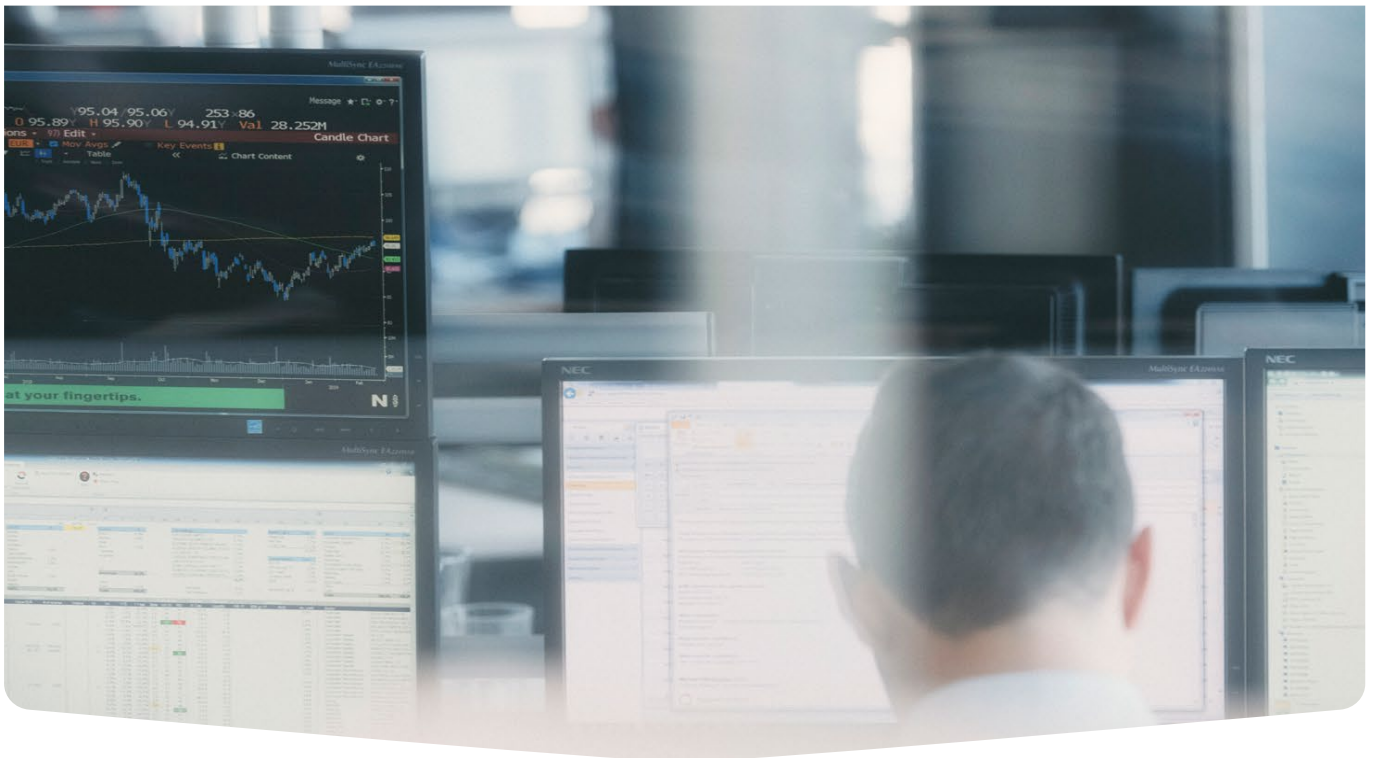


# NEWS



## KAPITAALMARKTEN

# Wanneer/waarom komt de correctie?

De beurzen vertonen al enige tijd een opwaartse trend en hebben bemoedigend hoge rendementen opgeleverd, vooral sinds het begin van het jaar. Niettemin – of misschien juist daarom – rijst de vraag of een trendommekeer mogelijk is.

## KAPITAALMARKTEN

VAN PHILIPP VORNDRAN EN THOMAS LEHR

Na de zware koersverliezen ten gevolge van de wereldwijde uitbraak van de Coronapandemie vorig jaar, is het optimisme op de financiële markten al lang teruggekeerd. Het aantal vaccinaties neemt toe, in de VS iets sneller dan in Europa. De economische vooruitzichten worden gunstiger, ook dankzij de enorme hulppakketten van de overheid, en de beurzen noteren in de plus. Vooral sinds het begin van het jaar hebben de belangrijkste beurzen een respectabele prestatie neergezet.

Niettemin – of misschien juist daarom – groeit het wantrouwen. Wij krijgen bijna dagelijks de vraag of dit kan blijven duren. En wat moet er gebeuren voor er een correctie komt op de aandelenmarkten. Wat zijn de risicofactoren die op lange termijn in het oog moeten worden gehouden? En zijn er al tekenen van een ommekeer op de markten?

### China, de onbekende “rentemacht”

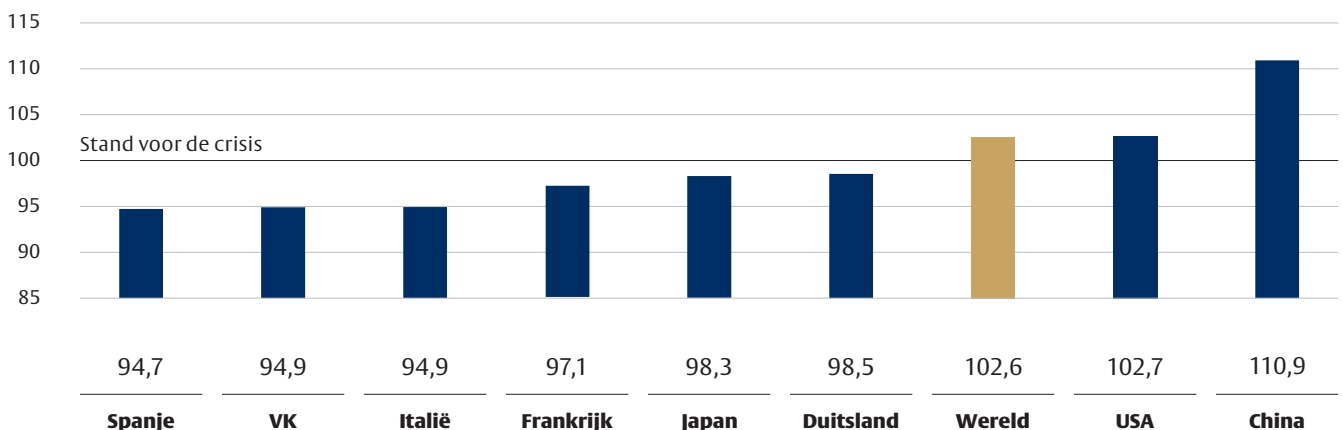
Het grootste risico (althans vanuit het oogpunt van onze beleggingsstrategie) zou waarschijnlijk een aanzienlijke en aanhoudende stijging van de rente zijn, die wij momenteel niet verwachten. U kent onze redenering: het kan als vrijwel zeker worden beschouwd dat de Europese Centrale Bank (ECB) zich

momenteel niet denkt aan renteverhogingen. De VS lijkt wat te twifelen. Maar ook hier heeft de overheidsschuld een enorm niveau bereikt, zodat wij op geen duurzame renteverhoging verwachten – althans niet op de langetermijnrente.

Dus alles is goed? Een vergelijking van de wereldwijde groei toont aan dat er in deze analyse wellicht nog een andere belangrijke speler is waarmee waarschijnlijk weinig mensen rekening hebben gehouden. China's groeimomentum is het hoogste ter wereld. Tegen eind 2021 zal China zijn niveau van vóór de crisis waarschijnlijk al met tien procent hebben verhoogd. Dergelijke groeicijfers kunnen wij in Europa niet verwachten. Maar zelfs de VS, die de groei aanzwengelen met enorme hulp en structurele programma's, blijven ver achter (zie grafiek 1).

Wat zou er gebeuren als de centrale bank van China, de People's Bank of China (PBoC), zou besluiten de rente te verhogen in het licht van deze economische dynamiek? Beleggers hebben China meestal niet op hun radar wanneer ze naar rentetrends kijken. Zij besteden gewoonlijk alleen aandacht aan de Fed, de ECB en in het beste geval de Bank of Japan. Een dergelijke situatie doet

Grafiek 1 **Sombere vooruitzichten voor Europa** – Hoe zullen de economieën er aan het eind van het jaar voor staan?



■ Geraamd bbp voor 2021\* (in constante prijzen; geïndexeerd voor 2019 = 100)

\* Ramingen volgens de aprilbijwerking van de World Economic Outlook van het IMF.  
Bron: Refinitiv, Flossbach von Storch, cijfers per 19 april 2021

## KAPITAALMARKTEN

mij persoonlijk denken aan de jaren 1994/95, toen de economie van Europa in het slop zat en de VS de rente in zeven stappen verhoogden van drie tot zes procent. Niemand verwachtte ook toen zo'n stijging. Na de aankondiging kelderden de markten en ging de Amerikaanse dollar door het dak.

Dus als China eenzijdig de rente zou verhogen, zou de renminbi waarschijnlijk in waarde stijgen. Buitenlandse beleggers zouden in Chinese obligaties kunnen investeren vanwege de veel hogere rentetarieven. De instroom van middelen via dergelijke "carry trades" zou de munt een impuls geven. Tenminste totdat de Chinese centrale bank haar besluit zou herzien, bijvoorbeeld omdat de afkoeling van de sterk groeiende Chinese economie als gevolg van een "post-Corona boom" iets te heftig zou zijn als gevolg van renteverhogingen en valuta-appreciatie. Een dergelijk scenario zou een negatief effect hebben op de grondstoffenprijzen, althans tijdelijk, en zou onze uit China ingevoerde goederen in de tussentijd duurder maken. Onrust onder veel beleggers zou gegarandeerd zijn, en verstoringen op de obligatie- en aandelenmarkten zouden denkbaar zijn. Hoewel een dergelijk scenario waarschijnlijk de komende jaren niet te verwachten is, zullen de acties van de PBoC steeds relevanter worden voor beleggers.

### Hoe gevaarlijk zijn verschillen in (morele) waarden?

De volgende risicofactor heeft ook zijn wortels in China. Hier willen we wat dieper op ingaan. Het wereldwijde "Better Cotton Initiative" (BCI) heeft zich ten doel gesteld katoen te evalueren op duurzame aspecten en de bijbehorende keurmerken toe te kennen. Ongeveer een jaar geleden onderzochten vertegenwoordigers van de organisatie de situatie van de Oeigoeren in West-China en kondigden aan dat zij niet langer een zegel zouden afgeven voor katoen uit deze regio. Zij zeiden dat niet kon worden uitgesloten dat daar dwangarbeiders tewerkgesteld waren.

Na dit besluit hebben enkele Chinese bedrijven zich uit het initiatief teruggetrokken. Voorlopig was er echter niet veel anders gebeurd. Toen de Zweedse textieldetailhandelaar H&M een paar weken geleden op zijn Chinese website aankondigde dit besluit toe te passen, leidde dat echter tot een gigantische shitstorm op het internet in China. Onze Chinese analist Shenwei Li vestigde onze aandacht op protesten buiten de winkels, die nauwelijks werden opgemerkt in onze westerse media. Intussen is de afkeuring van veel Chinese consumenten blijkbaar ook gericht tegen westerse sportartikelenfabrikanten die een soortgelijke lijn als H&M volgen.

Shenwei vertelde over de zoon van een kennis die naar een weekschool gaat, een soort kostschool voor doordeweekse dagen. Hij was op maandag aangekomen met Nike sneakers (hij had geen andere schoenen in zijn bagage) en moest zich woensdag tegenover van de verzamelde klas verontschuldigen voor het dragen van dit westerse label. Hij beloofde in de toekomst in schoenen van een Chinees merk te komen.

Het zou rampzalig zijn indien het dragen van westerse merken, dat in China vroeger als een statussymbool werd beschouwd, in de toekomst in de publieke perceptie als verwerpelijk zou worden beschouwd. Het is duidelijk dat de harde China-first-lijn die de Chinezen bijvoorbeeld tijdens de eerste onderhandelingen met de regering-Biden hebben laten zien, breed wordt gesteund door de bevolking. Veel Chinezen zijn zeer nationalistisch en deze houding wordt steeds radicaler. Voor veel Chinezen zijn de berichten over aanvallen op delen van de Oeigoerse bevolking "nepnieuws" en niets meer dan inmenging van het Westen in hun binnenlandse aangelegenheden. Natuurlijk zijn dit tot dusver slechts indrukken en zal men deze trend nog enige tijd in het oog moeten houden. Maar het permanente conflict met de VS blijft smeulen en het is mogelijk dat in de toekomst een China-malus zal moeten worden ingeprijsd voor bedrijven die veel zaken doen met China.

### Zijn dalende handelsvolumes een voorlopende indicator?

Van structurele risico's tot tactische drijfveren die erop kunnen wijzen dat er een correctie op komst is. Ons wordt vaak gevraagd of de recente daling van de handelsvolumes op de aandelenmarkten een indicatie kan zijn van een trendomkeer op de aandelenmarkten. Het antwoord is nee!

Een blik op de Amerikaanse aandelenindex S&P 500 in de afgelopen tien jaar laat zien waarom. In elk geval berekenden wij het voortschrijdend handelsvolume over tien weken en vergelijken dit met de index om het resultaat te bepalen van een strategie die in deze periode alleen zou hebben belegd als het handelsvolume ten minste tien procent onder dit gemiddelde lag. Als alternatief hebben wij het resultaat gerepliceerd van een tweede strategie die alleen investeerde wanneer het handelsvolume ten minste tien procent boven het gemiddelde lag. Geen van beide strategieën is in de praktijk natuurlijk haalbaar, omdat men het verhandelde volume pas kan kennen nadat een handelsdag is afgesloten.

## KAPITAALMARKTEN

Het resultaat: als u altijd in de markt was gestapt wanneer er een bovengemiddeld handelsvolume was, zou uw rendement slechter zijn geweest dan dat van de aandelenindex. Daarentegen zouden degenen die rustige handelsdagen kozen voor hun instap, hun startkapitaal sinds begin 2011 met een factor van bijna exact twintig hebben verhoogd. De praktijk wijst uit dat een dalend volume geenszins een crisisindicator is

### Is een opleving van de markt gevaarlijk?

De beurzen zijn al meer dan twaalf maanden aan het stijgen. De marktprestaties zijn niet uniform geweest en soms hebben aandelen in bepaalde sectoren beter gepresteerd dan andere. Maar 450 van de 500 aandelen in de Amerikaanse S&P index presteren nu beter dan hun 50-daagse index. De opwaartse trend wordt nu dus gedreven door de brede markt. Dat is een goed teken voor nu. De vraag blijft of het feit dat 90 procent van de index een duidelijke opwaartse trend vertoont, wijst op oververhittingstendensen die in het verleden werden gevolgd door een correctie in de loop van één, drie, zes of twaalf maanden.

Ook deze verwachting wordt door een vergelijking met soortgelijke constellaties in het verleden niet bevestigd. Integendeel, een dergelijk klimaat heeft geleid tot verdere stijgingen en gemiddeld zelfs tot bovengemiddelde stijgingen van de aandelenkoersen. Niet dat dit voor ons relevant is of zelfs maar een criterium voor onze hoge allocatie naar aandelen. Maar als de vraag is of dergelijke marktfasen historisch gezien de nabijheid van een top hebben aangegeven, is het duidelijke antwoord nee (zie tabel 1).

### Zijn de waarderingen niet veel te hoog?

Last but not least gaat het altijd over waarderingen als de beurzen al een tijdje oplopen. Hier maakt het voor u, als belegger die bijvoorbeeld 30 of 40 aandelen bezit, niet echt uit of de markt, die gewoonlijk wordt weerspiegeld in een aandelenindex, warm is gelopen. Tenminste als je aandelen nog potentieel hebben. De vraag: zijn aandelen te duur, kan dus moeilijk eenduidig worden beantwoord.

In uw vragen werd de “Buffett-indicator” een paar keer genoemd als een indicatie van overwaardering. Dit is een soort vuistregel die de Amerikaanse economische output, gemeten in termen van bruto binnenlands product (BBP), afzet tegen

de waarde van alle aan de Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven. Terecht heeft Buffett vele decennia geleden betoogd dat de economie enerzijds en de aandelenmarkt anderzijds op lange termijn niet van elkaar mogen worden losgekoppeld. Zo ja, dan zou dat erop wijzen dat zij ofwel ondergewaardeerd ofwel overgewaardeerd waren. De vergelijking is nu misleidend omdat Amerikaanse bedrijven nu natuurlijk een veel groter deel van hun winst buiten de VS genereren. Het simpelweg vergelijken van de marktkapitalisatie van deze bedrijven met de Amerikaanse economie na vele tientallen jaren van

Tabel 1 **Marktbreedte S&P 500** – Prestatie nadat ten minste 450 aandelen boven hun 50-daags gemiddelde zijn verhandeld

S&P 500 Performance (in %)				
Datum	1 Maand	3 Maanden	6 Maanden	Jaar
<b>02.06.1991</b>	4,71	5,38	9,07	15,57
<b>30.05.1997</b>	4,60	6,53	12,63	28,59
<b>18.03.1998</b>	3,43	0,19	-3,69	21,28
<b>02.05.2003</b>	3,60	6,48	12,97	19,06
<b>12.11.2004</b>	0,32	1,08	-2,54	4,27
<b>29.04.2009</b>	5,21	12,13	19,34	38,13
<b>24.10.2011</b>	-7,37	4,88	8,99	12,67
<b>04.01.2013</b>	3,18	6,38	11,28	24,88
<b>16.03.2016</b>	2,64	2,37	4,86	17,47
<b>15.02.2019</b>	1,69	3,63	4,07	21,78
<b>26.05.2020</b>	3,07	14,69	21,51	–
<b>Gemiddeld</b>	2,41	6,33	9,67	20,41
<b>Mediaan</b>	3,31	5,88	10,18	20,85
Alle andere perioden				
<b>Gemiddeld</b>	0,76	2,24	4,56	9,34
<b>Mediaan</b>	1,20	2,92	5,34	10,94

**De historische evolutie is geen betrouwbare indicator voor de toekomstige evolutie.**

Bron: Bespoke, Flossbach von Storch, cijfers per 16 april 2021

## KAPITAALMARKTEN

voortschrijdende globalisering is dus misleidend. Bovendien zijn de verhoudingen (waarde van de ondernemingen ten opzichte van het BBP) verschoven als gevolg van de lage rentevoeten en de veel efficiëntere bedrijfsstructuren.

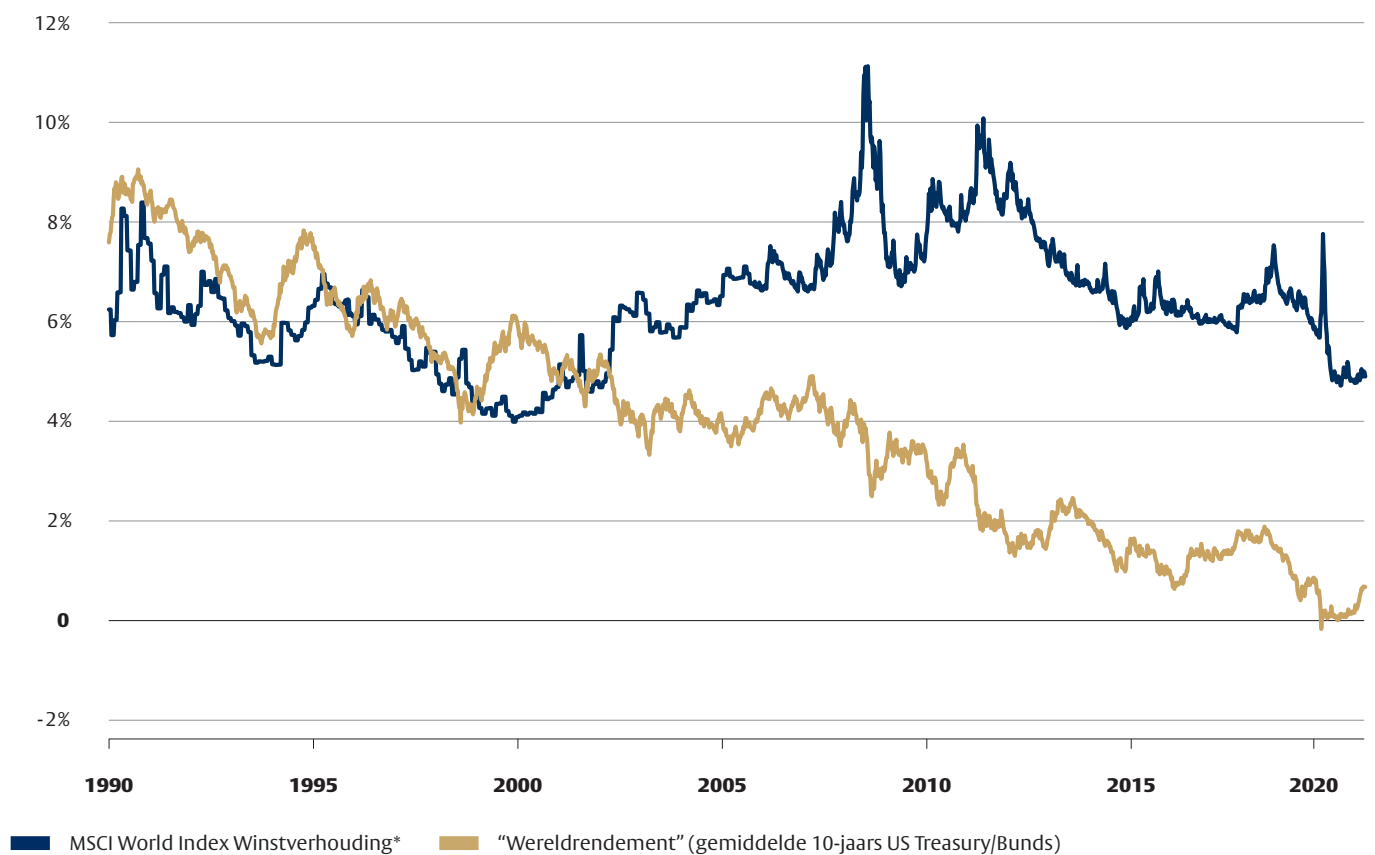
Uit de rendementscurve voor aandelen (waarmee de meesten van u al vertrouwd zijn) op basis van de MSCI-wereldaandelenindex in vergelijking met de wereldwijde rente blijkt dat aandelen sinds 2000 niet duurder zijn geworden dan obligaties (zie grafiek 2). Integendeel, in tegenstelling tot rond de millenniumwisseling is er vandaag nog steeds een duidelijk positief verschil tussen winstrendement en obligatierendement. Volgens ons blijven aandelen dan ook de aantrekkelijkste activaklasse op lange

termijn, ook al hebben de waarderingen nu de hoogste lange termijn waarden bereikt. Zolang obligaties nauwelijks enige rente van betekenis opleveren en rekeningtegoeden in het beste geval nog steeds nul rente opleveren, zijn er volgens ons geen echte alternatieven.

### Hoe zit het met de recordschuld en de inflatie?

Het tekort is enorm, vooral in de VS na de Corona-crisis. Na 3,1 biljoen dollar aan nieuwe schuld in 2020, zal deze dit jaar naar verwachting oplopen tot 3,4 biljoen dollar. De verwachte groei in de VS zal dus duur komen te staan. Is dat niet gevaarlijk? En waar zien we nu al potentieel risico op de markten?

Grafiek 2 **Aandelen zijn “absoluut” even duur/goedkoop als 20 jaar geleden** – Ontwikkeling van het rendement op aandelen (MSCI World) in vergelijking met het rendement op obligaties



\* Gebaseerd op de winstverwachting voor de komende 12 maanden

**De winstverwachtingen zijn gebaseerd op specifieke veronderstellingen. De werkelijke resultaten kunnen hiervan aanzienlijk afwijken. De historische evolutie is geen betrouwbare indicator voor de toekomstige evolutie.**

Bron: Refinitiv, Flossbach von Storch, cijfers per 19 april 2021

## KAPITAALMARKTEN

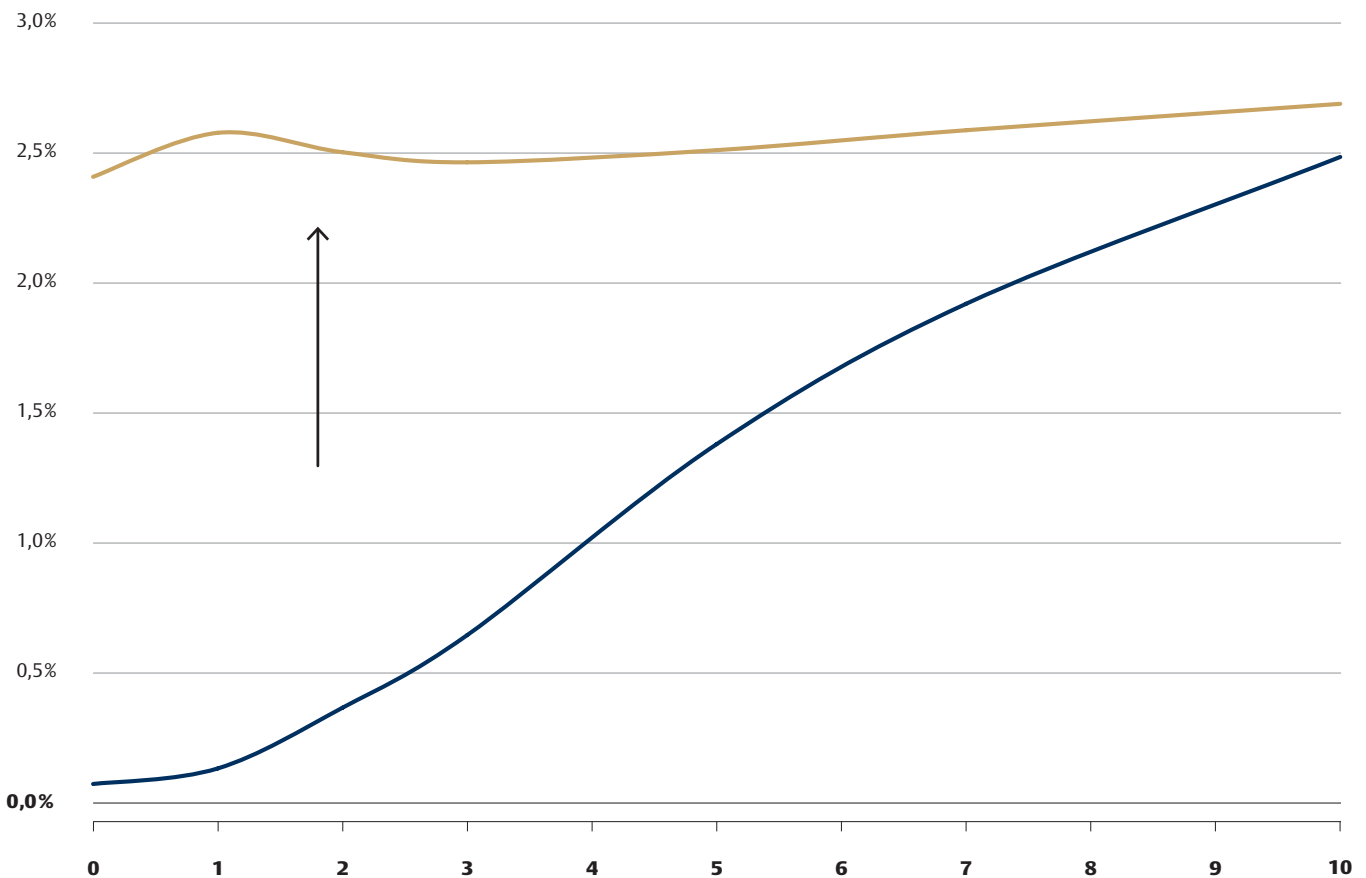
Door het toenemende optimisme over de verwachte economische ontwikkeling na de pandemie is de Amerikaanse rentecurve de afgelopen maanden steiler geworden. De rente op 20-jarige schatkistobligaties is gestegen van ongeveer 1,0 procent (in augustus 2020) tot bijna 2,1 procent nu. Als het economisch herstel doorzet, kunnen we verwachten dat de Federal Reserve meer zal bijsturen aan de voorkant. Dit was bijvoorbeeld zeer vergelijkbaar in de laatste renteverhogingscyclus tussen 2013 en 2019, toen nadat Ben Bernanke voor het Amerikaanse Congres het einde van de obligatieaankopen had aangekondigd, de verwachte rentestijging aan de lange zijde in een paar maanden tijd bijna volledig werd verdisconteerd, terwijl de rente aan de korte zijde pas volgde met de daadwerkelijke renteverhogingen (2015 tot 2018) (Zie grafiek 3).

En hoe evolueert de inflatie? Zij weerspiegelt thans de dynamiek van de reële economie. Centrale banken hebben weinig invloed op de grondstoffenprijzen. In tegenstelling tot geld, kan geen enkele centrale bank ter wereld olie drukken. In een dergelijk scenario hebben ook de wisselkoerseffecten hun volle effect. Wij verwachten dat de inflatie op lange termijn hoger zal zijn dan in de afgelopen tien jaar, zodra de economie aantrekt. Maar we verwachten niet dat de inflatie oncontroleerbaar wordt.

