



OVERZICHT VAN HET VOORBIJE JAAR & VOORUITZICHTEN VOOR 2021

31 décembre 2020 / Geschreven door >> **Florian D'AGOSTINI - Dominique MARCHESE - Jean Philippe VANDERBORGHT**, Analysts & Fund Managers

Exact een jaar geleden was ons centraal scenario voor 2020 een wereldwijde economische stabilisatie. Uiteindelijk ging het een totaal andere richting uit door de coronapandemie. Onvoorstelbaar hoe de ganse wereldorde uiteindelijk overhoop gegooid werd door wat eerst leek op een doodgewoon griepje... In eerste instantie leefden we als westerlingen in de illusie dat we gespaard zouden blijven van de epidemie die Azië teisterde maar in februari werden ook wij met de harde realiteit geconfronteerd. De fundamenten van onze maatschappij daverden op hun grondvesten: globalisering, consumptie, reizen, sociale contacten, al die gewoontes die deel uitmaken van onze cultuur hielden abrupt op te bestaan. In de plaats daarvan heerste alom onzekerheid en angst. Toch waren er in het verleden al meerdere waarschuwingen: SARS in 2003, H1N1 in 2010 en vervolgens Ebola in 2013. Gezien ze zich ver van ons bed afspeelden, werden die epidemieën nooit echt serieus genomen door onze leiders. Covid-19 heeft ons echter wakker geschud en ons doen beseffen dat we allemaal op dezelfde planeet leven en dat virussen zich niet bekommeren om landsgrenzen of afkomst.

In de loop van het jaar sloeg de wereldwijde pandemie toe in een aantal opeenvolgende besmettingsgolven waarbij het organisatorisch talent wereldwijd op de proef werd gesteld. Zuidoost-Azië, onder leiding van China, trok zich uiteindelijk goed uit de slag waarbij het waarschijnlijk profiteerde van de ervaring die het opdeed met het onder controle krijgen van voorgaande epidemieën. Ook Australië, Taiwan en Nieuw-Zeeland waren bij de betere leerlingen om het virus onder de knoet te krijgen. In de Verenigde Staten of in Europa daarentegen was en is de gezondheids crisis nog steeds zorgwekkend.

Dankzij het vinden van een werkzaam vaccin – toch wel de grootste prestatie van de 21ste eeuw voor de geneeskunde- zien we nu gelukkig het licht aan het einde van de tunnel. Toch zal dit pas een echt succes worden indien een hoog percentage van de wereldbevolking bereid is zich te laten vaccineren, wat momenteel nog niet het geval is gezien de vele twijfelaars... Maar laat ons, vooraleer verder in te gaan op de toekomst, even terugblikken op het voorbije intense jaar op economisch en financieel vlak.

TERUGBLIK OP 2020

Vanuit economisch oogpunt was de bruske exogene schok die Covid-19 heeft veroorzaakt de grootste sinds de Tweede Wereldoorlog. Gezien de wereldwijde activiteit van de ene op de andere dag tot stilstand kwam, stortte de economische groei in de eerste jaarhelft in. Sindsdien is er opnieuw een zekere dynamiek teruggekeerd dankzij de centrale banken maar ook door de pauze die de pandemie ons gunde tijdens de zomermaanden. De rol van de overheid via budgettaire steunmaatregelen was voor de bedrijven van groot belang gezien de centrale banken niet alles in hun eentje kunnen oplossen. Eén ding is zeker: bij een lage rente, een massale opkoop van financiële activa en nieuwe herfinancieringsoperaties blijft **de inflatie steken op een laag**

niveau. De stijging van de consumentenprijsindex zou het afgelopen jaar naar verwachting slechts 1,2% bedragen in de VS en 0,3% in Europa.

De groei van de wereldeconomie zal in 2020 naar verwachting met **3,9% krimpen**: dat is wat lager dan in **Amerika (-3,6%)**, terwijl de groei in **Europa** naar verwachting nog een pak meer is afgekald (-7,4%).

