



Opgesteld op 2 januari 2023

MAANDELIJKSE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

2023 BIEDT KANSEN EN UITDAGINGEN

In december zagen we geen eindejaarsrally (de belangrijkste indices daalden met 4 tot 8%). Het in de herfst algemeen aanvaarde scenario van een korte en ondiepe recessie, gecombineerd met een pivot voor de centrale banken vanaf de tweede helft van 2023 (monetaire versoepeling), werd enigszins op de proef gesteld door de ferme toon van de topmensen van de Federal Reserve (Fed) en de Europese Centrale Bank (ECB). Die blijven vastbesloten om de inflatie in te dijken. Maar heel erg donkere wolken waren het niet: de aardgasprijzen op de Europese groothandelsmarkten liepen fors terug (-50% in de maand december) dankzij de vrij zachte winter en de sterke daling van de eindvraag (-20%). In de Verenigde Staten is de inflatie over haar hoogtepunt heen. Hoewel de arbeidsmarkt goed standhoudt, steken er steeds meer tekenen van desinflatie de kop op. China heeft zijn zero-Covidstrategie losgelaten, wat het pad effent voor een cyclisch herstel van de economische activiteit in de nabije toekomst. Het scenario van een ondiepe recessie in het 1e kwartaal kan niet worden uitgesloten. Voor we onze visie voor 2023 uiteenzetten, bespreken we kort de belangrijkste trends van 2022.

OVERZICHT VAN DE TRENDS IN 2022 EN INLEIDING TOT 2023

Het beursjaar 2022 stond in het teken van het **einde van de overvloedige liquiditeit** die de financiële markten in de periode 2009-2021 hadden (op enkele korte uitzonderingen na). De brutaalste inflatieschok in 40 jaar, vergezeld van een forse verstrakking van de financiële voorwaarden (sterke stijging van de reële rente), heeft definitief de doodsteek gegeven aan het herstel van de groei vanaf het einde van de Covid-pandemie. **De groeiprognozes van de bedrijfswinsten in 2023 zijn sindsdien aanzienlijk verslechterd**, terwijl de geopolitieke context (oorlog in Oekraïne, Chinees-Amerikaanse spanningen) de marktvolatiliteit bleef aanwakkeren. **Enkele positieve factoren** die het herstel van de beursindexen tussen medio oktober en eind november rechtvaardigden, zijn onder andere **de verankering van de inflatieverwachtingen**, die getuigt van de intacte geloofwaardigheid van de centrale banken. Daarnaast is de inflatiepiek in de Verenigde Staten achter de rug, wat de weg vrijmaakt voor de desinflatie dankzij de terugval van de energie- en grondstoffenprijzen. De stijging van de lonen, die niet perfect geïndexeerd zijn aan de consumptieprijzen, bleef uit. Die loonstijging (5-6% per jaar) blijft ruim onder het jaarlijkse inflatiepercentage. Dat onderscheidt het huidige tijdperk van de

inflatieschok van de jaren zeventig, die werd gekenmerkt door een oncontroleerbare loon-prijsspiraal. In december werd het herwonnen optimisme van de beleggers echter ernstig aangetast door toespraken van Fed- en ECB-functionarissen die zich vastbesloten toonden om de inflatie te beteugelen. De centrale bank van de eurozone heeft ook haar doelstelling om de inflatie terug te brengen tot 2% met een jaar uitgesteld, tot 2025.

Hoewel het vrij gunstige scenario van een technische en gematigde recessie niet kan worden uitgesloten, is de kans op een pivot van de centrale bank al in de tweede helft van 2023 klein geworden, gezien de laatste persconferenties van de Fed en de ECB. De markten zullen waarschijnlijk meedeinen op de evolutie van de inflatie (snelheid en omvang van de desinflatiefase) en het monetaire beleid, dat waarschijnlijk gedurende langere tijd restrictief zal blijven. Een pivot hoeven we dus voor eind 2023 niet te verwachten. Tot slot zien we dat de winsten van de beursgenoteerde bedrijven weinig voorspelbaar zijn. Dat doet niet het beste vermoeden voor de beursprestaties in de nabije toekomst.

