Veilige havens die niet altijd veilig zijn

Beschrijving

Wanneer de onzekerheid toeslaat, gaan beleggers op zoek naar bescherming. De reflex is begrijpelijk: wie wil er niet een rustpunt in de portefeuille als de wereld in brand staat? Zowel binnen als buiten de aandelenmarkt bestaan er verschillende categorieÃ«n die traditioneel als veilige haven worden beschouwd. Goud, staatsobligaties, de dollar, defensieve sectoren, lage-volatiliteitsaandelen, kwaliteitsaandelen, energie en defensie, ze worden keer op keer aangeprezen als het schild tegen de storm. Maar elk van deze havens heeft zijn eigen achilleshiel heeft. De veiligste haven is zelden zo veilig als zij lijkt.

Begin bij de klassiekers: goud, staatsobligaties en de dollar. Goud geldt al eeuwen als het ultieme anker in tijden van crisis. Maar ook goud is niet immuun voor de grillen van de geopolitiek. Tijdens het huidige conflict in het Midden-Oosten staat de goudprijs onder druk, doordat landen uit het Midden-Oosten een deel van hun goudreserves verkopen om de oorlogsinspanning te financieren. Het edelmetaal dat bescherming moet bieden tegen chaos, wordt zelf opgeofferd aan diezelfde chaos. Dat is een ongemakkelijke waarheid voor wie goud als onwankelbare vluchthaven beschouwt.

De verdwijnende rol van obligaties

Staatsobligaties hebben een vergelijkbaar geloofwaardigheidsprobleem. Door de jarenlange periode van lage rente hebben obligaties hun traditionele bufferfunctie grotendeels verloren. In een klassieke portefeuille fungeerden ze als tegenwicht voor aandelen: wanneer aandelen daalden, stegen obligaties door de vlucht naar veiligheid. Maar bij de huidige inflatie- en renteniveaus is die buffer flinterdun. Bovendien rijst de vraag hoe hoog de staatsschuld mag oplopen voordat een staatsobligatie niet langer als veilige haven kan gelden. Academisch onderzoek laat zien dat de zogeheten â??convenience yieldâ?? (het rendement dat beleggers bereid zijn op te geven in ruil voor de veiligheid van staatspapier) voor de Verenigde Staten al jarenlang erodeert. Die erosie loopt parallel met de gestage toename van de Amerikaanse staatsschuld ten opzichte van andere G10-landen. Het Verenigd Koninkrijk kampt zelfs met een uitgesproken risicopremie op zijn staatsobligaties, die tweemaal zo hoog

is als die van de VS. Zwitserland lijkt de grote winnaar: de convenience yield op Zwitsers staatspapier is de afgelopen weken fors gestegen, maar de omvang van die markt is te klein om de mondiale vraag naar veiligheid te absorberen. Het is niet toevallig dat goud zo populair is geworden, de markt zoekt wanhopig naar alternatieven nu de traditionele havens barsten vertonen.

Dollar als de ultieme veilige haven

Dan de dollar, die van oudsher profiteert van mondiale onrust. Ook nu versterkt de greenback door de spanningen in het Midden-Oosten. Maar de bezwaren tegen de dollar als duurzame veilige haven stapelen zich op. Het begrotingstekort, de politieke druk op de Federal Reserve, de erosie van het petrodollarsysteem en de toenemende bereidheid van handelspartners om in andere valutaâ??s af te rekenen, het zijn scheurtjes die individueel beheersbaar lijken, maar samen een patroon vormen. De dollar profiteert nu van de onrust, maar het is de vraag of dat profijt structureel is of slechts het laatste restje gewoontegedrag van een markt die nog geen volwaardig alternatief heeft gevonden.