Het getalm bij het begin van de pandemie deed ons opnieuw vrezen dat Europa te passief uit de hoek kwam in vergelijking met de VS, maar de wat latere reactie (cf. herstelplan) stelde ons gerust. **De grotere negatieve impact op de Europese groei wordt deze keer door andere factoren veroorzaakt**. Door de pandemie onderging Europa immers al tijdens het eerste kwartaal een zware schok. Die berokkende schade aan

het groeitraject dat al minder dynamisch was dan in de VS. De al zwakkere economie onderging nadien een nog grotere duikvlucht naar aanleiding van de strenge lockdownmaatregelen in bijna gans Europa in het tweede kwartaal. Ook vermelden we het economisch gewicht van bepaalde gevoelige sectoren, zoals diegene die gelinkt zijn aan het toerisme in de Zuiderse landen.

In Europa bleef een gezamenlijk antwoord uit tijdens de eerste besmettingsgolf maar de zomer bracht goed nieuws in de vorm van **een herstelplan van Euro 750 miljard**. Het principe van een gezamenlijke Europese schulduitgifte is daarbij nieuw. Op de valreep kon Duitsland (als voorzitter van de Europese Unie) vermijden dat Hongarije en Polen alles zouden verpesten door hun veto te stellen tegen de voorwaarden gelinkt aan de toekenning van Europese steun, namelijk het eerbiedigen van de rechtsstaat. Behalve een grote stap voor het Europees project, namelijk **de gezamenlijke uitgifte van schuldpapier**, is er nu **een ambitieus herstelplan dat gericht is op de grote uitdagingen van de 21e eeuw**, zoals de klimaatverandering en de digitalisatie.

Zowel in Europa als in China, en waarschijnlijk ook in de VS, zullen er miljarden worden uitgegeven in de strijd tegen de klimaatverandering. In de VS zal dit uiteraard niet gebeuren dankzij Donald Trump, maar wel dankzij zijn opvolger **Joe Biden**, de verkozen Democratische president die op 20 januari 2021 de vastgoedmagnaat Trump uit het Witte Huis verdrijft. De verkiezing van Biden doet niet alleen een frisse wind waaien in de internationale betrekkingen maar is uiteindelijk goed verteerd door de financiële markten gezien de blauwe golf uitbleef waar Wall Street voor gevreesd had.

In 2020 hebben **de financiële markten** onze zenuwen flink op de proef gesteld. **De volatiliteit van de indexen bereikte immers recordhoogtes**. De grote winnaars van de coronacrisis zijn duidelijk alle bedrijven die van ver of nabij gelinkt zijn aan de digitalisatie van de economie, de e-commerce, de cloud en de thuisbezorging. Amazon, STMicroelectronics, maar ook Microsoft en Delivery Hero: al deze bedrijven kregen volop rugwind in een jaar dat met zekerheid de geschiedenisboeken zal ingaan.

In **een gunstige digitale omgeving** zijn de ogen onvermijdelijk gericht op de Nasdaq die het jaar met een stijging van 44% heeft afgesloten. Haar Chinese evenknie presteerde eveneens uitstekend, wat logisch is in een land waar het digitale in de cultuur ingebed zit. De uitbaters van e-commerceplatformen zoals Meituan, Pinduoduo of Vipshop, enkele maanden geleden nog onbekenden, hebben nu sterallures gekregen.

In dit hectisch jaar komt het er eigenlijk op neer dat de “groei”aandelen het best presteerden gezien ze actief zijn in die sectoren die het minst getroffen zijn door de gezondheidscrisis (technologie, e-

commerce, alsook vele andere). Dat belet niet dat de “value”aandelen een sterk herstel hebben ingezet toen Pfizer als eerste een effectief vaccin aankondigde.

Op geografisch vlak loopt Europa nog steeds achter, wat logisch is gezien het cyclischer karakter van de bedrijven die er actief zijn. Sommige bedrijven in de betalingssector (Worldline, Adyen), de digitale sector (Capgemini) en de groene sector (Schneider Electric) hebben echter wel goed gepresteerd.

