



Nadège Dufossé, CFA
Head of Asset Allocation

ACTIVA-ALLOCATIE - JULI 2020

VOORUITZICHTEN: GEKENDE EN
DUS VERWACHTE RISICO'S IN HET TWEEDE
HALFJAAR?

EEN ONGEZIENE GEZONDHEIDS-, ECONOMISCHE EN FINANCIËLE CRISIS?

Is de gezondheids crisis die we op dit moment doormaken een 'zwarte, grijze of witte zwaan' voor de financiële markten? De kleur die we aan deze gebeurtenis toekennen, is afhankelijk van de voorspelbaarheid ervan. Nassim Taleb, die aan de oorsprong ligt van deze theorie, weigert om het een zwarte zwaan te noemen. Een dergelijke gebeurtenis was immers voorspelbaar, en we konden ons dit zeer goed voor de geest halen. In 2011 zagen we in een film als 'Contagion' bijvoorbeeld een vrij realistische opeenvolging van gebeurtenissen die leidde tot een wereldwijde pandemie, zoals we die op dit moment doormaken. We konden ons dit weliswaar voorstellen, maar voorbereid waren we niet, zoals Bill Gates ons hier vier jaar later voor waarschuwde. Hij zei toen overduidelijk 'we are not ready for the next pandemic'.

Daarnaast konden we ons amper inbeelden wat de ongeziene gevolgen zouden zijn van deze epidemie: een lockdown, een gedeeltelijke of volledige sluiting van de belangrijkste economieën gedurende weken, snelle en krachtvolle ingrepen van de centrale banken en overheden om deze gezondheids crisis in te dammen. We zitten ook op dat vlak in een experimentele fase.

De wereld is op enkele weken tijd van het einde van een economische cyclus naar een heuse recessie geëvolueerd. De conjunctuurindicatoren lijken in april en mei hun dieptepunt bereikt te hebben. We zien sinds juni immers een sterk herstel van de economische activiteit in heel wat landen. Na een snelle inhaalbeweging die te danken is aan de opheffing van de lockdowns, is het nu de vraag hoe snel de economieën zich zullen kunnen herpakken. We moeten ook stilstaan bij de meer structurele veranderingen die ze hebben ondergaan.

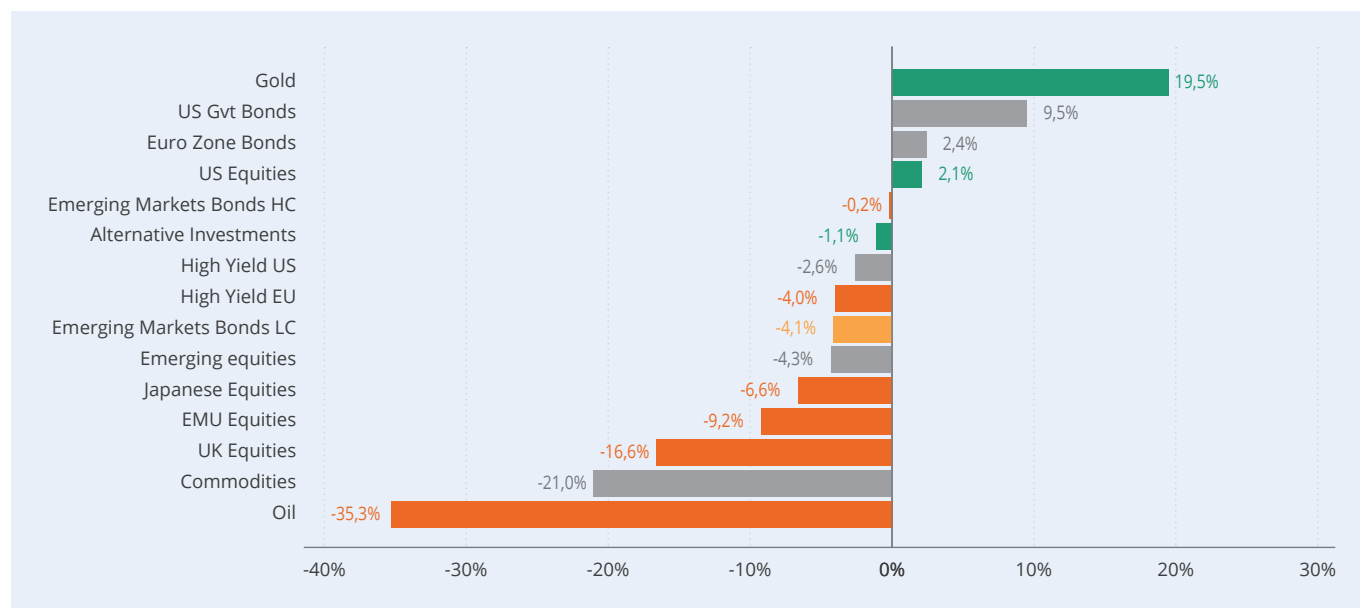
Aan de hand van een analyse van de prestaties (per 13 juli) die de verschillende activaklassen sinds het begin van het jaar hebben neergezet kunnen we niet inschatten welke catastrofe we sinds het begin dit jaar meemaken. Amerikaanse aandelen zijn sinds het begin van dit jaar immers met 2% gestegen, terwijl groeielandenaandelen slechts 4% zijn teruggevallen. Enkel Europese aandelen zijn iets sterker teruggevallen (-9% voor de eurozone en -16% voor het Verenigd Koninkrijk). De grondstoffenprijzen daarentegen hebben de zwaarste klappen gekregen (zo daalde de olieprijs met 35%).