Veilige havens in de aandelenmarkt

Binnen de aandelenmarkt is het beeld niet rooskleuriger. Neem de defensieve sectoren: nutsbedrijven, producenten van dagelijkse consumentengoederen en gezondheidszorgaandelen. Hun kracht ligt in de voorspelbaarheid van de vraag. Mensen blijven tandpasta kopen, stroom verbruiken en medicijnen slikken, ongeacht wat er op de beurzen gebeurt. Dat maakt deze bedrijven tot een ankerplaats in tijden van recessieangst. Maar zodra de economische groei versnelt en het sentiment kantelt, worden diezelfde aandelen oninteressant. Beleggers willen dan meeprofiteren van de opgaande conjunctuur en verkopen hun defensieve posities om met de opbrengst cyclische of technologieaandelen te kopen. De defensieve sector wordt dan niet zozeer de veilige haven, maar eerder de â??source of fundsâ?? voor avontuurlijker beleggingen.

Lage-volatiliteitsstrategieÃ«n genieten eveneens een uitstekende reputatie. Het principe is elegant: selecteer aandelen met de laagste koersschommelingen en combineer ze in een portefeuille die minder beweegt dan de markt. Academisch onderzoek heeft aangetoond dat dit op de lange termijn verrassend goede risicogecorrigeerde rendementen oplevert. Maar â??laag volatielâ?? is een eigenschap die wordt afgeleid uit het verleden, niet uit de toekomst. Een aandeel dat jarenlang rustig bewoog, kan plotseling worden getroffen door een sectorspecifiek probleem of een verschuiving in het sentiment. Bovendien presteren lage-volatiliteitsstrategieÃ«n doorgaans onder de maat in krachtige opwaartse markten, precies het moment waarop beleggers hun geduld verliezen en naar rendement grijpen.

Dan de kwaliteitsfactor, die op papier het meest overtuigende verhaal vertelt. Bedrijven met hoge winstmarges, sterke balansen, voorspelbare kasstromen en bewezen managementteams zouden op termijn altijd moeten winnen van hun zwakkere concurrenten. Maar vorig jaar zagen we het omgekeerde. In de speculatieve euforie die de markt in zijn greep hield, presteerden verlieslatende aandelen maar liefst tien procent beter dan hun winstgevende, kwalitatief sterke sectorgenoten.

Beleggers kochten liever het verhaal dan de fundamenten, liever de belofte dan het bewijs. De kwaliteitspremie (het extra rendement dat beleggers historisch ontvangen voor het aanhouden van hoogwaardige bedrijven) is daardoor gedaald tot historisch lage niveaus. Wie contrair denkt, ziet daarin juist een kans. De geschiedenis leert dat dergelijke extremen niet blijvend zijn. Nu beleggers in het huidige klimaat weer op zoek zijn naar zekerheid, mag een inhaaleffect voor kwaliteitsaandelen worden verwacht. De pendule zwaait terug.

Sectorrotatie lang naar kort

Wat zich momenteel op de markten aftekent gaat echter verder dan een klassieke sectorrotatie. We zijn getuige van wat sommigen beschouwen als een van de grootste structurele verschuivingen in een generatie: de overgang van lange-durationaandelen naar korte-durationaandelen. Het concept duration, ontleend aan de obligatiemarkt, heeft een nieuwe betekenis gekregen voor aandelenbeleggers. Groeiaandelen waarvan de kasstromen ver in de toekomst liggen (technologie, software, biotechnologie) gedragen zich als langlopende obligaties. Ze zijn gevoelig voor rentebewegingen, voor inflatie en, steeds nadrukkelijker, voor disruptierisicoâ??s. Want als je een aandeel jarenlang moet aanhouden voordat het werkelijk kasstroom genereert, ben je al die jaren blootgesteld aan technologische ontwikkelingen die het verdienmodel fundamenteel kunnen ondermijnen.

