

De tweede maat van de wals



JANUARI 2023

Marketing communicatie





Geoffroy Goenen
Head of Fundamental
European Equity



De tweede maat van de wals

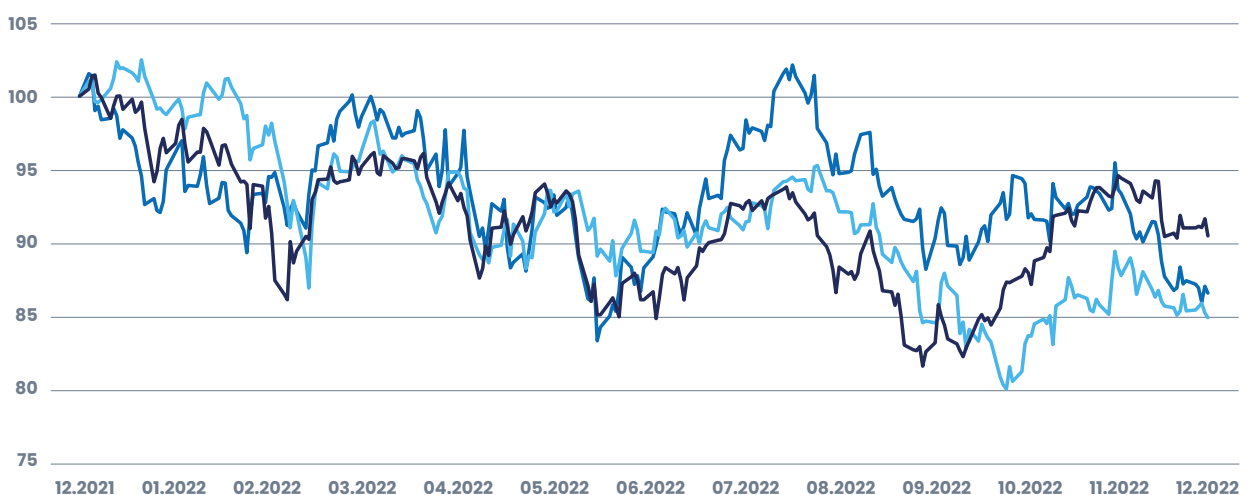
Ondanks een vrij aanzienlijke opleving vanaf oktober hebben de Europese aandelenmarkten, gehavend door grote outflows sinds het begin van de crisis in Oekraïne, voor het jaar 2022 een correctie (-9,5%) opgetekend. Hoewel Europese aandelen het jaar relatief beter afsloten dan de VS (-13,4%) en de opkomende markten (-15,1%)¹, bleef het jaar een bron van heel wat ongerustheid voor beleggers die nu vooruitkijken naar 2023.

Aan het begin van het jaar is het marktsentiment niettemin optimistischer dan aan het begin van de herfst van 2022. Hoewel het scenario blijft wijzen op een economische vertraging, lijken beleggers al een rooskleurigere horizon te zien.

Afbeelding 1:

2022 prestaties van de indices MSCI Europe, S&P 500 en MSCI Emerging Markets, nettorendement, basis 100, in EUR.

■ MSCI Europe ■ S&P 500 ■ MSCI Emerging Markets



In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst en zijn niet constant in de tijd.

