



Luxemburg, 10 september 2021

Globale aandelenmarkten blijven sterk presteren, maar achter die algemene positieve trend gaan een aantal grote verschillen tussen onderliggende sectoren en factoren schuil. Na de rally van de voorbije 15 maanden, zien we vandaag steeds meer financiële berichten opduiken dat een serieuze correctie nakend zou zijn. Onvoorziene elementen kunnen natuurlijk opduiken en winstnemingen zijn altijd mogelijk, maar wij verwachten ons op basis van de info van vandaag alvast niet aan een volgende crash.

De voorbije maanden bleef de aandelenmarkt de wind stevig in de zeilen houden. Binnen het kader van die algemene stijging tekenden zich wel een aantal opmerkelijke trendrotaties en onderliggende verschillen af. Splitsen we de markt op naar sectoren, dan merken we bijvoorbeeld dat technologie aandelen het relatief minder goed deden in het eerste kwartaal van 2021, terwijl die in Q2 en Q3 dan weer heel sterk presteerden. Bij de energie-aandelen en financiële waarden was net de omgekeerde trend merkbaar: zij blonken uit in het eerste kwartaal, maar verloren stevig terrein in Q2 en Q3.

MSCI Wereld Sector	Q1	Q2	Q3*
Infrastructuur	7.6%	-0.4%	3.6%
Vastgoed	10.4%	9.0%	7.3%
Gezondheidszorg	4.9%	8.0%	8.0%
Financials	17.9%	5.5%	3.8%
Technologie	5.6%	10.3%	8.5%
Energie	26.8%	7.5%	-6.3%
Industrials	12.2%	3.0%	4.3%

(*) data op basis van Bloomberg, 31/12/2020 – 06/09/2021

Splitsen we de markt op naar zogenaamde factoren – bijvoorbeeld grote versus kleine bedrijven of *growth* versus *value* – dan vallen ook daar opnieuw enkele grote verschillen op. Terwijl de groeibedrijven relatief zwak presteerden in het eerste kwartaal, deden zij het in Q2 en Q3 weer veel beter. Omgekeerd zagen we bij de *value*-bedrijven een zeer sterk eerste kwartaal en een stevige relatieve terugval in Q2 en Q3.

MSCI Wereld Factor	Q1	Q2	Q3*
Growth	4.4%	9.7%	7.5%
Value	14.1%	3.6%	2.8%
Kwaliteit	7.1%	9.5%	7.6%
Momentum	4.6%	5.7%	5.9%
Size Tilt	10.1%	5.4%	4.5%

(*) data op basis van Bloomberg, 31/12/2020 – 06/09/2021

Regionaal zijn de trends wel duidelijk en consistent dit jaar. Europa deed het over het algemeen niet slecht, maar toch zien we dat de Amerikaanse S&P 500 elke kwartaal nog een stuk beter presteerde dan de MSCI Europa Index. China hinkt al het gehele jaar achterop, zeker in het derde kwartaal.

Benchmark Index	Q1	Q2	Q3
MSCI Wereld	9.2%	6.8%	5.3%
MSCI Europa	8.4%	6.5%	4.9%
MSCI China	3.7%	1.2%	-12.0%
S&P 500	10.5%	7.3%	5.5%

(*) data op basis van Bloomberg, 31/12/2020 – 06/09/2021

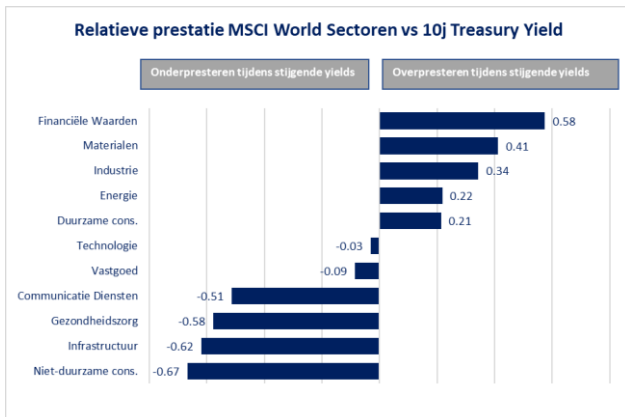
Moraal van dit verhaal? 2021 ontloopt zich tot een moeilijk in te schatten beursjaar, waarin de algemene rode draad van een fors stijgende markt tegelijk ook heel wat kleinere, onderliggende trends verbergt. Neutraliteit in portefeuilles en niet al te specifieke keuzes op het vlak van sectoren en factoren werpen tot nu toe dit jaar hun vruchten af. Het is ook geen toeval dat heel wat actieve globale fondsenbeheerders in 2021 tot nu toe onder de markt presteerden: de markt steeg wel, maar die stijging was nooit gelijkmatig en het maken van uitgesproken keuzes werd niet beloond.