De waarderingsniveaus die nu per eind 2020 zijn bereikt alsook de euforie omtrent de nieuwe beursintroducties in de Amerikaanse technologie roepen op tot voorzichtigheid. **In een omgeving waar lockdowns en beperkende maatregelen nog alom gelden, doet het technologiesegment bijna dienst als een "veilige haven"**. Bijkomend dient opgemerkt dat de zoektocht naar rendement actueel blijft en dat er behalve de aandelen **weinig alternatieven** overblijven.

Op de obligatiemarkt werd 2020 opnieuw gekenmerkt door **een duidelijke daling van de lange rente** waarbij de 10-jarige Bund zich permanent in negatief terrein bevond (-0,57%). In de VS bereikte de 10-jarige Treasury begin maart een dieptepunt van 0,508%. Die daling van de lange rente, onder invloed van een uiterst soepel monetair beleid en de wereldwijde onzekerheid die Covid met zich meebrengt, heeft ertoe bijgedragen dat de segmenten met een langere looptijd sterke prestaties hebben neergezet. Uiteindelijk deden ook de bedrijfsobligaties het goed niettegenstaande de behoorlijk hoge volatiliteit bij het begin van het jaar.

Wat de muntevoluties betreft in 2020, is **de USD de grote verliezer**; dat belet niet dat hij in volle coronacrisis wel degelijk zijn rol als veilige haven heeft gespeeld. De Euro heeft dan weer wat terrein gewonnen, vooral na de goedkeuring van het Europese herstelplan. Het Britse pond bleef de speelbal van de Brexitsaga. Terwijl vele groeilanden al met problemen te kampen hadden, hebben hun munten nog bijkomend geleden onder de coronacrisis. Tot slot merken we nog op dat de Chinese yuan sterk in waarde steeg ten opzichte van een valutamandje waaronder de USD.

Laten we ons onthouden dat het jaar 2020 waarschijnlijk een belangrijke katalysator zal blijven voor een nieuwe digitalisatiegolf die door de coronacrisis een versnelling hoger schakelde. De vraag blijft open of dit op lange termijn zal leiden tot een drastische verandering van onze consumptiegewoonten. In ieder geval resten er ons nog voldoende uitdagingen zowel op het gebied van het sociale, het economische, de gezondheid of het milieu.

En nu op naar 2021...

VOORUITZICHTEN VOOR 2021

MACRO-ECONOMISCHE SITUATIE

De economische cyclus in 2020 leek wel op een achtbaan met zowel spectaculair opwaartse als neerwaartse bewegingen. Het lijkt duidelijk dat **de macro-economische context rond de jaarwisseling opnieuw afbrokkelt** ten gevolge van de heropflakkerende pandemie en de daarmee gepaard gaande beperkende maatregelen. Dat is vooral het geval in Europa, waar de economische activiteit opnieuw in krimpmodus zit (gelukkig op kleinere schaal dan gedurende het tweede kwartaal van 2020) en in mindere mate in de Verenigde Staten.

De ontwikkeling van veelbelovende vaccins doet echter hopen op betere tijden met **een duurzaam herstel vanaf het voorjaar**. Behalve de afbouw van de beperkende maatregelen zou een betere visibiliteit **het vertrouwen van de economische agenten** moeten aanzwengelen, wat investeringen en aanwervingen bevordert en de consumenten aanzet hun spaarwoede te temperen.

De cocktail van het monetair en budgettair beleid, alsook de impact ervan op de financiële voorwaarden, zal minder krachtig zijn dan in 2020 maar in brede zin een stimulant blijven voor de economie.

Uiteindelijk zou **een stabielere politieke context** 2021 moeten ten goede komen gezien de nieuwe wind die waait in het Witte Huis, het handelsakkoord in het kader van de Brexit en de slechts licht gevulde verkiezingsagenda.

We mogen ons echter geen illusies maken: de gezondheids crisis zal zijn sporen nalaten met een tragere normalisatie in bepaalde sectoren, een grotere schuldenlast in zowel de publieke als de private sector en het soms definitief sneuvelen van bedrijven én banen.

