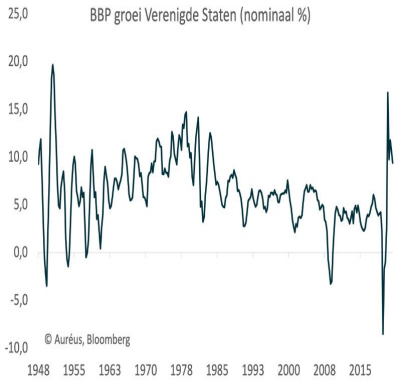
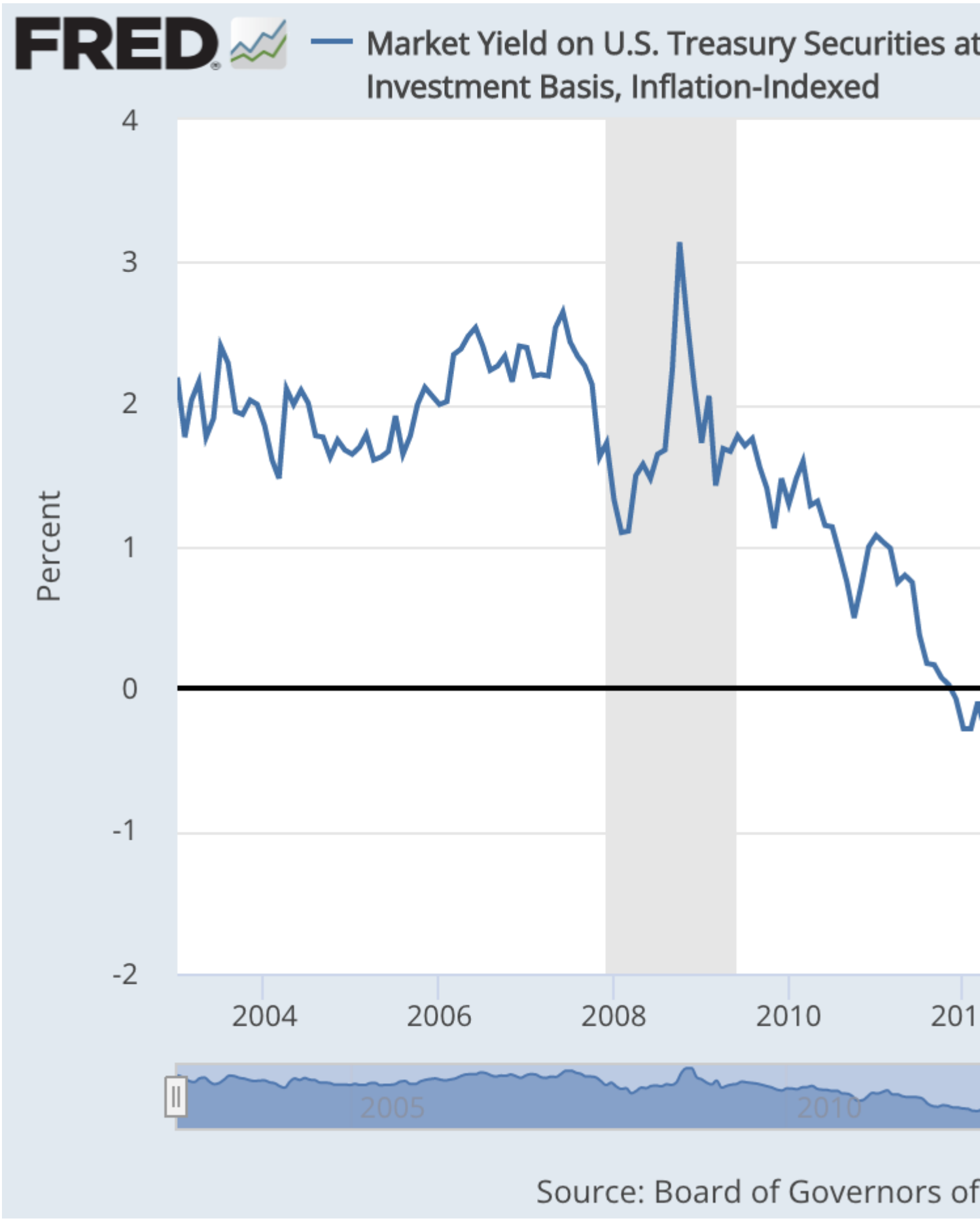