Is het nu de vraag hoe snel de economieën zich zullen kunnen herpakken.



RENDEMENT PER ACTIVAKLASSE (IN LOKALE MUNT)



Bron: Bloomberg, Candriam. Gegevens op 13.07.2020. In het verleden behaalde resultaten zijn geen garantie voor de toekomst.

EEN FLEXIBELE ALLOCATIE IN ONGEZIENE OMSTANDIGHEDEN

Wat was de rode draad doorheen ons beheer in het eerste halfjaar? Flexibiliteit, aanpassingsvermogen en reactiviteit om de grillen op de markten op te vangen. Hoe is dit tot uiting gekomen? In een afbouw van de posities in risicovolle activa in januari en februari. Eind maart werd de aandelenweging opgetrokken na de zware correctie in de loop van de maand. Vervolgens werd de weging in Europese 'Investment Grade' bedrijfsobligaties en groeilandenobligaties verhoogd in april en mei. Goud was gedurende deze volledige periode een basiswaarde. Het heeft positief bijgedragen tot de prestaties, zowel tijdens de correcties als tijdens de herstelfasen.

Hoe zijn we vandaag gepositioneerd? De financiële markten blijven op dit moment tussen hamer en aambeeld zitten. Enerzijds zien we sinds juni immers meevallende economische cijfers, en is de activiteit snel aangetrokken. Anderzijds is de verspreiding van het virus op wereldschaal nog zeker niet ingedamd. Het risico op een ongebreidelde verspreiding van het virus in bepaalde landen, of een tweede besmettingsgolf, kunnen het herstel van

de economische activiteit in de kiem smoren, ondanks de ondersteuningsmaatregelen van de centrale banken en overheden. Bijgevolg hebben wij onze posities opgetrokken in de activaklassen en regio's die aantrekkelijk gewaardeerd zijn en zullen kunnen profiteren van dit herstel. We houden ondertussen onze afdekkingen aan, vooral op onze aandelenblootstelling.

EEN POLITIEK EN ECONOMISCH HERSTEL IN EUROPA

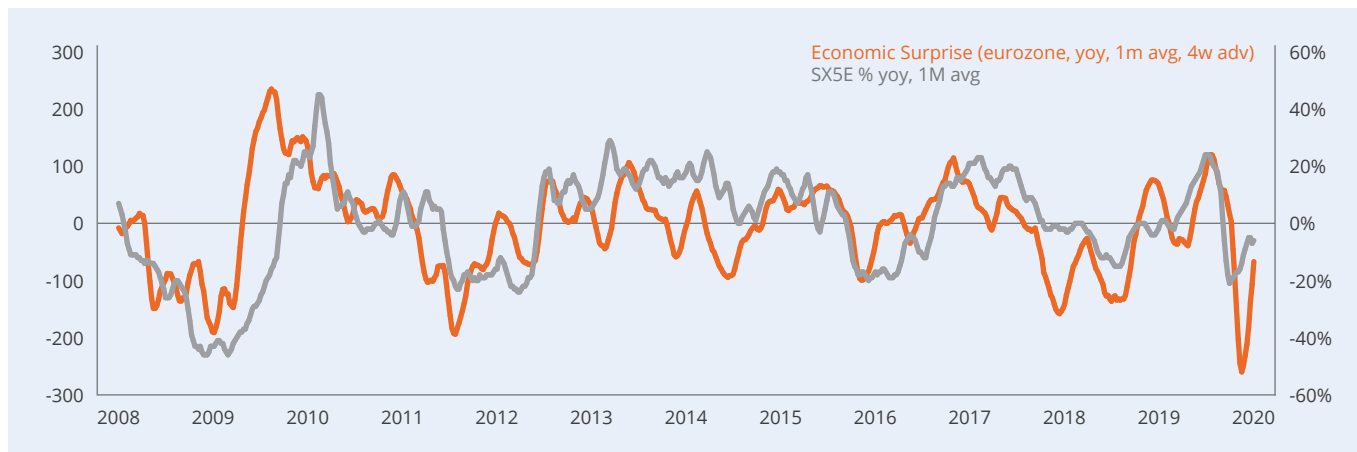
Europese activa presteren niet zo goed als Amerikaanse of groeilandenactiva. Europa heeft volgens ons een aantal troeven, waardoor het in het tweede halfjaar relatief beter zal kunnen presteren. Deze voorkeur voor Europa blijft van tactische aard, hoewel we op lange termijn eindelijk meer lichtpuntjes beginnen te zien waardoor het Oude Continent opnieuw structureel interessanter wordt.