OBLIGATIES

De zwakke inflatie, de voor lange tijd nog lage geldmarktrente en de massale aankoop van **staatspapier** door de centrale banken zouden een sterke verankering moeten vormen voor de lange rente. Toch verwachten we ons aan **een lichte stijging van die lange rente** als gevolg van de verminderde onzekerheid, het cyclisch herstel en het groter aanbod van staatspapier in de VS. Gezien het historisch lage uitgangspunt zal de verwachte stijging - hoe beperkt dan ook-, leiden tot een licht negatief rendement voor het staatspapier van de belangrijkste ontwikkelde markten. Behalve voor diversificatiedoelinden of als afdekkingsstrategie voor de korte termijn, **lijken staatsobligaties dan ook geen aantrekkelijk beleggingsvoorstel**.

MUNTEN

Op de valutamarkt heeft **de Amerikaanse dollar** sinds het einde van de eerste lockdown terrein verloren. Hij **heeft nu immers twee van zijn belangrijkste troeven verloren**: ten eerste zijn rol als de ultieme veilige haven in crisissituaties en ten tweede een aanzienlijk renteversil. Ondanks die waardevermindering kan de USD zeker nog niet als fundamenteel goedkoop worden beschouwd.

Ondanks het verhoopte sterk economisch herstel zal de economische activiteit in de belangrijkste ontwikkelde landen per eind 2021 nog altijd onder het niveau van eind 2019 liggen.

Dat productietekort is naar onze mening van fundamenteel belang bij de analyse van **de inflatievooruitzichten** gezien het zal wegen op het prijszettingvermogen van de bedrijven alsook op eventuele loonstijgingen. **De vrees voor een inflatieopstoot** veroorzaakt door het ultrastimulerend overheidsbeleid of door het verplaatsen van productieketens **lijkt ons op zijn minst voorbarig**. Als we abstractie maken van enkele technische elementen (olieprijs, Duitse BTW enz.) zou **de stijging van de kerninflatie in 2021 zeer beperkt** moeten blijven.

Op grond van hun ervaringen in de nasleep van de financiële crisis **zullen de belangrijkste centrale banken uiterst voorzichtig blijven**. Hun arsenaal inzake de beleidsrente is uiteraard beperkt gezien de bodemrente (nul of zelfs negatief) in de meeste grote landen. De nadruk ligt dan ook op andere parameters. De Fed zal er immers naar streven haar inflatiedoelstelling van 2% tijdelijk te overschrijden om de zwakke inflatie uit het verleden te compenseren, wat erop duidt dat de rente voor lange tijd op een laag niveau verankerd zal blijven. Ook zal de Fed doorgaan met de aankoop van financiële activa ter hoogte van USD 120 miljard per maand. In Europa heeft de ECB onlangs nog haar maatregelen inzake liquiditeitsinjecties in het bankwezen kracht bijgezet en in de tijd verlengd; dat geldt eveneens voor het obligatieaankoopprogramma dat werd verhoogd met Eur 500 mia tot tenminste maart 2022.

In het obligataire segment bieden **de bedrijfsobligaties een iets aantrekkelijker alternatief**. Na de extreme spanningen van maart 2020 is de risicopremie nu zo goed als weggesmolten; de markt is immers in grote mate vooruitgelopen op het verwachte economisch herstel, wat de foutmarge op de waarderingen heeft verminderd. Het beleggingsklimaat bij het begin van een economische cyclus, alsook een verminderd aanbod van papier, de blijvend gulle centrale banken én de wanhopige zoektocht naar activa met een positief rendement zouden echter gunstig moeten zijn voor de bedrijfsobligaties. We verwachten dan ook dat **het bedrijfspapier een licht positief rendement zal opleveren en dus beter zal presteren dan het staatspapier**. Niettemin moet er voldoende aandacht gaan naar selectie en diversificatie.

Wat de **Euro** betreft, zijn we van mening dat **een verdere klimrichting 1.25 tegenover de USD mogelijk is**. Positieve factoren voor de Euro zijn het wereldwijd economisch herstel en structurele factoren voor de lange termijn zoals een sterke betalingsbalans en de chronisch lage Euroblootstelling van internationale investeerders. Verder dan het niveau van 1.25 zien we de Euro echter niet evolueren voor langere tijd gezien

de macro-economische en institutionele kwetsbaarheid van Europa een rem zal zetten op haar munt.

