centrale banken die echt centraal staan

Syllabussen over overheidsfinanciën leren ons dat te hoge belastingtarieven contraproductief zijn voor de totale inkomsten omdat ze leiden tot een afname van de belastbare basis. Hierbij vallen vaak de woorden van Jules Dupuit, daterend uit 1844 – angst voor de fiscaliteit is niets nieuws – die stelt dat "hoge tarieven doden de totalen". Wat geldt voor belastingtarieven, geldt evenzeer voor rentevoeten: hogere

rentevoeten doen de totale waarde van het patrimonium dalen, ongeacht of het bestaat uit aandelen, obligaties of vastgoed! Centrale banken hebben hun naam niet gestolen op de financiële markten als centrale variabele door de rentevoeten die zij bepalen!

#### 2023, tussen risico en waardering

Voor 2023 zijn de economische vooruitzichten merkbaar naar beneden bijgesteld, maar zonder echter het groeipotentieel op middellange termijn te ondermijnen. Hetzelfde geldt voor de bedrijfswinsten. Hierbij is er een paradox: de aandelenkoersen zijn, via de gestegen rente, sterk gedaald door de hogere inflatie, terwijl de winsten geïndexeerd zijn en inflatie, zolang ze gematigd blijft, op lange termijn niet schadelijk is voor de

bedrijvigheid. Hierdoor zijn de waarderingen van aandelen aantrekkelijker geworden, terwijl de normalisatie van de rentevoeten pijnlijk maar heilzaam is.

Tegelijkertijd werden beleggers zich beter bewust van de risico's. Denken we maar aan geopolitieke escalatie, inflatie, kosten voor de aantasting van het milieu, verslechterende overheidsfinanciën, de omvang van de private schuld en haar houdbaarheid, protectionisme en populisme. Hiermee dient rekening te worden gehouden in de "schoonheidswedstrijd" die de financiële markten zijn. 2023 begint in ieder geval niet met al te hoge verwachtingen!

Etienne de Callatay – [etienne.decaltay@orcadia.eu](mailto:etienne.decaltay@orcadia.eu)

Contacteer ons:

**ORCADIA Asset Management** – Ecoparc Windhof  
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxemburg  
Tel.: +352 27 40 17 20 – [info@orcadia.eu](mailto:info@orcadia.eu)

Verantwoordelijke uitgever: Geert De Bruyne – [geert.debruyne@orcadia.eu](mailto:geert.debruyne@orcadia.eu)

Hoewel de in dit document verstrekte informatie is opgesteld op basis van bronnen die als betrouwbaar beschouwd kunnen worden, is het onmogelijk om de nauwkeurigheid of de volledigheid ervan te garanderen. De geuite meningen kunnen zonder voorafgaande kennisgeving aan wijzigingen onderhevig zijn. Dit document kan niet worden beschouwd als een beleggings-, juridisch of fiscaal advies. Daarom raden wij de lezer sterk aan om, alvorens een beleggingsbeslissing op basis van informatie in dit document te nemen, contact op te nemen met hun adviseurs. Een in het verleden gerealiseerde prestatie is geen garantie voor een toekomstige prestatie. De waarde van effecten is aan veranderingen onderhevig en kan derhalve niet worden gegarandeerd. Geen enkele reproductie van dit document is toegestaan, noch geheel, noch gedeeltelijk zonder de expliciete en voorafgaandelijke toestemming van Orcadia Asset Management.