EUROPESE ACTIVA PRESTEREN BETER IN EEN ECONOMISCHE HERSTELFASE

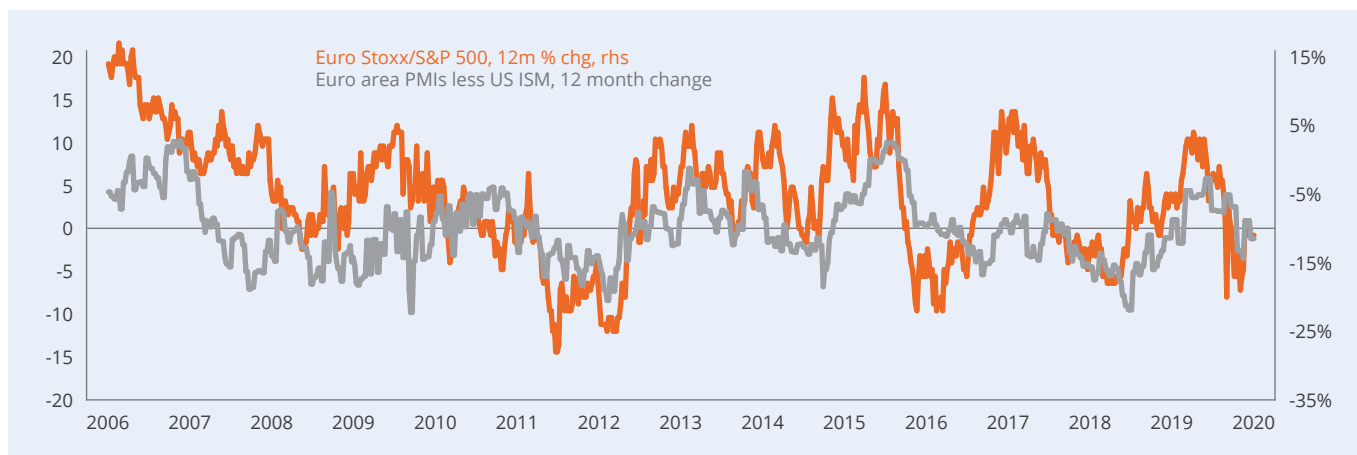
De Europese indices bevatten meer cyclische bedrijven, waardoor ze tijdens een herstelfase beter kunnen presteren. In West-Europa werd er in maart een strikte lockdown opgelegd. Aanvankelijk speelde die in het nadeel van de Europese landen, maar nu zou het tij moeten keren. Het virus werd beter beheerd dan in de Verenigde Staten en het economische herstel zou er sterker moeten zijn. De overheden hebben maatregelen genomen om de tewerkstelling op peil te houden. Hierdoor zal de werkloosheidsgraad minder sterk oplopen dan in de Verenigde Staten, en zal de activiteit sneller kunnen aantrekken.

“ De gezondheids crisis als gevolg van COVID-19 is ongezien. We doorlopen in sneltreintempo alle normale fasen van een economische cyclus. ”

RENDEMENT VAN DE EUROPESE INDEX EN ECONOMISCHE ACTIVITEIT



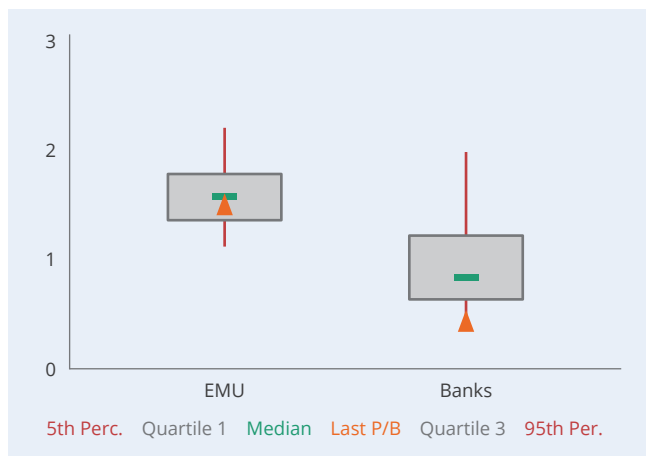
Bronnen: Bloomberg, Candriam



Bronnen: Bloomberg, Candriam

In een dergelijk klimaat versterken wij met name onze blootstelling aan meer cyclische en 'value' sectoren. Zo zal de banksector volgens ons garen spinnen bij dit herstel: de banken zijn historisch laag gewaardeerd. Ze presteren goed wanneer de activiteit weer aantrekt, en hebben dit keer geprofiteerd van de ondersteuning van de Europese Centrale Bank. Er werd een nieuwe TLTRO in het leven geroepen tegen bijzonder gunstige voorwaarden voor de banken (ze worden 1% betaald om te lenen bij de ECB). Dat kan de winstgroei voor de sector met 5% verhogen (en zelfs nog meer voor bepaalde Italiaanse banken). In de huidige crisis zijn de banken in tegenstelling tot in 2008 geen onderdeel van het probleem, maar wel van de oplossing. Zij moeten de ondernemingen immers in staat stellen om het hoofd boven water te houden wanneer de activiteit enkele weken stilvalt. Volgens ons onderschatten beleggers op dit moment waarschijnlijk de mogelijke winststijgingen in 2021 en 2022. Dat kan zorgen voor een krachtig herstel van de sector.

DE BANKEN ZIJN HISTORISCH LAAG GEWAARDEERD – PRICE TO BOOK VALUE



Bronnen: Bloomberg, Candriam

ZAL DE RISICOPREMIE GEDURIG DALEN?

Crisisperiodes zijn doorgaans momenten waarop Europa politieke vooruitgang kan boeken. De gezondheids crisis als gevolg van COVID-19 is ongezien. We doorlopen in sneltreintempo alle normale fasen van een economische cyclus. Europa heeft krachtadig opgetreden, en we zien grondige veranderingen die ervoor kunnen zorgen dat de risicopremie gedurig afneemt.