Bron: Bloomberg per 30/12/2022

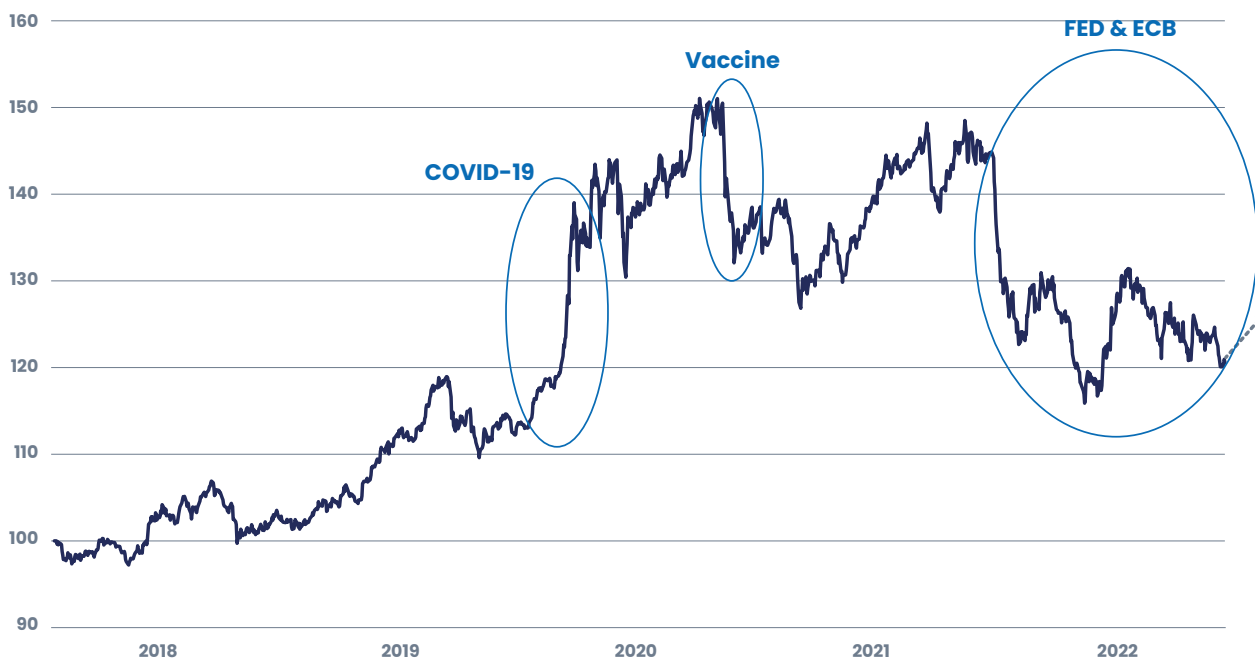
¹ - Nettorendement van de index, in EUR, per 30/12/2022, bron Bloomberg. Europese aandelen: MSCI Europe, Amerikaanse aandelen: S&P 500, groeielandenaandelen: MSCI Emerging Markets. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst en kunnen evolueren.

Evaluatie van de 1^e maat van de wals: centrale banken in de schijnwerpers

Als vervolg op [ons artikel van juli 2022](#), waarin wij de overtuiging uitspraken dat Europese aandelen in een driekwartsmaat zouden bewegen, kunnen wij nu de balans opmaken van deze eerste periode: "Dit is het moment voor *value*." Ter herinnering: in deze eerste fase verwachtten wij dat de rente van de centrale banken zou stijgen en dat de lange rente zich zou normaliseren in overeenstemming met de inflatieverwachtingen op lange termijn. Deze "rerating" van de langetermijnrente heeft een negatief effect gehad op de waarderingen van ondernemingen, in de eerste plaats die welke bekend staan als Kwaliteit/Groei, als gevolg van de daling van de discontering van toekomstige vrije kasstromen². Valuebedrijven hebben dus superieur gepresteerd.

Afbeelding 2:

Relatieve prestatie MSCI Europe GROWTH net return / MSCI Europe VALUE
Net return, basis 100, over 5 jaar.



* indicatief traject verwacht door Candriam.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst en zijn niet constant in de tijd.

Bron: Bloomberg per 02/01/2023

2 - De vrije kasstroom is het vermogen van een onderneming om middelen te genereren die toekomstig zijn.

- Groeiaandelen, die doorgaans worden gedefinieerd aan de hand van een hogere winstgroei, noteren doorgaans tegen een hogere waardering. De index MSCI® Europe Growth, die 50% vertegenwoordigt van de beurskapitalisatie van de MSCI® Europe, wordt gekenmerkt door een factoranalyse van de groei op lange en korte termijn van de winst per aandeel (WPA), de huidige groei en de historische langetermijngroei van de WPA en de omzet.
- Valueaandelen, gekenmerkt door een lagere prijs in verhouding tot de winst of de activa, worden voor de MSCI® Europe Value Index gedefinieerd aan de hand van een factormodel van boekwaarde tot prijs, toekomstige K/W^* en dividendrendement.

* K/W : Koers-winstverhouding die overeenkomt met de verhouding tussen de beurswaarde van een onderneming en haar winst.

Inflatie: vertraging in zicht ?

Wij denken dat de piek van de inflatie grotendeels achter ons ligt, althans in de VS, waar ze al begint te dalen. Europa lijkt al hetzelfde traject te volgen. Het komende jaar zou deze daling van de inflatie aan beide kanten van de Atlantische Oceaan dan ook moeten versnellen. Het zou onverstandig zijn, althans in de VS en in sommige segmenten, om een risico van deflatie tegen 2024 volledig uit te sluiten.

Centrale banken: het einde van de stijging?

