

wachte vertraging in China kan een negatief effect hebben op de wereldwijde economische vooruitzichten. Andere duidelijke risico's voor het positieve basisscenario zijn een oliecrisis als gevolg van verdere onrust in het Midden-Oosten, of in Europa een ongecontroleerde herstructurering van staatsschulden door mogelijke politieke onwil.

Maar het grootste risico voor de lange termijn is de voortgaande afbouw van de schulden uit de schuldensupercyclus, een afbouw die structurele hervormingen, politieke wil en inzicht vereist. Momenteel profiteren we van een cyclische rugwind, maar de onderliggende problemen zijn niet verdwenen. Dit is een thema dat nog vele jaren zal blijven spelen.

ATTRACTIEVE OPSLAGEN

Wij geloven dat de risico-opslagen op investment-gradeobligaties in het algemeen nog steeds zeer attractief zijn, en dan vooral in Europa. Zelfs in de Verenigde Staten liggen deze spreads nog altijd 50 procent hoger dan het historisch gemiddelde (gemeten naar de mediaan).

Voor high-yieldobligaties is het beeld een beetje anders. De risicovergoedingen voor high-yieldobligaties liggen inmiddels onder hun gemiddelde historische niveau, dus op basis hiervan is high yield niet meer ronduit goedkoop. Echter, de kwaliteit van de high-yieldobligaties is momenteel veel beter dan in het verleden. Vergeleken met het historische niveau van leverage (de omvang van de schulden bij bedrijven) zijn high-yieldobligaties nog steeds goedkoop.

Het aanbod van nieuwe obligaties is vrij beperkt, omdat bedrijven nauwelijks obligaties hoeven uit te geven door de hoge ingehouden winsten en de lage investeringen. De vraagzijde blijft sterk. Zowel investment grade als high yield hebben een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel, dat nog steeds veel beleggers aantrekt.

FUNDAMENTEEL GEZOND

We blijven positief over de kansen voor bedrijfsobligaties, zowel voor investment grade als voor high yield. De fundamentele situatie is gezond, technische factoren zijn sterk en de waardering is ook geen reden om minder in bedrijfsobligaties te beleggen. In onze portefeuilles willen we niet meer onderwogen zijn in Spanje. ■

Door Marc Langeveld
Fondsbeheerder Antaurus Capital Management

Sell in May and Go Away?

Er is wetenschappelijk geen enkel bewijs te vinden waarom het verkopen in mei een goede zaak zou zijn. Er zijn recentelijk genoeg jaren geweest zoals 2003, 2005, 2006 en 2009, waarin de aandelenbeurs vanaf mei pas echt aan een mooie sprint begon. En toch duikt deze oude beurswijsheid regelmatig op.

Persoonlijk kijk ik liever naar de wereldwijde macrosituatie en fundamentele factoren zoals huidige waardering, dividendrendement, recente koersperformance en de relatieve waardering ten opzichte van alternatieven zoals obligaties en sparen. En hieruit concludeer ik dat small- en midcapaandelen kwetsbaar zijn voor een neerwaartse correctie, maar dat largecapaandelen nog steeds zeer aantrekkelijk gewaardeerd zijn.

Het positieve nieuws voor zowel kleine als grote bedrijven is dat er nog steeds een gezonde instroom is van beleggingsgeld naar de aandelenfondsen. Ook is de volatiliteit (mate van risico) gedaald, zijn de kwartaalresultaten goed te noemen en wordt de beurs gesteund door een stijging van het aantal overnametransacties, en dit terwijl bedrijven en beleggers nog steeds goedkoop aan funding voor deze acquisities kunnen komen. Echter, de periode van kwantitatieve verruiming (QE2) door de Federal Reserve lijkt binnenkort voorbij, de inflatie en de rente lopen hand in hand op, terwijl ook de schuldproblematiek in de Europese periferie als een donkere wolk boven ons hoofd hangt. Per saldo wegen de positieve factoren op korte termijn nog steeds iets zwaarder voor mij.

Er is echter een groot verschil ontstaan tussen enerzijds small- en midcaps (de typische AMX- en ASCX-bedrijven) en anderzijds largecaps (de typische AEX-bedrijven). De gemiddelde koersstijging van de small- en midcaps bedroeg het afgelopen jaar circa 18 tot 22 procent, terwijl largecaps niet verder kwamen dan circa 7 tot 12 procent. Ook handelen small- en midcaps momenteel op een gemiddelde koers-winstverhouding van circa achttienmaal 2011, terwijl die voor largecaps circa elf- à twaalfmaal is. Andersom geredeneerd, small- en midcaps kennen momenteel een aanvangsrendement van iets boven de 5 procent, terwijl het aanvangsrendement van largecaps ongeveer 8 à 9 procent bedraagt. Het gemiddelde dividendrendement bedraagt daarnaast 2,1 procent voor de kleinere bedrijven en 3,2 procent voor de grotere bedrijven. Bij deze waardering zijn eigenlijk alleen de largecaps nog aantrekkelijk te noemen.

Déjà vu? Een jaar geleden hadden we op de beurs een soortgelijk fenomeen. Toen beëindigde de Fed namelijk zijn QE1 (Quantitative Easing) en bereikten small- en midcaps een hoogste koers tegen eind april, alvorens later in 2010, toen de Fed noodgedwongen (her)startte met QE2, weer een nieuw hoogtepunt te bereiken. Vorig jaar switchten beleggers in het tweede kwartaal massaal van small- en midcaps naar largecaps en dan vooral naar de kwaliteits- en groeisectoren. Nu staat QE2 op het punt te eindigen en is het onwaarschijnlijk dat er een QE3 zal komen. U voelt hem zeker al aankomen. Nerveuze beleggers doen er wellicht verstandig aan even veilig langs de zijkant te gaan staan. Beleggers die de risico-rendementsverhouding van aandelen net als ik nog steeds aantrekkelijk vinden, zouden belegd kunnen blijven in aandelen, maar moeten niet verrast zijn als er de komende maanden opnieuw een rotatie te zien zal zijn richting de betere largecaps. ■