Duitsland heeft zijn budgettaire orthodoxie al snel laten varen, alsook ook de gouden regel van het nultekort. Zo heeft het land een begrotingsstimulus aangekondigd van meer dan 10% van het huidige bbp. Deze fiscale versoepeling werd al geruime tijd gevraagd door een deel van Europa! De tweede institutionele hervorming betreft het Europese herstellfonds. Dat werd immers gezamenlijk aangekondigd door Angela Merkel en Emmanuel Macron. Het is een eerste sterk signaal van meer Europese solidariteit. Op termijn zal dit immers leiden tot een Europese begroting die voorzien is van eigen middelen. Dit is een sterk politiek gebaar, maar de economische impact van het herstelplan blijft weliswaar beperkt: 750 miljard euro over meerdere jaren, goed voor 6% van het bbp. Meer dan de helft zijn subsidies die worden toegekend aan de landen die het zwaarst werden getroffen door de crisis. Dit plan zal deel uitmaken van de Europese begroting, en zal worden betaald door een schulduitgifte van de Europese Commissie. De uitvoering ervan is symbolisch, en betonnet de Europese constructie. Hierdoor daalt immers het risico dat de eurozone verder versnipperd. Dat risico is al tot uiting gekomen na de Grote Financiële Crisis van 2008.

De Europese Centrale Bank van haar kant ondersteunt in belangrijke mate de economieën. De verruiming van haar balans sinds het begin van dit jaar is vergelijkbaar met die van de Fed. Daarnaast kan zij ook overheidsschulden opkopen van de landen die

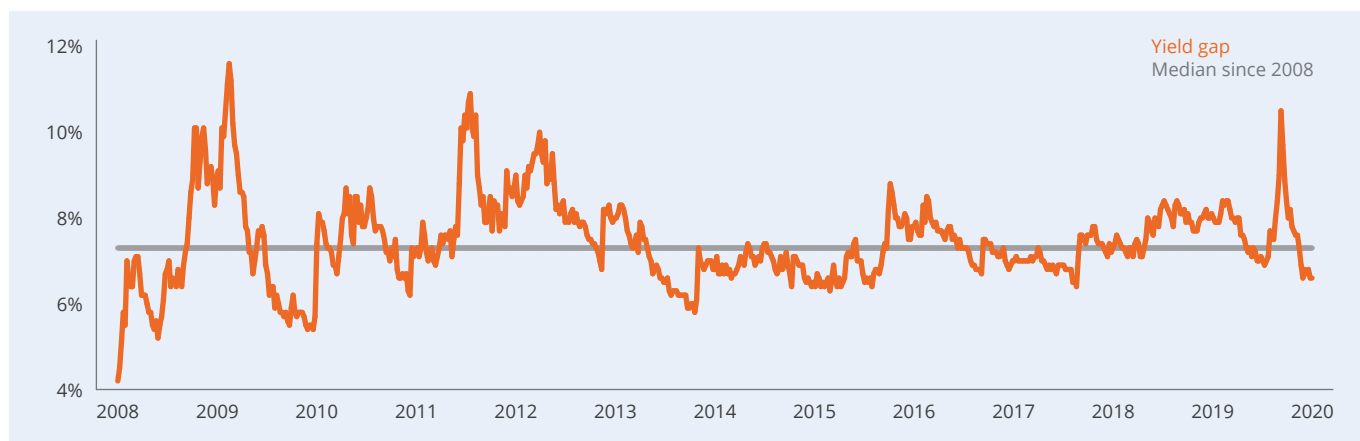
dit het meest nodig hebben (zonder per se de vroegere verdeel-sleutels te respecteren). De centrale bank ondersteunt eveneens rechtstreeks de ondernemingen door obligaties op te kopen. Aan de hand van deze enorme inbreng van liquide middelen is de risicopremie op schuld papier van de perifere landen afgenomen, alsook die op bedrijfsobligaties.

De Europese risicopremie is sinds 2008 lager dan de mediaan. Dat neemt niet weg dat zij nog steeds zowat 6,5% bedraagt. Dat is hoger dan de Amerikaanse risicopremie (4,5%). Niet-Europese beleggers onttrekken al verschillende jaren geld uit de regio. Indien Europa erin slaagt om deze trend om te buigen, dan kan de risicopremie nog meer afnemen, en zullen Europese risicovolle activa hun inhaalbeweging doorzetten.

Wat is het gevolg van deze omgeving? Wij hebben onze blootstelling aan Europese aandelen (voornamelijk uit eurozone) en aan Europese 'Investment Grade' bedrijfsobligaties opgetrokken. We staan eveneens positief tegenover schuld papier uit de Europese periferie, en staan negatief tegenover Duits overheidspapier. We hebben daarentegen wel beslist om onze posities in Amerikaanse aandelen sinds juni af te bouwen. We vinden immers dat de risico's aan de andere kant van de Atlantische Oceaan aan het oplopen zijn, hoewel de S&P 500 sinds het begin van het jaar met winst noteert.