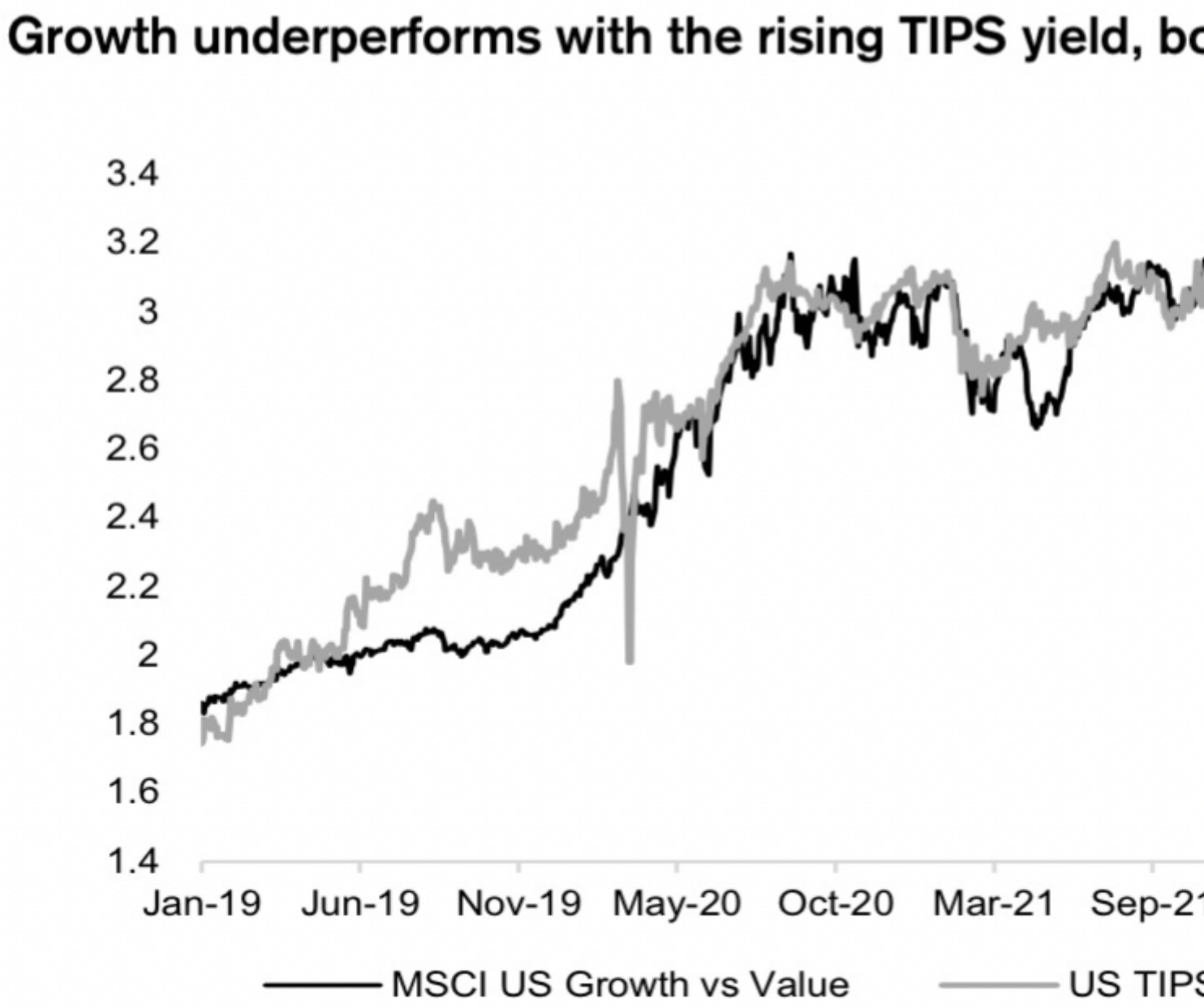
Draai van groei naar waarde

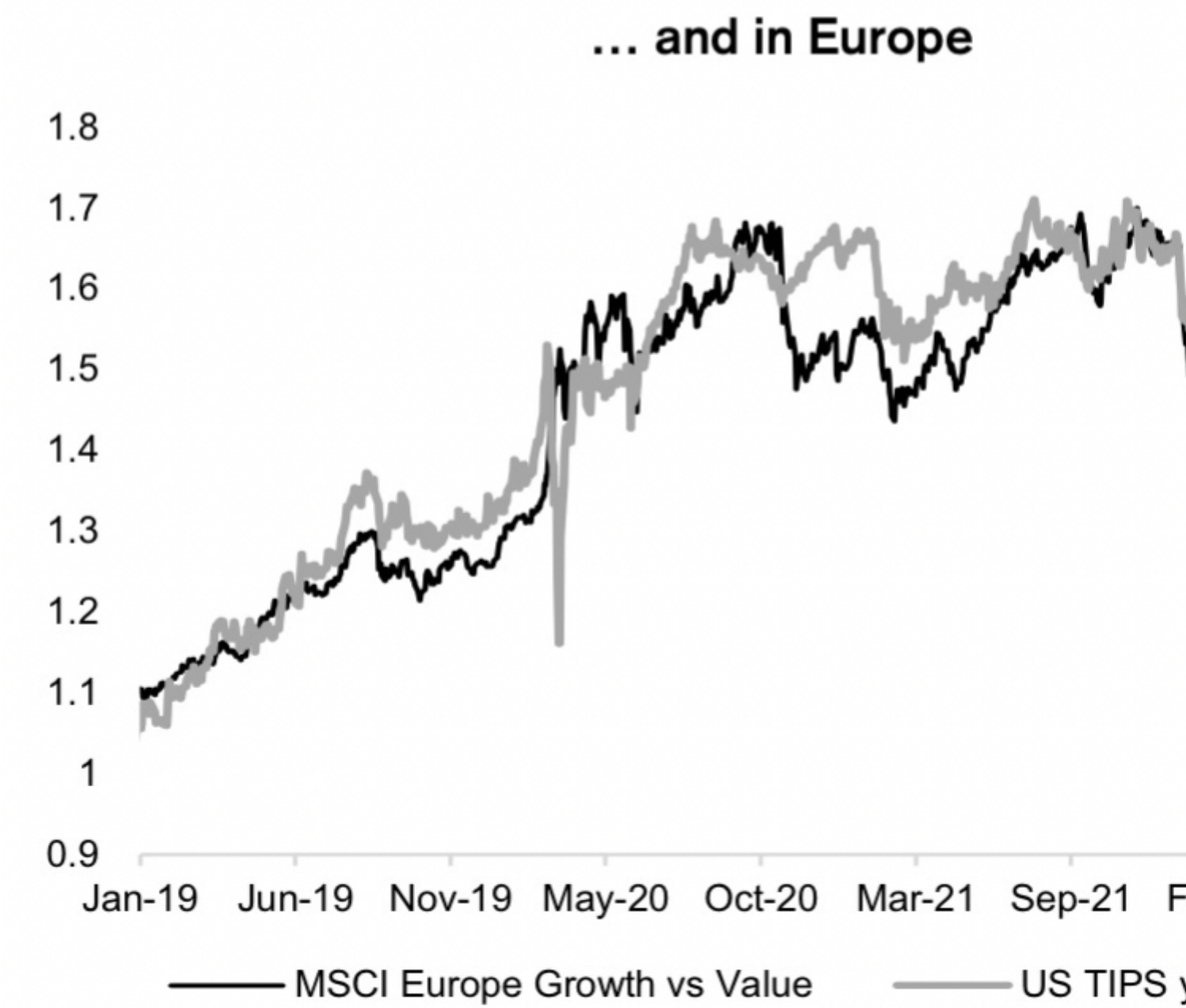
Beschrijving

Een belangrijk voordeel van aandelen ten opzichte van obligaties is dat de ontwikkeling van de omzet afhankelijk is van de nominale groei van de economie. Voor een bedrijf maakt het in principe niet uit dat de omzet stijgt omdat er meer producten worden verkocht of omdat de omzet stijgt omdat de prijzen stijgen. Bij een obligatie wordt de prijs (de rente) vooraf vastgelegd. Komt de prijs door de inflatieontwikkeling lager uit dan profiteert de obligatiehouder van de afgesproken hogere prijs, maar er is geen compensatie als de prijzen sterk stijgen. Een belangrijke reden voor de recent meevallende kwartaalcijfers is dat de inflatie relatief hoog was en die sterker in de omzet tot uiting kwam dan in de kosten. Veel kosten gaan namelijk met enige vertraging omhoog. Rente en huren staan meestal voor een bepaalde tijd vast en ook lonen beginnen pas te stijgen als de inflatie langere tijd hoog en de arbeidsmarkt langere tijd krap is geweest. Een deel van die hogere kosten vallen dus in de toekomst, waarschijnlijk op een moment dat de omzetgroei begint af te nemen, omdat er niet alleen sprake zal zijn van reÃ«le krimp, maar ook omdat de inflatie zal afnemen. Lagere omzet en hogere kosten is geen gelukkige combinatie.


FRED
Market Yield on U.S. Treasury Securities at
Investment Basis, Inflation-Indexed
Percent
4
3
2
1
0
-1
-2
2004
2006
2008
2010
201
2005
2010
Source: Board of Governors of