Wie aan trendmatig beleggen deed de voorbije maanden, moet het gevoel gehad hebben om steeds de feiten achterna te lopen. Telkens wanneer er een trend opdook en één of andere sector het een paar maanden op rij goed deed, waren de prestaties in de opeenvolgende maanden ondermaats. Dat is ook te zien aan de slechte prestaties voor de momentum factor dit jaar (de “trend” factor). Op de lange termijn wijzen academische studies nochtans aan dat trendmatig beleggen net wel goed werkt en dat de momentum factor de sterkste factor is op verschillende financiële markten, niet enkel op de beurs. 2021 is in die zin een atypisch tegenvoorbeeld. Het is van 2003 en 2009 geleden dat de momentum factor nog eens zo ver achterliep op de algemene markt.

Hoewel de waarderingen in Europa al tien jaar aantrekkelijker zijn dan in de VS – de Amerikaanse bedrijven al jarenlang systematisch beter presteren dan de Europese. Ook de afgelopen maanden zagen we deze trend opnieuw bevestigd: enkel in mei deed de MSCI Europe het per uitzondering eens beter dan de S&P500.

Rente versus aandelen: een duidelijke link

Een belangrijke kanttekening hierbij is ook dat de rentevoluntie mee de voorkeuren van de aandelenmarkten bepaalt. Zo voeren vooral financiële aandelen wel bij de stijgende rente in het eerste kwartaal. Toen de rente vanaf april opnieuw naar beneden ging, profiteerden vooral de groeibedrijven binnen onder andere de technologiesector.



(*) data op basis van Bloomberg, Correlaties tussen 6 maandelijkse lange termijn rentever verschillen (10y Treasury yield) en de meerprestatie in rendement van de verschillende MSCI aandelensectoren ten opzichte van de MSCI Wereld Index. Data van 29/12/2000 tot en met 30/06/2021.

Er lijkt in de afgelopen decennia een vrij duidelijk positief verband te zijn tussen een stijgende lange termijn rente en de prestaties van financiële waarden, energiebedrijven en producenten van materialen ten opzichte van de algemene markt. Omgekeerd doen bijvoorbeeld aandelen in de gezondheidssector en de niet-duurzame consumptie het historisch gezien net slechter dan de algemene markt wanneer de rente daalt. Er zijn uiteraard nog redenen op te noemen waarom bepaalde sectoren het beter of slechter doen dan de algemene beurs, maar in 2021 werden de relatieve verschillen toch vrij goed verklaard door deze verschillende rentegevoeligheid in tijden van stijgende rente (eerste kwartaal) of dalende rente (tweede kwartaal).

China op een keerpunt?

De voorbije maanden stond China terug in het middelpunt van de belangstelling omwille van een aantal nieuwe aankondigingen en initiatieven van president Xi Jinping. Zo raakte in het voorjaar al bekend dat webwinkel Alibaba een recordboete van ruim 2,3 miljard euro opgelegd kreeg omwille van vermeende monopoliepraktijken. Recenter volgden de aankondigingen dat China het toezicht op een aantal grote technologiebedrijven zou verhogen en dat de overheid de machtige bijles-industrie wilde deprivatiseren. Moeten we nu concluderen dat de maskers in China stilaan afvallen en dat de machtshebbers opnieuw meer de communistische en regulerende toer willen opgaan, of is er hier hooguit sprake van wat meer overheidsinmenging om de grootste uitwassen van de vrije markt te beteugelen?

De meningen hierover verschillen sterk. Waar de ene macro-econoom beleggers waarschuwt dat China nu zijn ware communistische gelaat laat zien, stelt de andere dat de verschillende regelgevende initiatieven er vooral op gericht zijn om te vermijden dat er op termijn excessen zoals gigantische monopolies en een te grootte sociale ongelijkheid zouden ontstaan. Ook wij zijn meer geneigd deze laatste visie

te volgen. China is op weg om de nieuwe economische wereldmacht te worden, beseft dat een vrijmarkteconomie met vrije kapitaalstromen hiervoor het beste recept zijn, maar lijkt er tegelijk op gebrand om een aantal fouten die de VS maakte niet te herhalen. Na de correcties in het eerste en derde kwartaal staan Chinese aandelen op heel interessante waarderingen, zeker vergeleken bij de VS en zelfs vergeleken bij Europa. Wij zien een goede kans dat China binnenkort een keerpunt bereikt wanneer de ergste vrees ongegrond blijkt.