“ Europa heeft volgens ons een aantal troeven, waardoor het in het tweede halfjaar relatief beter zal kunnen presteren. ”

DE RISICOPREMIE OP EUROPESE AANDELEN* KAN VERDER AFNEMEN



* Risicopremie = geschatte WPA (winst per aandeel) 2021 / prijs index - 10-jarige rentevoet.
Bronnen: Refinitiv, Bloomberg, Candriam

DE RISICO'S IN DE VERENIGDE STATEN ZIJN AAN HET OPLOPEN

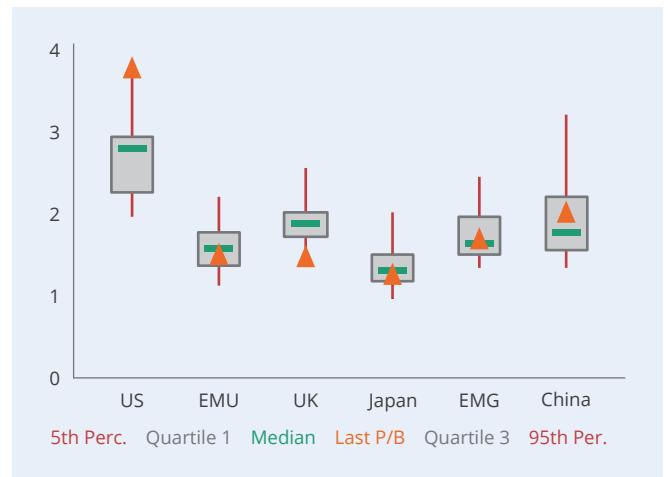
De situatie in de Verenigde Staten lijkt op dit moment onzekerder dan in Europa. De risico's zijn vooral geconcentreerd rond twee punten: enerzijds de manier waarop wordt omgegaan met de COVID-19 pandemie en de economische gevolgen ervan; anderzijds de mogelijkheid dat er een 'blauwe golf' komt na de presidentsverkiezingen in november aanstaande. Amerikaanse activa zijn hoger gewaardeerd, wat minder ruimte laat voor eventuele teleurstellingen. Zelfs wanneer we geen rekening houden met technologie en communicatie, blijft de Amerikaanse markt relatief duurder dan de Europese.

De COVID-19 pandemie blijft zich snel verspreiden in de Verenigde Staten, terwijl ze in China, Europa, Japan en Canada onder controle lijkt te zijn.

Indien er wordt beslist om opnieuw lokale of gedeeltelijke lockdowns op te leggen, kan dat het economische herstel fnuiken. Dat is wat we nu al zien aan de hand van high frequency data (Apple mobility trend – consumptiegegevens van Harvard...) die in real time de evolutie van de activiteit meten. Die laatste gegevens tonen aan dat het herstel in de landen die het zwaarst worden getroffen door een tweede besmettingsgolf stilvalt.

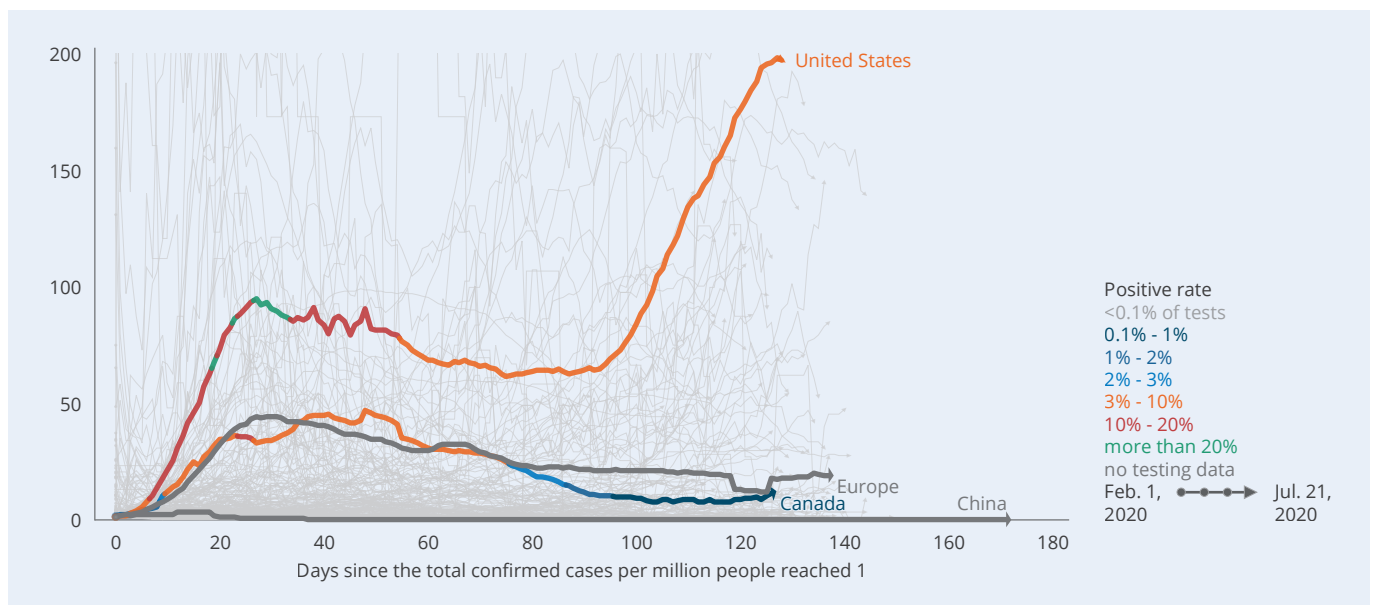
Door het 'slechte' beheer van de pandemie zijn in de loop van het tweede kwartaal de peilingen voor de Amerikaanse verkiezingen helemaal veranderd. Tot dusver lag D. Trump immers op voorsprong en zou hij in november het pleit winnen. Vandaag

WAARDERING: DE DUURDERE AMERIKAANSE MARKT - PRICE TO BOOK VALUE



Bronnen: Bloomberg, Candriam

NIEUWE DAGELIJKSE BEVESTIGDE GEVALLEN VAN COVID-19 PER MILJOEN MENSEN 7-daags voortschrijdend gemiddelde



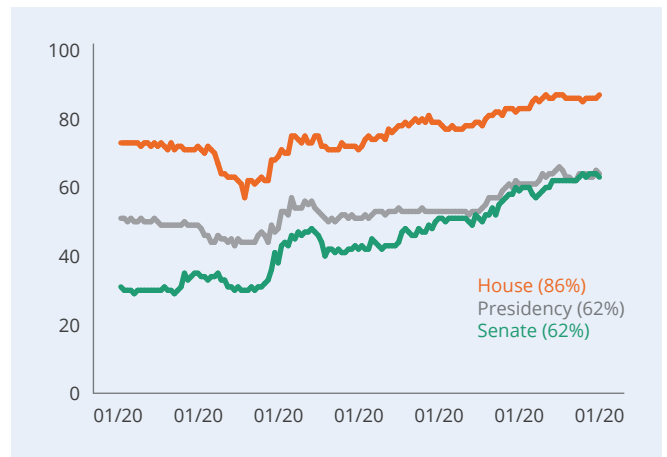
Bron: European CDC – Situation Update Worldwide – Last updated 21 July, 09:38 (London time), Official data collated by Our World in Data CC BY

“ Vandaag lijken de Verenigde Staten minder hun status van ‘veilige haven’ te verdienen dan in vorige crisissen. De economische en politieke risico’s lijken er groter te zijn dan in Europa. ”

is de kans op een volledige Democratische overwinning, zowel qua President als Congres, fors toegenomen. Een overwinning van J. Biden kan voor bepaalde sectoren negatieve gevolgen hebben (vooral voor gezondheidszorg en energie). De globale impact op de Amerikaanse markt is moeilijker in te schatten. Bepaalde punten van zijn programma lijken gevoeliger te liggen, zoals de verhoging van de vennootschapsbelastingen of het optrekken van het minimuminkomen. De lancering van een milieuvriendelijk infrastructuurprogramma en een mogelijke ontspanning in de internationale relaties zijn daarentegen eerder positieve factoren.

Vandaag lijken de Verenigde Staten minder hun status van ‘veilige haven’ te verdienen dan in vorige crisissen. De economische en politieke risico’s lijken er groter te zijn dan in Europa. Het meest veerkrachtige segment van de Amerikaanse markt zijn de groeiwaarden, waarvan de waardering de afgelopen weken bijzonder fors is opgelopen. Dat kan een bijkomend risico inhouden indien de marktverwachtingen keren.

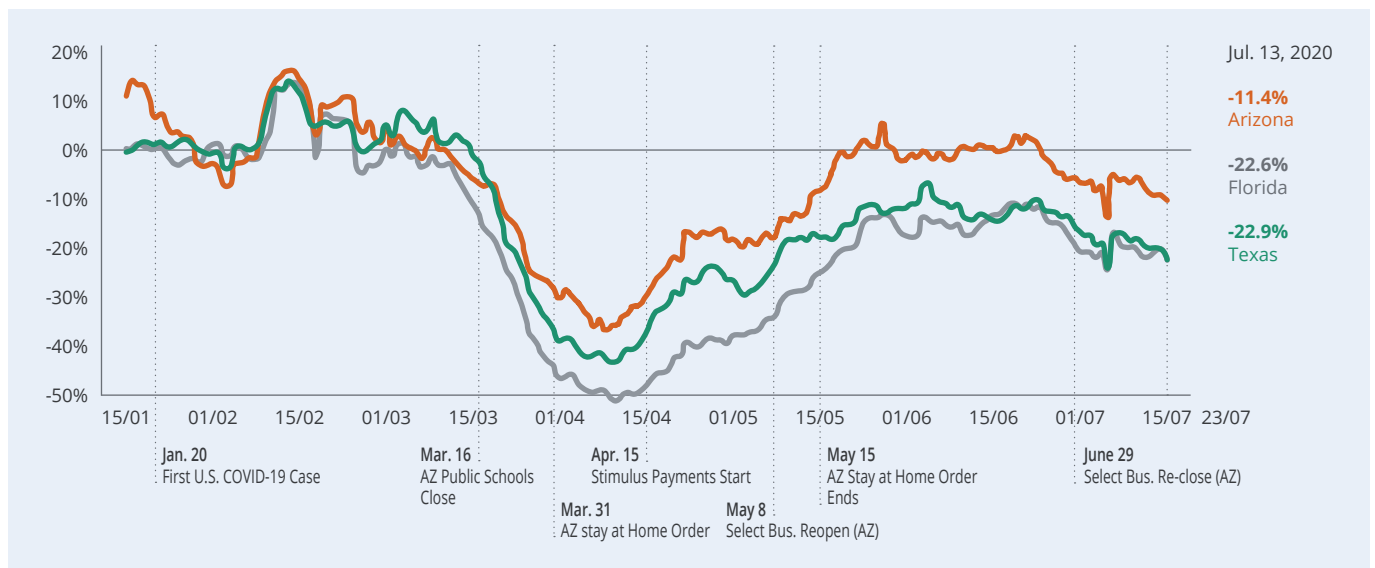
KANS OP EEN DEMOCRATISCHE OVERWINNING



Bronnen: Bloomberg, Candriam

PROCENTUELE VERANDERING IN DE INKOMSTEN VAN KLEINE BEDRIJVEN*

In Arizona zijn de totale inkomsten van kleine bedrijven per 13 juli 2020 met 11,4% gedaald ten opzichte van januari 2020.



* Change in net business revenue for small businesses, indexed to January 4-31 2020 and seasonally adjusted. This series is based on data from Womply. Bron : <https://www.tracktherecovery.org/>

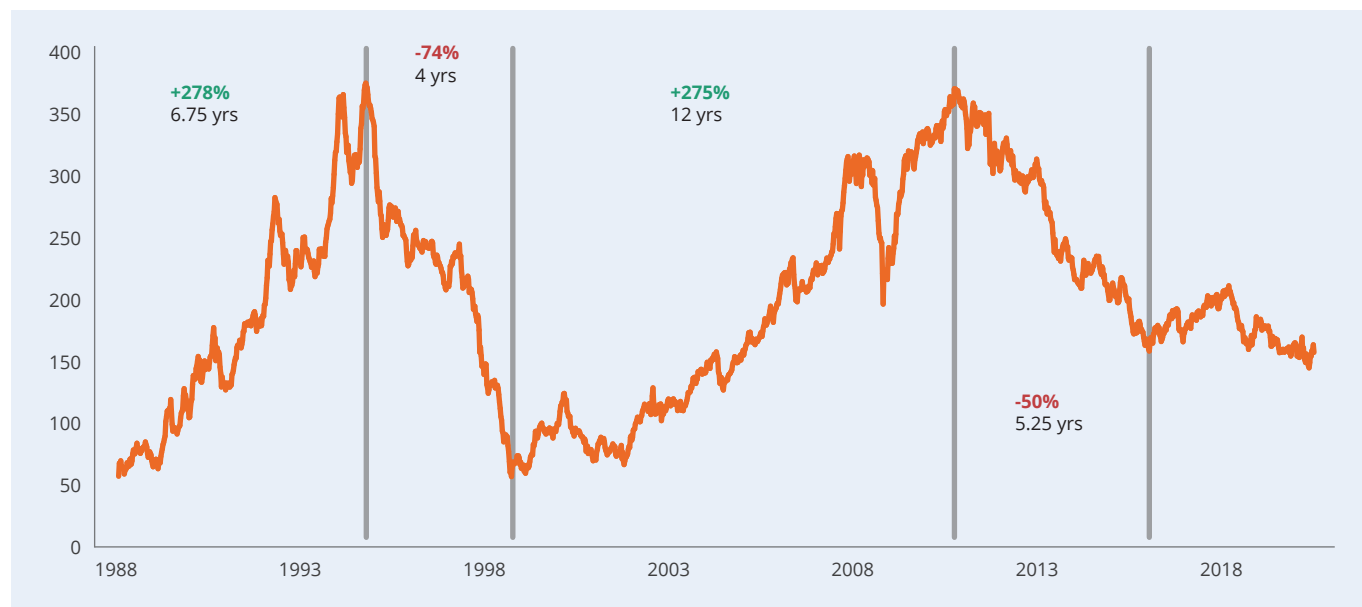
GROEILANDEN: AANTREKKELIJKE RENDEMENTEN OP MIDDELLANGE TERMIJN VOOR AANDELEN EN OBLIGATIES

We staan positief tegenover de activa uit de groeielanden. We hebben met name onze posities in China en de binnenlandse waarden in dat land opgetrokken.

Groeilandenaandelen zijn nog steeds aantrekkelijk gewaardeerd. Twee derde van de aandelenindex van de groeielanden bestaat uit Aziatische aandelen uit China, Taiwan en Zuid-Korea. In die landen werd de gezondheids crisis goed beheerd. Het epidemierisico is er lager dan elders. De Chinese groei, die aan het begin van dit jaar een forse klap had gekregen, is sinds het tweede kwartaal opnieuw aan het herstellen. Dit jaar zou China een positieve groei van zowat 2% moeten kunnen voorleggen. Vanaf eind 2020 zou het opnieuw even snel moeten groeien als voor de COVID-19 pandemie. De groeielanden presteren doorgaans superieur wanneer het groeiverschil ten opzichte van de ontwikkelde landen toeneemt. Dat zou de komende jaren het geval moeten zijn. Wanneer de versterking van de Amerikaanse dollar stilvalt, kan dat een bijkomend positief element zijn.

“ Dit jaar zou China een positieve groei van zowat 2% moeten kunnen voorleggen. Vanaf eind 2020 zou het opnieuw even snel moeten groeien als voor de COVID-19 pandemie. ”

AANDELEN UIT DE OPKOMENDE MARKTEN VERSUS WERELDWIJDE AANDELEN



Bronnen: Bloomberg, Candriam

EEN EVENWICHTIGE PORTEFEUILLESAMENSTELLING

Onze portefeuillesamenstelling geeft dan ook de voorkeur aan de activa en regio's die sterk blootgesteld zijn aan het economisch herstel. Beleggers zijn zich goed bewust van de risico's en houden er rekening mee. Dat beperkt het dalingspotentieel van de financiële markten: het sentiment is verre van uitbundig en beleggers houden nog steeds veel cash aan in portefeuille. Onze positionering geeft over het algemeen de voorkeur aan risico (voorkeur voor Europa, bepaalde valuesectoren en activa uit de groei landen). Desalniettemin houden we onze afdekkingen op aandelen in onze portefeuilles aan, om de impact van de volatiliteit die er vandaag heerst te temperen.