Nu ons basisscenario van een aanzienlijke verhoging van de centrale-bankrente is uitgekomen, verwachten wij dat de basisrente in het eerste kwartaal zal pieken en waarschijnlijk tot het eind van het jaar op dat niveau zal blijven. We zien ook dat hun verschillende initiatieven, vooral balansafbouw maar ook renteverhogingen, de economische vertraging inderdaad hebben aangewakkerd. In de VS zien we al een aanzienlijke verslechtering van de economische cyclus, met enerzijds een sterke daling van het woningbezit, aangewakkerd door de aanzienlijke stijging van de hypotheekkosten, en anderzijds een aanzienlijke impact op het midden- en kleinbedrijf, dat, gefinancierd op zeer korte termijn, gedwongen zal zijn personeel te ontslaan onder druk van te hoge renteniveaus. Aangezien deze kleine ondernemingen hoofdzakelijk met schulden worden gefinancierd en meer financiering nodig hebben dan grotere ondernemingen, zullen zij immers in hun kosten en dus in hun personeel moeten snijden. We zouden dan de komende kwartalen een versnelling van de werkloosheid in de VS moeten zien. Dit kan leiden tot een diepere en langduriger recessie dan verwacht. Het is onvermijdelijk dat Europa later de gevolgen zal ondervinden van deze grote vertraging van de Amerikaanse economie.

Tijd voor de 2^e maat: focus op kwaliteit die defensief is

Gezien de niet-neutrale impact van deze 1^{er} maat van de wals op de VS, maar ook op de Europese economie, zullen wij - naast de huidige problemen op de marges - rekening houden met serieuze omzetriscico's. Sommige bedrijven zullen natuurlijk minder winst boeken andere zullen weerstand bieden, en de grote winnaars zullen zij zijn die erin slagen te profiteren van de versnellende niches.

In deze 2^e fase lijkt een focus op kwaliteitsbedrijven (solide balans en winstgevendheid, sterke waardecreatie met vrije kasstroomgeneratie², stabiele inkomsten) een interessante strategie om winstontgoochelingen door de economische vertraging te vermijden. Wij geven de voorkeur aan defensieve aandelen, of ze nu een internationale of binnenlandse activiteit hebben.

Wat de sectoren betreft, zouden basisconsumptie en gezondheidszorg volgens ons aan deze specificatie moeten voldoen. Toch blijft een zorgvuldige aandelenselectie essentieel om de aandelen te identificeren die de markt positief kunnen verrassen.

Bovendien zouden zeer innovatieve bedrijven in staat moeten zijn aan deze behoefte aan zichtbaarheid en structurele groei te voldoen door de kloof met hun concurrenten te vergroten. Een grote veel van

deze bedrijven bevinden zich in niches, met name in de transitie sectoren energie, nieuwe gezondheidstechnologieën, digitalisering of zelfs de automatisering van de economie - sectoren die onze voorkeur genieten in onze strategie die investeert in innovatieve waarden.

Deze 2^e maat van de wals zou ook gepaard moeten gaan met een versoepeling van de lange rente in de Verenigde Staten, in overeenstemming met de vertraging van de economie. Verwacht wordt immers dat de langetermijninflatieverwachtingen in de komende 12 tot 18 maanden zullen dalen - en Europa zal dit voorbeeld waarschijnlijk volgen.

Een ander element dat in de gaten moet worden gehouden, is de geleidelijke heropening van China, die gevolgen kan hebben voor de prijs van grondstoffen, met name LNG (vloeibaar aardgas), en dus voor de Europese financiën. Dit zou op zeer korte termijn bepaalde cyclische consumptie- en industriële waarden met een grote blootstelling aan China kunnen ondersteunen. Dit neemt echter niet de problemen weg van de vastgoedcrisis en de grote schulden, waarmee China de komende jaren zal blijven kampen en die een duidelijke impact zullen hebben op zijn groeipotentieel.

Geduld voor de 3^e maat : de fameuze "pivot" van de Fed

Om te proberen te bepalen wanneer het moment aanbreekt voor de 3^e maat van de wals, het groene licht voor met name cyclische en small caps, maar ook voor de markten in het algemeen, moeten we ons eerst afvragen hoe het zit met de fameuze "pivot" van de Amerikaanse Federal Reserve.

Ter herinnering, en zoals wij in ons bovengenoemde artikel schreven, hebben wij in het verleden geconstateerd dat marktontwikkelingen, en met name cyclische aandelenkoersen, 6 tot 12 maanden vooruitlopen op de nieuwe fase van een economische cyclus. Net zoals het beleid van de Fed leidde tot de economische vertraging en marktdaling, zal het ook de aanleiding zijn voor de volgende economische opleving.