BEURZEN

Niettegenstaande de nieuwe besmettingsgolf in het Noordelijk halfrond nog steeds voor veel onzekerheden zorgt, **zien de vooruitzichten voor de beurzen er in 2021 veelbelovend uit**. Daar zijn **meerdere redenen** voor:

1. Indien de terughoudendheid van de bevolking om zich te laten vaccineren is overwonnen, zouden **de opeenvolgende vaccinatiecampagnes** al in het 2e kwartaal van 2021 een stevig tempo moeten bereiken. De sterke testresultaten van de verschillende kandidaat-vaccins en de snelle beschikbaarheid op gebied van logistiek en productie zouden een aanzienlijke versoepeling van de lockdowns en beperkende maatregelen moeten toelaten. Dat zal vanaf het voorjaar op zijn beurt leiden tot **een sterk cyclisch herstel** in het noordelijk halfrond.
2. **De zeer gunstige financiële en budgettaire voorwaarden** blijven uiteraard een belangrijke rugwind voor de aandelen. Onze inflatievooruitzichten wijzen erop dat de centrale banken in ieder geval tot 2022 een zeer soepel beleid zullen blijven voeren. De lage reële rente die dat tot gevolg heeft, maakt aandelen aantrekkelijk (redelijke risicopremies) ook al lijkt hun absoluut waarderingsniveau naar historische normen eerder duur.
3. **Ook op politiek vlak trekt de hemel open:**
 - a. **In de Verenigde Staten** zouden de resultaten van de presidents- en parlamentsverkiezingen moeten leiden tot **een centristische economische politiek**, wat goed nieuws is voor Wall Street. De kabinetsmedewerkers die Biden heeft gekozen behoren dan ook niet tot de radicale progressieve vleugel van de Democratische partij.
 - b. In **Europa** worden de vooruitzichten inzake economisch herstel ondersteund door zowel **het ambitieuze herstelplan** dat vooral gericht is op de energietransitie en de digitale soevereiniteit van de Europese Unie maar ook door de Europese begroting voor de periode 2021-2027 ter grootte van Euro 1.074 miljard. Het herstelplan, dat soelaas moet bieden aan die landen die het meest schade ondervonden van de pandemie (vooral Zuid-Europa) is inderdaad een primeur. Het versterkt de Europese integratie aanzienlijk door een vlottere geldstroom van noord

naar zuid mogelijk te maken. Tot nu toe werd het spaaroverschot van Duitsland en Nederland belegd in Amerikaans staatspapier, ten koste van de Europese groei. En zelfs **het Brexitdossier**, de eeuwige kiezelsteen in de schoen van de EU, eindigt op een positieve noot wat opnieuw vertrouwen wekt bij buitenlandse investeerders..

Vele aandelen zijn echter nog ver verwijderd van hun koersen van voor de coronacrisis. Hoewel meerdere sectoren duurzaam verzwakt zullen blijven door de crisis (de luchtvaart, het toerisme, de oliesector, enz.), zouden **cyclische sectoren die bekend staan als "waarde"-sectoren** (de banksector inbegrepen) en die zwaar hebben geleden onder de harde lockdown van het voorjaar, het pad naar herstel moeten verderzetten. Ze kunnen daarbij profiteren van de rotatie in de portefeuilles van de beleggers: die bouwen daarbij de groeiaandelen af die als grote winnaars van de gezondheids crisis nu toch wel duur zijn geworden.

De Europese beurzen zouden zo hun achterstand kunnen inhalen die ze hebben opgelopen tegenover de Amerikaanse beurs, die zwaar gewogen is in technologieaandelen (maken nu 27% uit van de S&P 500-index met een concentratie van 20% in slechts vijf bedrijven die nota bene steeds meer onder vuur liggen van de Amerikaanse en Europese antitrustautoriteiten).