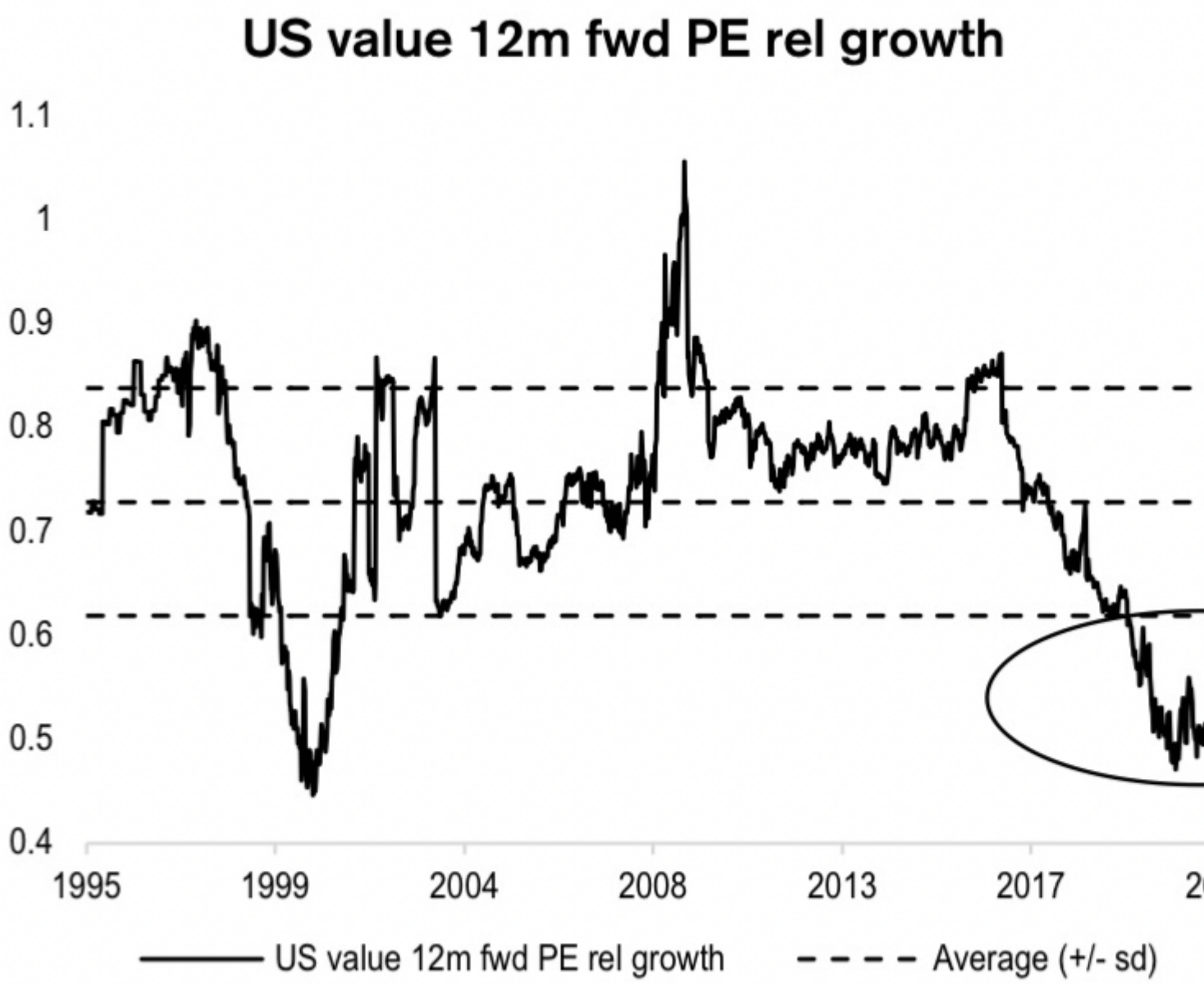
Nu zijn hoger gewaardeerde groei-aandelen meer gevoelig voor de renteontwikkeling dan waarde-aandelen. Dat hebben we in de recente bear-markt rally gezien. Nu de argumenten voor deze bear-markt rally zijn verdwenen (geen zachte landing, rente gaat verder omhoog) staan vooral groei-aandelen onder druk. In theorie zou de gehele stijging en outperformance van groei-aandelen sinds medio juni ongedaan moeten worden gemaakt. In de praktijk blijkt vooral de correlatie tussen de relatieve prestatie van groei-aandelen en de ontwikkeling van de reÃ«le rente sterk. Dat is niet zo vreemd want aandelen zijn enigszins vergelijkbaar met inflatie-linked obligaties, kasstromen in de toekomst lopen op met de inflatie. Tegelijkertijd moeten die toekomstige kasstromen voor de waardering wel worden verdisconteerd naar het heden en dat gaat veel beter met een negatieve reÃ«le rente dan een positieve reÃ«le rente. Centrale banken sturen juist op een positieve reÃ«le rente, want als die maar hoog genoeg is, remt dat de economie. Klein detail is dat de huidige inflatieverwachtingen die worden afgeleid van het verschil tussen inflatie-index-linked leningen en normale leningen op dit moment veel te laag is, maar dat komt omdat de markt gemanipuleerd wordt door diezelfde centrale bank (die een groot deel van de inflatie-linked leningen heeft opgekocht). Feit is dat de reÃ«le rente omhoog moet en als gevolg daarvan groei-aandelen omlaag.


Growth underperforms with the rising TIPS yield, bo
3.4
3.2
3
2.8
2.6
2.4
2.2
2
1.8
1.6
1.4
Jan-19
Jun-19
Nov-19
May-20
Oct-20
Mar-21
Sep-21
MSCI US Growth vs Value
US TIPS