Flexibiliteit in liquiditeitsinjectie en de verandering van toon van de Fed – de pivot, d.w.z. het keerpunt vanaf wanneer de Fed zal stoppen met het verhogen van de rente, zal het groene licht geven voor een nieuwe cyclus, de 3^e maat van de wals. Deze ingrijpende verandering van het pad zal, zoals de Fed al heeft aangegeven, afhangen van twee belangrijke voorwaarden: enerzijds een aanzienlijke daling van de kerninflatie³ in de richting van 3 of zelfs 2%, en anderzijds de flexibiliteit van de arbeidsmarkt en dus een arbeidsreserve die veel groter zal moeten zijn. Dit zal onvermijdelijk leiden tot een aanzienlijke stijging van de Amerikaanse werkloosheidsgraad van +1% of zelfs +2%.

Aangezien aan al deze factoren moet worden voldaan, verwachten wij geen "pivot" van de Fed vóór het 2^e deel van 2023, of zelfs het einde van het jaar. Intussen zal de eerste grote uitdaging voor dit jaar erin bestaan enkele ongunstige bewegingen op korte termijn te blijven aanvaarden, aangezien de volatiliteit, gevoed door ongerustheid van beleggers, waarschijnlijk hoog zal blijven. De tweede is het vinden van de keerpunten waarmee wij ons op lange termijn op aantrekkelijke niveaus kunnen positioneren.

3 – De kerninflatie is de verandering in de kosten van goederen en diensten, exclusief voedingsprijzen en energie.

Risico's.

Het belegde kapitaal en het rendement zijn niet gegarandeerd en er bestaat een risico van verlies van kapitaal. De belangrijkste risico's van de strategie zijn :

- **Risico van kapitaalverlies**
- **ESG-beleggingsrisico**
- **Aandelenrisico**
- **Valutarisico**
- **Liquiditeitsrisico**
- **Risico van concentratie**
- **Risico van afgeleide financiële instrumenten**
- **Tegenpartijrisico**
- **Risico in verband met externe factoren**



143 miljard €

activa in beheer
op 30 juni 2022



600

experten
tot uw dienst



25 jaar

Koploper in
duurzaam beleggen

Deze publicitaire mededeling wordt louter ter informatie verstrekt. Ze vormt geen aanbod tot aan- of verkoop van financiële instrumenten en houdt geen beleggingsadvies in. Ze bevestigt ook geen enkele vorm van transactie, tenzij dit uitdrukkelijk werd overeengekomen. Hoewel Candriam de gebruikte gegevens en bronnen met veel zorg selecteert, kunnen fouten of weglatingen niet a priori worden uitgesloten. Candriam kan niet aansprakelijk worden gesteld voor enig direct of indirect verlies als gevolg van het gebruik van dit document. De intellectuele eigendomsrechten van Candriam dienen te allen tijde nageleefd; de inhoud van deze publicitaire mededeling mag niet worden gereproduceerd zonder voorafgaande schriftelijke goedkeuring.

Waarschuwing: In het verleden behaalde resultaten van een bepaald financieel instrument, een financiële index of een beleggingsdienst of -strategie, of simulaties van in het verleden behaalde resultaten of voorspellingen van toekomstige resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Brutoresultaten kunnen beïnvloed worden door provisies, kosten en andere lasten. Resultaten die in een andere valuta luiden dan die van de lidstaat waarin de belegger woonachtig is, kunnen onderhevig zijn aan valutashommelingen waardoor het rendement hoger of lager kan uitvallen. Indien in deze publicitaire mededeling wordt verwezen naar een bepaalde fiscale behandeling, hangt dergelijke informatie af van de individuele omstandigheden van elke belegger en kan zij aan wijzigingen onderhevig zijn.

Candriam raadt beleggers aan om op zijn website www.candriam.com het document "Essentiële Beleggersinformatie", de prospectus en alle overige relevante informatie te raadplegen alvorens te beleggen in een van zijn fondsen, met inbegrip van de netto inventariswaarde. Inzake de rechten van investeerders en klachtenprocedures, verwijzen we naar de relevante webpagina's op <https://www.candriam.nl/nl/professional/legal-and-disclaimer-candriam/reglementaire-informatie/>. Deze informatie is beschikbaar in het Engels of in een plaatselijke taal van elk land waar het fonds verhandeld mag worden. Candriam kan tevens beslissen de regelingen voor de verhandeling van een bepaald fonds te allen tijde stop te zetten volgens de geldende wet- en regelgeving.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.
WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY