

Maart 2022 | Rothschild & Co Asset Management Europe



Zetten de recente gebeurtenissen vraagtekens bij de stijlrotatie die gunstig is voor value?



Anthony Bailly
European Equities
Fund Manager

De Russisch-Oekraïense crisis heeft een forse golf van volatiliteit door de aandelenmarkten gestuurd. Kan die gebeurtenis op middellange termijn de stijlverschuiving naar waarde die begin dit jaar werd ingezet, op de helling zetten?

Hoewel die nieuwe schok onvermijdelijk gevolgen zal hebben voor de groei, zal die volgens ons waarschijnlijk beperkt blijven en zal hij de rentestijgingen waar de waardestijl sinds het begin van het jaar van heeft geprofiteerd, vermoedelijk niet in de weg staan. In die zin zou de recente sterk ondermaatse prestatie van de cyclische sectoren in vergelijking met de defensieve sectoren wel eens snel kunnen ombuigen zodra de geopolitieke spanningen afnemen.

Welke macro-economische gevolgen heeft de Russisch-Oekraïense crisis?

De inval van Rusland in Oekraïne en de sancties die het Westen als gevolg daarvan heeft opgelegd, hebben gevolgen voor het macro-economische klimaat in de eurozone. Algemeen wordt nu uitgegaan van een scenario met een duurzamere inflatie en een zwakkere groei, als gevolg van de hogere grondstofprijzen, de bijkomende druk op de toeleveringsketens en het afgenomen gezinsvertrouwen.

Hoe en hoe snel er ook een einde komt aan het conflict, het lijkt weinig waarschijnlijk dat de sancties tegen Rusland op korte termijn zullen worden opgeheven. Dat leidt nu al tot hogere energieprijzen, waardoor het conflict echt voelbaar wordt in de eurozone en wat het inflatoire plaatje voor de korte en de middellange termijn alleen maar versterkt. Uit recente verklaringen van de centrale banken blijkt dat de strijd tegen langdurige inflatie de prioriteit krijgt, wat betekent dat ze het monetaire beleid verder zullen moeten normaliseren. Overigens zal er om de Europese militaire en energie-onafhankelijkheid te financieren, nieuwe schuld worden uitgegeven op een moment waarop de ECB haar inkoopprogramma begint af te bouwen, wat de opwaartse druk op de Europese rentevoeten zal verhogen.

Wat de groei in de eurozone betreft, hebben de meeste economen hun prognoses met zo'n 1,5% teruggeschoefd, rekening houdend met een gemiddelde olieprijs van meer dan 100 dollar over het hele jaar 2022. De groeioprognose voor 2022 bedraagt nu dus zo'n 3% (3,0% volgens JP Morgan⁽¹⁾, 2,9% volgens UBS⁽²⁾, 2,5% volgens Goldman Sachs⁽³⁾), waarmee ze nog altijd ruim boven het langetermijnpotentieel (1- 1,5%)⁽⁴⁾ zit. Dat strookt niet met het stagflatiescenario dat de markt geleidelijk aan lijkt aan te nemen, aangezien de cyclische sectoren de laatste tijd ondermaats hebben gepresteerd.



Vincent Iméneuraët
European Equities
Fund Manager

Valueestrategie: Een waardestrategie is een strategie die op zoek gaat naar ondernemingen die op een bepaald moment door de markt worden ondergewaardeerd, d.w.z. waarvan de beurswaardering lager is dan ze zou moeten zijn in verhouding tot de inkomsten en de waarde van de activa van de onderneming. Waardebeleggers selecteren aandelen met een lage koers/boekwaardeverhouding of een hoog dividendrendement.

Cyclische aandelen: Cyclische aandelen zijn sterk gecorreleerd met economische cycli. Zij profiteren dus sterk van perioden van herstel en expansie, maar worden ook als eerste getroffen door een economische neergang.

(1) Bron: JP Morgan 18/03/2022.

(2) Bron: UBS 14/03/2022.

(3) Bron: Goldman Sachs 10/03/2022.

(4) Bron: Natixis, Patrick Artus 05/03/2022.

In het verleden behaalde resultaten vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten en zijn niet constant in de tijd. De prestaties van de indexen worden berekend met dividenden Geheerinvesteerd.



Hoewel wij het scenario van een hoog blijvende inflatie niet in twijfel trekken, zijn we ervan overtuigd dat de groei dynamisch zal blijven. Ondanks de huidige spanningen mogen we niet vergeten dat de groeikatalysatoren verder wel sterk blijven: (i) de spaarquote van de gezinnen blijft hoog (ongeveer 6 punten van het bbp in de eurozone), (ii) de voorraden, die na de coronacrisis op absolute dieptepunten zitten, moeten opnieuw worden aangevuld, (iii) er zijn investeringen nodig om het productieapparaat weer op een goed niveau te krijgen en (iv) in de eurozone zullen de relanceplannen worden uitgerold, die overigens nog zullen worden versterkt door de recente aankondigingen in verband met de militaire en energie-onafhankelijkheid van Europa.

Hoe heeft de markt op die spanningen gereageerd?

Na een daling met 12%⁽⁵⁾ tussen het begin van het conflict op 24 februari en het dieptepunt op 8 maart heeft de Eurostoxx dat verlies haast volledig weer goedge maakt, omdat de beleggers geleidelijk op een de-escalatie begonnen te rekenen. Sinds de Russische invasie blijkt uit de ondermaatse prestatie van de cyclische sectoren in vergelijking met defensieve sectoren (-7 punten volgens Goldman Sachs) echter dat de markt veeleer een economische krimp verwacht.

Ter illustratie: zo heeft de banksector vrijwel al zijn relatieve meerprestatie sinds het begin van het jaar uitgevlakt door een verlies van 33%⁽⁵⁾ tegenover zijn hoogtepunt van medio februari, waardoor de waardering van de sector onder die van 2019 is gevallen met een K/B (koers-boekwaardeverhouding) van 0,6x, ook al staan de Europese rentevoeten op hun hoogste peil sinds eind 2018 (de Duitse tienjaarsrente bedraagt meer dan 0,45%⁽⁵⁾). Dat betekent dat de ontwikkeling van de rentemarge op de helling komt (ondanks de normalisering van het monetaire beleid) en dat de verwachting van het aantal wanbetalingen stijgt, wat dan weer de dividenduitkeringen in gevaar kan brengen. Dat lijkt ons overdreven, gezien het macro-economische klimaat dat we eerder al beschreven en de bijzonder sterke balansen van de sector.

Nog een cyclische sector die bijzonder rake klappen heeft gekregen: de automobielsector. Ondanks de bijzonder hoge marges in de sector dankzij een gunstig mixeffect en een groot vermogen om de prijsstijgingen in 2021 door te berekenen aan zijn klanten, heeft de markt deze effecten zwaar afgestraft omdat wordt verwacht dat (i) de productie stabiel zal blijven ten opzichte van 2021, (ii) een groot deel van de prijsstijgingen van vorig jaar weer zal verdwijnen en (iii) de significante stijging van de inputkosten de marges zal uithollen. Dat pessimistische scenario lijkt al te zijn verrekend in de waardering van de ondernemingen in onze portefeuilles. Zo worden Stellantis en Mercedes momenteel verhandeld met een koers-winstverhouding van respectievelijk 4x en 7x.

Wat is onze verwachting voor de komende weken?

Het is natuurlijk moeilijk te zeggen hoe de situatie zich zal ontwikkelen. Het diplomatieke pad loopt misschien niet over rozen, maar is nog altijd bewandelbaar en wordt vooral breed ondersteund door de internationale gemeenschap. De tijd speelt ook niet in het voordeel van Rusland, dat snel geïsoleerd aan het raken is, zowel diplomatiek als economisch. In die zin lijkt een detente van het conflict in de loop van het voorjaar het waarschijnlijkste scenario.

Na zijn piek van bijna 134 dollar op 8 maart is de olieprijs teruggevallen. De markten, die momenteel meesurfen op de opeenvolgende golven van hoop en teleurstelling over een oplossing van het conflict, fluctueren dan ook heel sterk. Voor de cyclische sectoren en de financiële sector staan de waarderingen nu op niveaus die normaal zijn voor het einde van een cyclus en het lijkt ons opportuun om die risicopremies te benutten als deze crisis, in lijn met de consensus, de economische cyclus niet doorbreekt.

Ondanks de huidige nervositeit en de beperkte voorspelbaarheid lijkt het economische klimaat - dat bijzonder gunstig is voor de waarde stijl - met dynamische economische groei en een verstrakking van het monetaire beleid ons nog altijd van toepassing.

Positionering van het fonds en voornaamste wijzigingen

In die context van sterke volatiliteit hebben we enkele aanpassingen doorgevoerd in de portefeuille: enerzijds hebben we posities versterkt in de banken die volgens ons de zwaarste klappen hadden gekregen ondanks hun beperkte blootstelling aan Rusland en Oekraïne, met name BNP en Intesa; anderzijds via een aantal cyclische effecten waarvoor de markt naar onze mening te streng was geweest, met als beste voorbeelden Stellantis en Alstom.

(5) Bron: Bloomberg 23/03/2022.

In het verleden behaalde resultaten vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten en zijn niet constant in de tijd. De prestaties van de indexen worden berekend met dividenden Geheerinvesteerd.



Verder hebben we de daling van de koersen benut om een arbitrage door te voeren in de reis- en vrijetijdssector door een positie in Ryanair te nemen en onze positie in Sodexo te sluiten. Door de marktsituatie hadden we de mogelijkheid een blootstelling te nemen aan de kwaliteitsspeler in de luchtvaartsector met een sterke balans, sterke groeivoorzichten en een bijzonder aantrekkelijk concurrentievoordeel wat oliehedging betreft. Anderzijds leek Sodexo, dat door zijn multilokale en defensieve karakter een zekere weerbaarheid had getoond, zijn strategische opties op het spel te hebben gezet (verkoop van de activiteit Benefits & Rewards) met de recente aanstelling van Sophie Bellion, dochter van de stichter van de onderneming, als CEO, terwijl werd verwacht dat er iemand met ervaring van buitenaf zou worden gekozen.

In de energiesector behielden we onze overweging door onze positie in Technip Energies, dat te lijden heeft gehad van zijn blootstelling aan Rusland, nog op te trekken, omdat het naar onze mening bijzonder goed gepositioneerd is om te profiteren van het plan voor energieonafhankelijkheid dat in Europa is aangekondigd. Die versterking hebben we gefinancierd door onze posities in Total Energies en Eni, die in de besproken periode goed stand hebben gehouden, af te bouwen.

Ten slotte hebben we in de defensievere pijler AB Inbev, dat gevoelig is voor de stijging van de tarwe- en hopprijzen, deels verkocht en ingeruild voor Danone, dat een defensiever profiel heeft en begin maart van zijn strategische herziening heeft geprofiteerd om het veel pragmatischere karakter van zijn nieuwe governance te bevestigen.

Voltooid op 23/03/2022



Waarschuwingen

De informatie, opmerkingen en analyses in dit document worden louter ter informatie verstrekt en mogen niet worden beschouwd als beleggingsadvies, belastingadvies, een aanbeveling of beleggingsadvies van Rothschild & Co Asset Management Europe. De informatie/meningen/gegevens/informatie/opinies/gegevens in dit document, die geacht worden wettig en correct te zijn op de datum van hun bekendmaking, overeenkomstig de economische en financiële omstandigheden die op die datum bestonden. De in dit document vervatte informatie/opinies/gegevens die op de dag van publicatie als rechtmatig en juist worden beschouwd in overeenstemming met het op die datum heersende economische en financiële klimaat, kunnen te allen tijde worden gewijzigd.

Deze analyse is alleen geldig op het moment van schrijven. Hoewel dit document met de grootst mogelijke zorgvuldigheid is samengesteld op basis van bronnen die door Rothschild & Co Asset Management betrouwbaar worden geacht, biedt het geen garantie met betrekking tot de juistheid en volledigheid van de hierin opgenomen informatie en beoordelingen, die slechts een indicatieve waarde hebben en kunnen zonder

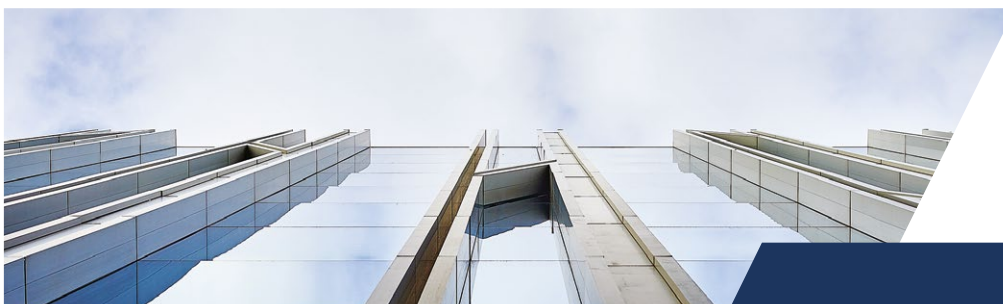
voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Rothschild & Co Asset Management Europe heeft de informatie niet onafhankelijk geverifieerd van de informatie in dit document en kan daarom niet verantwoordelijk worden gesteld voor eventuele fouten of weglatingen, of voor de interpretatie van de informatie in dit document. Alle gegevens zijn opgesteld op basis van boekhoudkundige of marktinformatie. Niet alle boekhoudkundige gegevens zijn door een accountant gecontroleerd.

Gepubliceerd door Rothschild & Co Asset Management Europe, een vermogensbeheerder 1.818.181,89, 29, avenue de Messine - 75008 Parijs. Goedkeuring AMF nr. GP 17000014, RCS Parijs 824 540 173.

Niets uit dit document mag in enigerlei vorm worden gereproduceerd zonder voorafgaande toestemming van Rothschild & Co Asset Management Europe, op straffe van vervolging.

Over Rothschild & Co Asset Management Europa

Als gespecialiseerde vermogensbeheerdivisie van de groep Rothschild & Co. bieden wij een breed scala aan beleggers gepersonaliseerde beheersdiensten aan. instellingen, financiële tussenpersonen en distributeurs. Onze ontwikkeling is gebaseerd op een reeks van fondsen met een open einde, die als volgt op de markt worden gebracht onder vier sterke merken: Conviction, Valor, Thematic en 4Change, en het profiteren van onze lange termijn expertise in actief en overtuigingsmanagement, alsmede dan in gedelegeerd beheer. We zijn gevestigd in Parijs en gevestigd in 10 Europese landen. We beheren meer dan 22 miljard euro en hebben bijna 150 mensen in dienst. Meer informatie op: www.am.eu.rothschildandco.com



Volg ons op
LinkedIn 

Voor meer informatie
am.eu.rothschildandco.com

 **Rothschild & Co**
Asset Management