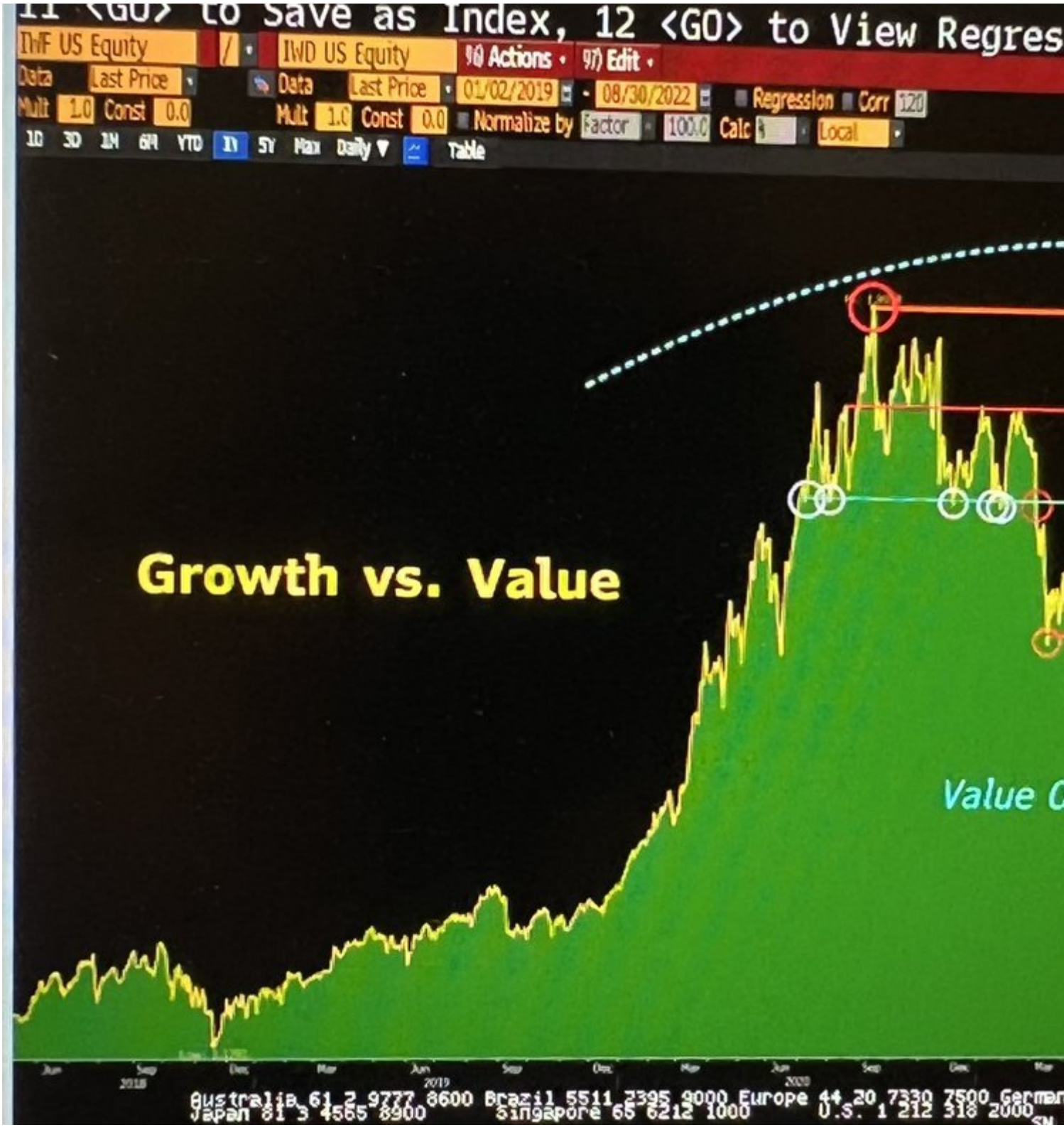
Dit fenomeen geldt zowel voor de Verenigde Staten als Europa. In beide gevallen is de reÃ«le rente gestegen en groeiaandelen ook. Da zal eerst moeten worden dichtgelopen en gelet op de hoogte van de inflatie moet die reÃ«le rente verder omhoog. Centrale banken moeten zich eigenlijk niet zoveel aantrekken van de economische cyclus. Recessies horen er nu eenmaal bij, op termijn zorgt dat juist voor een krachtige economie. Sinds de krach van 1987 zijn centrale bankiers bezig om de negatieve effecten van een recessie weg te masseren met lage rentes. Daardoor gaan bedrijven niet failliet die wel failliet zouden moeten gaan. Dit zombie-leger is de afgelopen jaren sterk gegroeid. Ideaal zou zijn als de beleidsrente van de centrale bank net boven de neutrale rente (r*) zou uitkomen. Op dat niveau heeft het geen zin voor bedrijfsactiviteiten die normaal groeien, om extra bij te lenen. Alleen voor productieverhogende innovaties is er dan voldoende opbrengst om te lenen. Dit renteniveau stimuleert innovatie en daarmee productiviteit, feitelijk de enige bron van economische groei. De huidige nog altijd te lage rente zorgt er voor dat er vooral wordt geÃ¯nvesteerd in reeds bestaande en daarmee veilige assets. Deze groei is alleen mogelijk dankzij de lage rente en daardoor gaat er juist geen geld naar