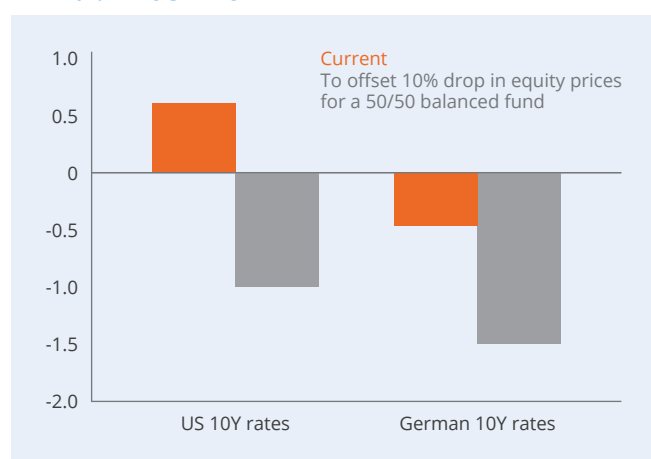
De lagerenteomgeving, die nu alomtegenwoordig is door de enorme stimulusmaatregelen van de centrale banken, blijft eveneens een uitdaging voor elke gediversifieerde portefeuille.

Zoals de onderstaande grafiek aantoont, zouden we sterk negatieve rentevoeten moeten vaststellen (-1% voor de 10-jarige Amerikaanse obligatie en -1,5% voor de Duitse 10-jarige obligatie) om een daling met 10% op te vangen van de aandelen in een gespreide portefeuille (50% aandelen / 50% obligaties).

We gaan ook inzetten op andere activaklassen die vandaag een buffer vormen. Goud heeft sinds het begin van het jaar een positieve bijdrage tot het rendement geleverd. De prijs ervan is invers gecorreleerd met de evolutie van de reële rentevoeten, die zijn gedaald door de maatregelen van de centrale banken. In een economische herstelfase zullen de financiële condities volgens ons verruimend blijven, wat dus in het voordeel speelt van het edelmetaal.

Eind dit jaar zouden beleggers nog wel eens meer verrassingen kunnen zien op de markten, zowel positieve als negatieve. We blijven op middellange termijn constructief, maar blijven onze allocatie in de portefeuilles actief aansturen.

NIVEAU VAN DE TE BEREIKEN TARIEVEN TER COMPENSATIE VAN 10% TERUGVAL OP DE AANDELENMARKT



Bronnen: Bloomberg, Candriam

“ Onze positionering geeft over het algemeen de voorkeur aan risico. Desalniettemin houden we onze afdekkingen op aandelen in onze portefeuilles aan, om de impact van de volatiliteit die er vandaag heerst te temperen. ”

KANTOREN

AMSTERDAM
DUBAI
FRANKFURT
GENÈVE / ZÜRICH
MADRID
MILAAN
NEW YORK

BEHEERSCENTRA

LUXEMBURG
BRUSSEL
PARIJS
LONDEN

Dit document wordt louter ter informatie verstrekt. Het vormt geen aanbod tot aan- of verkoop van financiële instrumenten en houdt geen beleggingsadvies in. Het bevestigt ook geen enkele vorm van transactie, tenzij dit uitdrukkelijk werd overeengekomen. Hoewel Candriam de gebruikte gegevens en bronnen met veel zorg selecteert, kunnen fouten of weglatingen niet a priori worden uitgesloten. Candriam kan niet aansprakelijk worden gesteld voor enig direct of indirect verlies als gevolg van het gebruik van dit document. De intellectuele eigendomsrechten van Candriam dienen te allen tijde nageleefd; de inhoud van dit document mag niet worden gereproduceerd zonder voorafgaande schriftelijke goedkeuring.

Opgelet: resultaten die in het verleden zijn behaald met een financieel instrument, een financiële index of een beleggingsdienst, gesimuleerde, in het verleden behaalde resultaten of gegevens over toekomstige resultaten vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Brutoresultaten kunnen beïnvloed worden door provisies, kosten en andere lasten. Resultaten die in een andere valuta luiden dan die van de lidstaat waarin de belegger woonachtig is, kunnen onderhevig zijn aan valutaschommelingen waardoor het rendement hoger of lager kan uitvallen. Indien in dit document wordt verwezen naar een bepaalde fiscale behandeling, hangt deze behandeling af van de individuele omstandigheden van elke belegger en kan zij in de toekomst aan wijzigingen onderhevig zijn.

Onderhavig document vormt geen onderzoek op beleggingsgebied zoals bepaald in Artikel 36, paragraaf 1 van gedelegeerde verordening (EU) 2017/565. Candriam benadrukt dat deze informatie niet is opgesteld overeenkomstig de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebied en evenmin onderworpen is aan een verbod om al vóór de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied te handelen.

Candriam raadt beleggers aan om op zijn website www.candriam.com het document "Essentiële Beleggersinformatie", de prospectus en alle overige relevante informatie te raadplegen alvorens te beleggen in een van zijn fondsen, met inbegrip van de netto inventariswaarde. Deze informatie is beschikbaar in het Engels of in een plaatselijke taal van elk land waar het fonds verhandeld mag worden.

Specifieke informatie voor Zwitserse beleggers: de aangestelde vertegenwoordiger en paying agent in Zwitserland is RBC Investors Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, bijkantoor Zürich, Bleicherweg 7, CH-8027 Zurich. De prospectus, de essentiële beleggersinformatie, de statuten of de beheerregels zijn, net als de jaarlijkse en halfjaarlijkse verslagen, gratis en in gedrukte versie verkrijgbaar bij de vertegenwoordiger en paying agent in Zwitserland.

CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.



www.candriam.com