November 26, 2020

BILBoard november 2020 – Een vleugje waarde

Sinds de laatste
BILBoard is er veel veranderd. De Amerikaanse presidentsverkiezingen zijn gewonnen door de Democratische kandidaat, Joe Biden, maar de door markt verwachtte "Democratische golf" is uitgebleven. Hoewel de markten het dus bij het verkeerde eind hadden, won een nieuw standpunt snel aan terrein: een verdeeld Congres zou het gunstigste scenario zijn om een te linkse beleidskoers af te wenden. In
november kregen we hoop op een vaccin.
Twee kandidaten meldden dat hun vaccin tijdens de testfase in zo'n 95% van de gevallen effectief bleek te zijn. We hebben nog een lange weg te gaan voordat er daadwerkelijk op grote schaal kan worden gevaccineerd, maar door het

uitgelaten sentiment schoten de S&P 500 en de Dow Jones omhoog tot recordhoogten en diezelfde uitbundige stemming versnelde de korte maar ingrijpende stijlrotate van groei naar waarde. Optimisme over de toekomst en een oplossing voor de gezondheidscrisis moet echter in perspectief geplaatst worden met de realiteit van het hier en nu: de torenhoge besmettingscijfers aan beide zijden van de Atlantische Oceaan dwingen overheden tot nieuwe beperkende maatregelen.

MACRO

De epidemiologische situatie is weliswaar terug te zien in de macro-economische cijfers, maar niet in zulke mate dat we ons basisscenario moeten bijstellen. Dankzij steun vanuit monetaire en fiscale hoek geloven we nog altijd in een economisch herstel in 2021, waarbij de in de crisis geleden verliezen tegen 2022 zullen zijn goedgemaakt.

In de VS heeft het herstel verrassend sterk uitgepakt. In het bedrijfsleven duidt de toename van de industriële productie, van de benuttingsgraad van de productiecapaciteit en de orders van duurzame goederen duidelijk op een herstel, terwijl de ISM-enquête erop wijst dat zowel de industrie als de dienstverlening momenteel zwarte cijfers schrijven. Dat is een goed teken voor de arbeidsmarkt. In oktober daalde het werkloosheidscijfer al een vol procentpunt naar 6,9%. Desondanks is het sentiment onder consumenten bekoeld vanwege het stijgend aantal besmettingen. Iedereen zit te wachten op een extra pakket begrotingsstimuli, maar we kunnen alleen maar hopen dat Trumps laatste maanden in het Witte Huis zonder grote problemen zullen verlopen.

In Europa was de sprong in de bbp-groei groter dan verwacht (+12,7%) doordat de beperkende maatregelen werden verlicht. Maar inmiddels zijn die verlichtingen weer teruggedraaid en het hele continent dreigt in een dubbele dip terecht te komen. De situatie wordt er niet beter op nu de langverwachte begrotingsstimulering op een zijspoor is gezet na veto's van Hongarije en Polen, waardoor de steun aan de

economie voorlopig alleen vanuit de ECB kan komen. De centrale bank zal het pakket maatregelen in haar vergadering van december naar verwachting uitbreiden, maar uiteindelijk biedt haar arsenaal weinig ruimte om de consument een hart onder de riem te steken, afgezien van het verlichten van de huidige schuldenlast. Wat dat betreft is er een duidelijke behoefte aan fiscale steun.

De Chinese
economie geniet momenteel een duidelijke V-vormige opleving en is in het derde kwartaal met 4,9% gegroeid dankzij het verrassend snelle herstel in de export en detailhandelsverkopen. Zowel de industriële productie als de dienstverlening maakten in oktober een forse groei door en de PMI wijst erop dat deze trend voorlopig aanhoudt, mede dankzij een gerichte fiscale ondersteuning.

OBLIGATIES

De doorbraak op
vaccingebied stuwde de rentes hoger, maar de stijgingen zijn beperkt door de vrijgevigheid van de centrale banken en de bezorgdheid om de stijgende besmettingscijfers. Nu USD 16 000 miljard aan schuldpapier een negatief rendement oplevert, gaan beleggers op zoek naar marktsegmenten van lagere kwaliteit voor een positief rendement. Om goed tussen risico en rendement te laveren is een selectieve aanpak van essentieel belang.

Wat staatsobligaties betreft, klimt de risicovrije rente in de VS in de voetsporen van de dynamische economie langzaam op, terwijl de Europese rentes zijn geslonken door de lage groei en de afwezigheid van inflatie, de kwelgeesten van de EU. Door de lage en negatieve rente zijn staatsobligaties de spreekwoordelijke aardappels van een evenwichtige portefeuille: standaardkost, maar niet bijzonder smakelijk. In de VS, waar de rente mogelijk langzaam omhoog zal gaan, zijn we bijzonder terughoudend wat betreft de duration.

Onze voorkeur
gaat nog altijd uit naar bedrijfsobligaties van beleggingskwaliteit (*investment grade* of IG) waarvan de kerncijfers een verbetering laten zien. Na maandenlange vlakke koersen betekende het vaccin-nieuws eindelijk een doorbraak

voor de spreads: die zakten in Europa zelfs tot onder de 100 bp. De markt voor bedrijfsobligaties van beleggingskwaliteit geniet voorlopig nog de steun van centrale banken, die in Europa waarschijnlijk nog tot in 2021 aanhoudt. De Amerikaanse IG-obligatiemarkt staat al op eigen benen: de Fed gebruikt nu nog maar een fractie van de vuurkracht waarover ze beschikt. Toen het duidelijk werd dat de Fed in 2021 niet zou doorgaan met de aankoop van bedrijfsobligaties, reageerden de markten gelaten: de aankoop van staatsobligaties door de Fed is natuurlijk ook indirect gunstig voor bedrijfsobligaties.

Hoogrentende
obligaties zijn ook uit hun apathie gebroken en de rente op Amerikaanse hoogrentende obligaties bereikte afgelopen maand een recorddiepte van 4,56%. Met een sterke kapitaalinstroom, een beperkt aantal faillissementen en de kans op enige spreadverkrapping (voornamelijk tussen BBB en BB), hanteren we een selectieve benadering voor deze activaklasse. Het hoogrentende buffet bestaat uit sterk uiteenlopende bedrijven – sommige zijn te vertrouwen, andere moeten worden vermeden. Voorzichtig selecteren is essentieel, vooral nu Moody's heeft voorspeld dat de wanbetalingen pas in maart zullen pieken.

Op de opkomende
markten geven we nog altijd de voorkeur aan bedrijfsobligaties boven staatsobligaties vanwege het volatiliteitsprofiel en de kortere duration.

AANDELEN

Al met al zijn we
positief gestemd over aandelen. In het kielzog van het resultatenseizoen over het derde kwartaal, dat zowel in de VS als in Europa veel beter uitviel dan analisten verwacht hadden, zijn de vooruitzichten voor de winstgroei voor de komende twaalf maanden in alle regio's behalve Japan naar boven bijgesteld. Onze voorkeur gaat nog altijd uit naar de VS (de thuisbasis van hoogwaardige groeibedrijven en bedrijven die profiteren van thuiswerken) en China (vanwege de aanzienlijke binnenlandse groei).

Een scenario waarin de rente langer
laag blijft, is nog altijd gunstig voor de kwaliteit-/groeistijl en dit blijft
ook onze voorkeur. Zoals we in november echter hebben gemerkt, gaan beursrally's
vaak gepaard met kortstondige maar ingrijpende stijlrotaties. Hoewel we niet
geloven dat de huidige omstandigheden langdurig bovengemiddelde prestaties van
waardeaandelen in de hand werken, moeten portefeuilles beschermd worden tegen
de mogelijkheid dat er tijdelijk verschuivingen optreden in het sentiment.
Hiervoor hebben we een zeker niveau van conjunctuurgevoeligheid in de
portefeuille geïntroduceerd via onze sectorselectie: zo hebben we de
blootstelling aan basisconsumptiegoederen teruggebracht ten gunste van
industrie

De industriële
sector doet het midden tot laat in de cyclus goed
en biedt groeimogelijkheden bij stijgende PMI's. De sector wordt een van de
belangrijkste begunstigden van de grootschalige
begrotingsstimuleringsprogramma's in de VS en Europa. We zijn ook positiever
gestemd over Materialen. Het Chinese herstel en de bijbehorende stijging
van de industriële bedrijvigheid behoren tot de belangrijkste drijfveren achter
de sterke winstherzieningen en de gestegen grondstoffenprijzen. Op het eerste
gezicht lijken de waarderingen in de sector vrij hoog, maar dat is voornamelijk
te wijten aan de dure subsector chemie; elders in de sector is nog altijd
waarde te vinden.

De bovenstaande
sectoren geven de portefeuille een vleugje waarde, maar dit wordt gecompenseerd
met sterke groeisectoren die naar onze mening nog verder kunnen stijgen, vooral
nu de pandemie nog welig tiert. De veiligere posities: IT, een sector
met een forse winstgroei, een sterke kasstroomgeneratie en gezonde balansen die
de vruchten plukt van het thuiswerken én de structurele digitalisering; Gezondheidszorg,
een defensieve sector die door de pandemie is opgestuwd; en Nutsbedrijven,
nog een defensieve sector die profiteert – en blijft profiteren – van de
wereldwijde focus op hernieuwbare en schone energie.

De tijd is nog niet rijp om onze portefeuilles klaar te maken voor een opleving van
waardeaandelen. Naarmate het economisch herstel vordert, kunnen aandelen die het charisma
van tech-hoogvliegers missen, óók een comeback maken – zeker wanneer nieuwe

begrotingsstimuli door beginnen te sijpelen in de reële economie. Vooralsnog bestaat onze maaltijd hoofdzakelijk uit kwaliteits-/groeiaandelen en zetten we waardeaandelen als bijgerecht op tafel, zodat de tijdelijke stijlrotaties niet zo zwaar op de maag liggen.

	19/11/2020	DEFENSIEF		LAAG		GEMIDDELD		HOOG	
		Positie	Verandering	Positie	Verandering	Positie	Verandering	Positie	Verandering
Wereldwijde allocatie	Aandelen	●	→	●	→	●	→	●	→
	Obligaties	●	→	●	→	●	→	●	→
	Liquide middelen	●	→	●	→	●	→	●	→
Valuta's	EUR	●	→	●	→	●	→	●	→
	USD	●	→	●	→	●	→	●	→
	Andere	●	→	●	→	●	→	●	→
Aandelen	Europa	●	→	●	→	●	→	●	→
	USA	●	→	●	→	●	→	●	→
	Japan	●	→	●	→	●	→	●	→
	Opkomende markten	●	→	●	→	●	→	●	→
Obligaties	Staatsobligaties - ontwikkelde landen	●	→	●	→	●	→	●	→
	Bedrijfsobligaties - beleggingskwaliteit	●	→	●	→	●	→	●	→
	Bedrijfsobligaties - hoogrentend	●	→	●	→	●	→	●	→
	Staatsobligaties - opkomende markten	●	→	●	→	●	→	●	→
	Totaalrendement	●	→	●	→	●	→	●	→
Grondstoffen	Olie	●	→	●	→	●	→	●	→
	Goud	●	→	●	→	●	→	●	→

Positie: Geeft aan of we positief, neutraal of terughoudend tegenover de activaklasse staan.
Verandering: Geeft aan hoe onze blootstelling is veranderd sinds het assetallocatiecomité vorige maand samenkwam

Disclaimer

All financial data and/or economic information released by this Publication (the "Publication"); (the "Data" or the "Financial data and/or economic information"), are provided for information purposes only, without warranty of any kind, including without limitation the warranties of merchantability, fitness for a particular purpose or warranties and non-infringement of any patent, intellectual property or proprietary rights of any party, and are not intended for trading purposes. Banque Internationale à Luxembourg SA (the "Bank") does not guarantee expressly or impliedly, the sequence, accuracy, adequacy, legality, completeness, reliability, usefulness or timeless of any Data. All Financial data and/or economic information provided may be delayed or may contain errors or be incomplete. This disclaimer applies to both isolated and aggregate uses of the Data. All Data is provided on an "as is" basis. None of the Financial data and/or economic information contained on this Publication constitutes a solicitation, offer, opinion, or recommendation, a guarantee of results, nor a solicitation by the Bank of an offer to buy or sell any security, products and services mentioned into it or to make investments. Moreover, none of the Financial data and/or economic information contained on this Publication provides legal, tax accounting, financial or investment advice or services regarding the profitability or suitability of any security or investment. This Publication has not been prepared with the aim to take an investor's particular investment objectives, financial position or needs into account. It is up to the investor himself to consider whether the Data contained herein this Publication is appropriate to his needs, financial position and objectives or to seek professional independent advice before making an investment decision based upon the Data. No investment decision whatsoever may result from solely reading this document. In order to read and understand the Financial data and/or economic information included in this document, you will need to have knowledge and experience of financial markets. If this is not the case, please contact your relationship manager. This Publication is prepared by the Bank and is based on data available to the public and upon information from sources believed to be reliable and accurate, taken from stock exchanges and third parties. The Bank, including its parent,- subsidiary or affiliate entities, agents, directors, officers, employees, representatives or suppliers, shall not, directly or indirectly, be liable, in any way, for any: inaccuracies or errors in or omissions from the Financial data and/or economic information, including but not limited to financial data regardless of the cause of such or for any investment decision made, action taken, or action not taken of whatever nature in reliance upon any Data provided herein, nor for any loss or damage, direct or indirect, special or consequential, arising from any use of this Publication or of its content. This Publication is only valid at the moment of its editing, unless otherwise specified. All Financial data and/or economic information contained herein can also quickly become out-of- date. All Data is subject to change without notice and may not be incorporated in any new version of this Publication. The Bank has no obligation to update this Publication upon the availability of new data, the occurrence of new events and/or other evolutions. Before making an investment decision, the investor must read carefully the terms and conditions of the documentation relating to the specific products or services. Past performance is no guarantee of future performance. Products or services described in this Publication may not be available in all countries and may be subject to restrictions in some persons or in some countries. No part of this Publication may be reproduced, distributed, modified, linked to or used for any public or commercial purpose without the prior written consent of the Bank. In any case, all Financial data and/or economic information provided on this Publication are not intended for use by, or distribution to, any person or entity in any jurisdiction or country where such use or distribution would be contrary to law and/or regulation. If you have obtained this Publication from a source other than the Bank website, be aware that electronic documentation can be altered subsequent to original distribution.

As economic conditions are subject to change, the information and opinions presented in this outlook are current only as of the date indicated in the matrix or the publication date. This publication is based on data available to the public and upon information that is considered as reliable. Even if particular attention has been paid to its content, no guarantee, warranty or representation is given to the accuracy or completeness thereof. Banque Internationale à Luxembourg cannot be held liable or responsible with respect to the information expressed herein. This document has been prepared only for information purposes and does not constitute an offer or invitation to make investments. It is up to investors themselves to consider whether the information contained herein is appropriate to their needs and objectives or to seek advice before making an investment decision based upon this information. Banque Internationale à Luxembourg accepts no liability whatsoever for any investment decisions of whatever nature by the user of this publication, which are in any way based on this publication, nor for any loss or damage arising from any use of this publication or its content. This publication, prepared by Banque Internationale à Luxembourg (BIL), may not be copied or duplicated in any form whatsoever or redistributed without the prior written consent of BIL 69, route d'Esch ı L-2953 Luxembourg ı RCS Luxembourg B-6307 ı Tel. +352 4590 6699 ı www.bil.com.