innovatie. Er is dus geen rechtlijnig verband tussen de rente en de gevolgen daarvan op de economie. Lager is niet altijd beter, consumenten gaan dan meer sparen en producenten vinden andere manieren om geld te verdienen in plaats van meer te produceren.



De relatieve waardering van value-aandelen is nog altijd laag. Nu is waardering zelden een goed argument voor rendement op korte termijn, maar zoâ??n beetje het sterkste rendement op lange termijn. Vooral grondstoffenaandelen zijn extreem goedkoop, ondanks het feit dat grondstoffenprijzen zijn afgekomen. In de energiesector compenseren hogere gasprijzen en hogere raffinagemarges meer dan voldoende voor de lagere olieprijs. Die olieprijs is dan wel gedaald, maar vooral door de angst voor een recessie. De markt is nog altijd krap en door hoge gas- en elektriciteitsprijzen is er vanuit die hoek meer vraag naar olie. Onderschat verder niet de verwoestende effecten bij agrarische grondstoffen als gevolg van de droogte. Verder blijken value-aandelen ook goed te presteren bij een inverse rentecurve. Een bear-markt in groei-aandelen duurt relatief lang (19 maanden) en is ook dieper, behalve wanneer de centrale bank begint met het verlagen van de rente, maar dat is na de laatste speech van Powell niet meer aan de orde. Value is bovendien goed in staat om te outperformen gedurende een recessie, zoals we hebben gezien na het uiteenspatten van de dotcomzeepbel.

Tevreden over deze nieuwsbrief en onze dienstverlening, doe dan mee aan de jaarlijkse IEX-enquete



De besluiten van het MacrocomitÃ© van AurÃ©us worden gebruikt voor de invulling van de Actieve portefeuille. In deze portefeuille worden aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen over- of onderwogen en kunnen er actieve keuzes worden gemaakt voor bepaalde sectoren, regioâ??s, obligaties, looptijden ect. Risicobeperking is een belangrijk onderdeel van de Actieve portefeuille. De Markt/Factor portefeuille wijkt slechts beperkt af van de index (MSCI ACWI IMI). Er is sprake van een structurele allocatie naar vijf factoren om de factorpremie op lange termijn te innen. Daarom worden keuzes van het MacrocomitÃ© niet meegenomen. Wel wordt er geherbalanceerd wanneer het portefeuillegewicht 10 procent afwijkt van de neutrale allocatie. De SRI-Impact-portefeuille heeft een focus op duurzame en impactvolle beleggingen/bedrijven, de benchmark voor deze portefeuille is de MSCI ACWI SRI. Om een kern

van duurzame SRI-fondsen bevinden zich 6 impactsatellieten. Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© worden voor zover relevant meegenomen in de SRI-Impact-portefeuille. Voor de Individuele Aandelenportefeuille maken wij gebruik van de research en beleggingsfilosofie van FinanciÃ«le Diensten Amsterdam (FDA). Deze op groei- en kwaliteitsaandelen gerichte research/strategie heeft een allocatie naar Europese en Amerikaanse aandelen. Het doel is de outperformance van de benchmark (MSCI World). Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© ten aanzien van over- of onderwegen van aandelen en obligaties worden meegenomen voor de allocatie in de Individuele Aandelenportefeuille, voor de regio- en de sectorverdeling volgen wij de research van FDA.

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.