### Loopt u niet het risico dat u in het “verkeerde” aandelensegment belegt?

De conclusie is dat aandelen volgens ons aantrekkelijk blijven. Bovendien is er veel beweging onder de oppervlakte van de aan-

Grafiek 3 **Dat hebben we nog gezien, nietwaar?** – Het restrictievere monetaire beleid tussen 2013 en 2019 is aan het einde van de rit tot stilstand gekomen



Rendementscurve van Amerikaanse staatsobligaties op ... 01.07.2013 01.01.2019

**De historische evolutie is geen betrouwbare indicator voor de toekomstige evolutie.**

Bron: Refinitiv, Flossbach von Storch, cijfers per 1 januari 2019

BE | Promotiemateriaal

Dit document is uitsluitend voor professionele beleggers zoals bepaald in MIFID-richtlijn 2014/65/EU (MIFID II) en mag niet worden verstrekt aan of worden gebruikt door particuliere beleggers.

## KAPITAALMARKTEN

delenindices. In de afgelopen weken is er nauwelijks een commentaar op de beurs geweest dat niet handelde over de “grote rotatie”. Wat hier bedoeld wordt, is een verandering van favorieten van klassieke groeiaandelen naar cyclische aandelen. Terwijl de aandelen van groeibedrijven, die hoog gewaardeerd zijn in termen van huidige winsten, worden gezien als de verliezers van de stijging van de rentevoeten, profiteren de aandelen van cyclische bedrijven van het vooruitzicht van een nakende heropleving van de economie, althans zo luidt het gangbare verhaal.

Er is niets mis met de aandelen van cyclische bedrijven als de kwaliteit van de bedrijven zo goed is dat men zich geen zorgen hoeft te maken over hun voortbestaan op lange termijn

(en als ze aantrekkelijk gewaardeerd zijn). Maar een beleggingsstrategie op lange termijn mag de aandelenmarkt niet als een casino beschouwen. Het gaat er niet om de bank (de markt) te verslaan bij rotatie-roulette – dat is op lange termijn niet succesvol.

In plaats van na te denken over wie het meest zal profiteren van het waarschijnlijke einde van de pandemie in de komende maanden, is het volgens ons dus belangrijker om bedrijven te identificeren die zo voorspelbaar en duurzaam mogelijk kasstromen genereren. Met andere woorden, veerkrachtige en snelgroeiende kwaliteitsbedrijven waar onze portefeuillebeheerders zich op focussen.

---

### JURIDISCHE INFORMATIE

**Dit document dient onder meer als marketingmateriaal.** De informatie in dit document en de meningen die erin worden geuit, weerspiegelen de standpunten van Flossbach von Storch Invest S.A. op het moment van publicatie en kunnen zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Informatie over toekomstgerichte uitspraken weerspiegelt de opvattingen en toekomstverwachtingen van Flossbach von Storch Invest S.A. Desalniettemin kunnen de feitelijke ontwikkelingen en resultaten aanzienlijk afwijken van de verwachtingen. Alle informatie is met zorg samengesteld. Er kan echter geen garantie worden gegeven voor de juistheid en volledigheid. De waarde van een belegging kan dalen of stijgen en het is mogelijk dat u het geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgt.

**In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten.**

© 2021 Flossbach von Storch. Alle rechten voorbehouden.

---

### IMPRINT

*Uitgever* Flossbach von Storch Invest S.A.  
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg, Luxembourg  
Telefoon +352. 275. 607-0, Fax +352. 275. 607-39  
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

*Raad van bestuur* Karl Kempen, Markus Müller, Christian Schlosser  
*Voorzitter van de Adviesraad* Dirk von Velsen  
*Btw-nr.* LU 25691460  
*Handelsregister* Luxembourg No B 171513  
*Bevoegde toezichthouder* Commission de Surveillance  
du Secteur Financier (CSSF)  
283, route d'Arlon, 2991 Luxembourg, Luxembourg

*Redacteuren* Philipp Vorndran, Thomas Lehr, Christian Panster, Jens Hagen  
*Redactionele einddatum* 21 april 2021

Voor het vermenigvuldigen of openbaar maken van de inhoud van het document, met name door deze op websites van derden op te nemen, en de reproductie op gegevensdragers van welke aard dan ook, is de voorafgaande schriftelijke toestemming van Flossbach von Storch Invest S.A. vereist.

### BE | Promotiemateriaal

Dit document is uitsluitend voor professionele beleggers zoals bepaald in MIFID-richtlijn 2014/65/EU (MIFID II) en mag niet worden verstrekt aan of worden gebruikt door particuliere beleggers.