We beëindigen deze nota bijna zoals we hem begonnen zijn: **de gezondheids crisis heeft echter de onderliggende trends van de economie versneld**, in het bijzonder de **digitale transformatie** (cloud, e-commerce, telewerken, 5G, Internet of Things, blockchain, artificiële intelligentie... in afwachting van quantum computing) en de **ecologische transitie**. Dat zal ongetwijfeld een belangrijke invloed hebben op de keuzes die beleggers maken inzake allocatie (toegenomen belang van het thema ESG; een nog steeds aanzienlijke blootstelling aan sectoren gelinkt aan de nieuwe technologie). Ook zullen **de Aziatische beurzen van de gunst van de internationale beleggers blijven genieten**. We vermelden daarbij in het bijzonder China dat niet alleen zijn grote veerkracht in deze coronacrisis heeft aangetoond (als enige grote mogendheid zal China 2020 afsluiten met een positieve BB groei), maar eveneens de relevantie van zijn macro-economische beleidskeuzes én de doeltreffendheid van zijn lockdownstrategie.

DISCLAIMER

De informatie opgenomen in dit document is uitsluitend bedoeld voor informatieve doeleinden en heeft als doel de beheersactiviteiten van de onderneming Pure Capital S.A. voor te stellen alsook algemene informatie over haar beleggingsstrategieën te verstrekken. De informatie en gegevens (met inbegrip van de teksten en de foto's) vermeld in dit document zijn auteursrechtelijk beschermd. Het is niet toegestaan om de inhoud, deels of volledig, van dit document te verspreiden of te kopiëren zonder voorafgaande toestemming van Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital").

Pure Capital behoudt zich het recht voor om op eender welk moment de opgenomen informatie in deze brochure eenzijdig te wijzigen zonder voorafgaande kennisgeving.

Dit document mag niet beschouwd worden als een voorstel of aanbod tot het verkrijgen van een financieel product noch als een vorm van directe marketing noch als een aanzet tot het kopen of verkopen van beleggingsproducten. Alle informatie verstrekt in dit document is louter informatief en onder geen beding te beschouwen als beleggingsadvies. Er kan echter geenszins een garantie worden gegeven omtrent de juistheid of volledigheid ervan. De informatie beantwoordt niet aan de wettelijke vereisten inzake de onafhankelijkheid van beleggingsresearch en moet dan ook als een marketing communicatie worden beschouwd. Alhoewel deze inhoud aan geen enkele beperking en dit voorafgaand aan de verspreiding ervan onderworpen is (bijvoorbeeld voor het uitvoeren van transacties), is het niet Pure Capital's bedoeling hier voordeel uit te halen.

Indien u meer gedetailleerde informatie over de beleggingsproducten wenst, kunt u de officiële verkoopsdocumenten (het document Essentiële Beleggersinformatie, het prospectus, het semestrieel rapport, het jaarrapport) gratis bekomen door een eenvoudig verzoek te richten aan Pure Capital (tel.: +352 26 39 86). Deze informatie is tevens toegankelijk op de website www.purecapital.eu.

Pure Capital aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid ten aanzien van enige schade die op enigerlei wijze voortvloeit uit de informatie die u in dit document ter goede trouw wordt aangeboden of het gebruik daarvan.

Er kan geen enkele garantie worden gegeven dat de beleggingsdoelstellingen zullen behaald worden. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van uw belegging kan mettertijd fluctueren. De netto inventariswaarde van de portefeuille hangt immers af van ontwikkelingen op de financiële markten. Vermits elk beleggingsfonds onderhevig is aan een veranderende marktsituatie is het mogelijk dat u een lager bedrag recupereert dan het bedrag dat u heeft belegd.

Een jaarlijks bewaarloon, of custody fees, kan worden genomen door uw bewaarnemingsbank. Aangezien deze sterk verschillen van instelling tot instelling, raden wij u aan u steeds grondig hierover te informeren.

Deze publicatie vormt geenszins de basis voor beleggingen. Elke belegging zou moeten voortvloeien uit een voldoende weloverwogen beslissing.