Dat is precies wat er nu gebeurt met software. Kunstmatige intelligentie heeft de concurrentiepositie van softwarebedrijven in snel tempo uitgehold. Waar het schrijven van code tot voor kort een schaars en waardevol ambacht was, kunnen AI-assistenten inmiddels in dagen bouwen waar teams van ontwikkelaars weken over deden. De waarde van programmeerkennis is geÃ¯mplodeerd. Zelfs reuzen als Microsoft, Adobe en ServiceNow worden hierdoor geraakt. Het opmerkelijke is dat de winstgroeiverwachtingen voor deze bedrijven nauwelijks zijn bijgesteld, de markt verwacht nog steeds hoge winstgroei voor de komende jaren. Maar beleggers zijn niet langer bereid dezelfde premies te betalen als vÃ³Ã³r 2026. Microsoft handelt inmiddels op minder dan 20 keer de winst volgend jaar, dat is lager dan dezelfde waardering voor de S&P 500.

Tegenover deze lange-durationaandelen staan de korte-durationalternatieven: bedrijven met nabije, tastbare kasstromen die minder kwetsbaar zijn voor AI-disruptie. Denk aan grondstoffenbedrijven, industriÃ«le conglomeraten, infrastructuurbedrijven, transporteurs en nutsbedrijven. Het zijn de sectoren die dit jaar de S&P 500 aanvoeren terwijl technologie achterblijft. De fundamentele drijfveer is het inzicht dat economische groei aan het verbreden is, weg van de smalle technologiebasis die de markt de afgelopen jaren domineerde. Korte-durationbedrijven leveren niet alleen weerstand tegen AI-disruptie, ze ondersteunen de AI-revolutie ook. Zij leveren de energie, de infrastructuur, de grondstoffen en het transport die nodig zijn om de belofte van kunstmatige intelligentie waar te maken.

Energie en defensie

Dan de categorie die in oorlogstijd de meeste aandacht trekt: energie- en defensieaandelen. De logica is eenvoudig. Conflict drijft de olieprijs op en vergroot de defensiebudgetten, wat direct ten goede komt aan bedrijven in deze sectoren. Energie heeft dit jaar zelfs een dubbele wind in de rug: de sector was al extreem goedkoop en profiteert nu zowel van geopolitieke aanbodverstoringen als van de enorme energievraag die datacenters en AI-toepassingen genereren. Maar de grote vijand van deze aandelen blijft vrede en daarna natuurlijk de energietransitie. Zodra de spanning afneemt en een staakt-het-vuren in zicht komt, verdampt de geopolitieke premie en kunnen de koersen net zo hard dalen als ze eerder stegen. Zoâ??n beleggingsstrategie die voortdurend inzet op escalatie en meer conflict is financieel onhoudbaar. Oorlogen zijn cyclisch van aard. Ze beginnen, ze eindigen, en de markten passen zich sneller aan dan de meeste beleggers verwachten.

De functie van veilige havens

De conclusie is niet dat veilige havens waardeloos zijn. Ze vervullen een functie, maar het is zaak om te begrijpen dat elk alternatief zijn eigen kwetsbaarheid kent. Goud wordt verkocht om oorlogen te betalen. Obligaties missen hun buffer bij lage rentes en hoge staatsschulden. De dollar leeft op geleende geloofwaardigheid. Defensieve sectoren zijn de spaarpot die wordt aangebroken zodra er iets leukers te kopen valt. Lage-volatiliteitsstrategieÃ«n vragen om een geduld dat in goede tijden snel opraakt. De kwaliteitspremie kan lang worden genegeerd door een markt die liever speculeert. En energie- en defensieaandelen zijn afhankelijk van een wereld die maar niet tot rust komt. Wat de huidige markt ons echter leert, is dat er iets fundamenteels is verschoven. De structurele rotatie van lange naar korte duration is meer dan een tactische zet, het is een herwaardering van wat veiligheid betekent in een wereld waarin AI de spelregels herschrijft. De werkelijk veerkrachtige portefeuille combineert kwaliteit met nabije kasstromen, tastbare activa en bedrijven die de fysieke ruggengraat van de economie vormen. Niet omdat het risicoloos is, maar omdat de markt nu eindelijk bereid is ervoor te betalen. En met een kwaliteitspremie op historisch lage niveaus is de timing voor die verschuiving zelden gunstiger geweest.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via

www.aureus.eu/nieuwsbrief