De hamvraag van het moment: Komt er een beurscorrectie aan?

Na de forse beursstijging sinds april 2020, groeit bij nogal wat beleggers de hoogtevrees en de ongerustheid. Zelfs de Europese beurswaakhond ESMA waarschuwde onlangs dat er mogelijks een stevige beurscorrectie zit aan te komen. Ondanks de stijgende koersen, zien wij op vandaag geen bijzondere redenen waarom een correctie nakend zou zijn, al is een periode van 15 maanden stijging zonder tussentijdse correctie wel eerder uitzonderlijk. Uiteraard vallen correcties onmogelijk te voorspellen en zijn ook winstnemen bij beleggers zeker niet uit te sluiten, maar de afgelopen jaren zagen we dan telkens ook opnieuw een snel herstel. Fundamenteel moeten we ons vooral de vraag stellen of de beurs effectief te ver doorgestegen is. De afgelopen maanden hebben we de koersen inderdaad stevig de hoogte in zien gaan, maar tegelijk zijn ook de winsten meegestegen. De koerswinstverhoudingen zijn al bij al behoorlijk stabiel gebleven dit jaar, zowel in de VS als in Europa.

Daarnaast stellen we vast dat de lange termijn rente in de VS nog altijd zeer laag ligt en dat aandelen daarom relatief goedkoop blijven ten opzichte van obligaties. Terwijl het verwachte reële rendement op aandelen in de VS vandaag rond de vijf procent schommelt (berekend op basis van een koers vs. verwachte winst van 20), brengen Amerikaanse overheidsobligaties op 10 jaar voor beleggers slechts 1.3 procent nominaal op. Na inflatie van om en bij de 2 procent is dat een negatief rendement in reële termen. Zolang de koersen niet veel verder doorstijgen of de lange termijnrente niet significant hoger gaat, blijft dit verschil in verwacht reëel rendement relatief hoog.

Nogal wat beleggers tonen zich in deze periode van het jaar traditioneel ook wat huiverig voor het zogenaamde 'oktobereffect': de vrees dat er in oktober een groter risico is op een zware beurscrash. Nader onderzoek wijst evenwel uit dat die angst eigenlijk weinig gefundeerd is. Er vonden de voorbije decennia in de maand oktober effectief wel enkele stevige crashes plaats zoals de crash van 1929 en zwarte maandag in 1987, maar het bewijs voor een structureel oktober effect is eerder terug te voeren op deze enkele

anekdotes, dan op een echt structureel bewijs van hoger beursrisico in oktober.

Activa Allocatie

Aandelen Europa	Aug '21								
	Sep '21								
Aandelen VS	Aug '21								
	Sep '21								
Aandelen Opkomende Markten	Aug '21								
	Sep '21								
USD	Aug '21								
	Sep '21								
Goud	Aug '21								
	Sep '21								
Europese Overheidsobligaties	Aug '21								
	Sep '21								
Europees krediet IG	Aug '21								
	Sep '21								
Europees krediet HY	Aug '21								
	Sep '21								
VS Overheidsobligaties	Aug '21								
	Sep '21								
VS krediet IG	Aug '21								
	Sep '21								
VS krediet HY	Aug '21								
	Sep '21								
China Overheidsobligaties	Aug '21								
	Sep '21								
Krediet Opkomende Markten	Aug '21								
	Sep '21								

Deze nieuwsbrief is een uitgave van Shelter Investment Management met als verantwoordelijke uitgever Benedict Peeters, Rue de l'Industrie 22, Windhof, Luxemburg. Behoudens de uitdrukkelijke bij wet bepaalde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave verveelvoudigd opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt worden, op welke wijze ook, zonder de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de uitgever. Dit document verstrekt commerciële informatie en mag in geen geval gelijkgesteld worden met beleggingsadvies. De verstrekte informatie vormt geen aanbod betreffende financiële, bank-, verzekerings- of andere producten of diensten. De informatie in dit document is afkomstig van zorgvuldig gekozen bronnen. Shelter Investment Management geeft echter geen enkele garantie over de actualiteit, de nauwkeurigheid, de juistheid, de volledigheid of de opportuniteit van de informatie, gegevens of publicaties. De uitgever kan niet aansprakelijk worden gesteld voor het niet-verwezenlijken van de verwachtingen.