AMERIKAANSE AANDELEN

De prestaties van Amerikaanse aandelen in 2023 zullen sterk afhangen van het tempo van de desinflatie en het verloop van het **monetaire beleid van de Federal Reserve**. De prille tekenen van vertraging van de inflatie en de debatten binnen de centrale bank hebben de hoop op een piek in de beleidsrente in het voorjaar aangewakkerd. Velen verwachten al in de tweede helft van 2023 een pivot (monetaire versoepeling), terwijl de Fed haar retoriek slechts matig heeft afgezwakt (ze verwacht voor langere tijd hoge beleidsrentevoeten). De zeer inverse dollar rentecurve weerspiegelt deze gunstige vooruitzichten voor risicovolle activa in het algemeen en aandelen in het bijzonder. **De beurs van New York zal**

echter in de eerste helft van het jaar onder druk staan. Zelfs als de Amerikaanse economie een ernstige recessie weet te vermijden (solide balansen van bedrijven, weinig beweging in de orderboekjes na corona), dan vormen de vertraging van sectoren die gevoelig zijn voor de financiële voorwaarden en de negatieve impact van het verlies aan reële koopkracht van de gezinnen op de consumptie (in de Verenigde Staten goed voor twee derde van het bbp) toch een bedreiging voor de winstgevendheid van de bedrijven waarvan de cyclus van de winstmarges al rechtsomkeer heeft gemaakt. De consensus voor de winstverwachtingen voor 2023 zou nog te optimistisch kunnen blijken, ondanks de forse neerwaartse herzieningen

sinds afgelopen zomer. De Amerikaanse beurs wordt gewaardeerd op 17 maal de geraamde winst over de komende twaalf maanden, een niveau dat overeenstemt met het gemiddelde van de laatste tien jaar, **en kan in een fase van uitgesproken economische vertraging niet als goedkoop worden bestempeld.** Door de hogere obligatierendementen is de risicopremie overigens kleiner geworden. In een scenario van een gematigde recessie met het vooruitzicht van een pivot van de Fed vanaf

eind 2023 zouden Amerikaanse aandelen echter moeten profiteren van de verwachtingen van een economisch herstel in de tweede helft van het jaar en de eventuele daling van de dollar (omzetting van in het buitenland geboekte winsten). **Beleggers zullen de evolutie van reële langetermijnrente met argusogen opvolgen** (na de verwachte inflatie). Als de 10-jarige reële rente opnieuw duurzaam boven de 2% stijgt (tegen 1,5% nu) kan dat de waarderingsmultiples sterk drukken.

EUROPESE AANDELEN

Europa, dat wordt geconfronteerd met een van de ernstigste energiecrisisen sinds de jaren zeventig, lijkt veel minder goed gewapend dan de Verenigde Staten in een bijzonder verontrustende geopolitieke context. Toch hebben **Europese aandelen** in dit ongekende klimaat **beter gepresteerd dan hun overgewaardeerde Amerikaanse tegenhangers tegen een achtergrond van algemeen stijgende reële rentevoeten.** Dat wordt gevoed door een steeds krappere monetair beleid. De Europese winstconsensus voor de jaargang 2022 heeft beter stand gehouden, deels door de zwakte van de euro. De Europese groei in 2022, die aanvankelijk werd gesteund door het langzame post-Covid herstel (vooral in de dienstensector), heeft sterk geprofiteerd van het budgettaire steunbeleid (anders dan in de VS) dat de vraag kunstmatig heeft gestimuleerd en de inflatiedruk heeft versterkt. Dat viel in slechte aarde bij de ECB. Zo werden de kosten van de energieschok (ongeveer 5% van het Europese bbp) grotendeels opgevangen door begrotingstekorten. Dankzij de economische vertraging van China (daling van de vraag naar aardgas met 20% in 2022) en mede dankzij de aanhoudende invoer uit Rusland vóór het embargo, is Europa erin geslaagd zijn strategische aardgasvoorraden aan te vullen en zijn behoeften voor de winter van 2022-2023 veilig te stellen. De vernietiging van de energievraag in de Unie (-20% voor aardgas) en de vrij zachte temperaturen hebben ook bijgedragen tot de algemene daling van de gas- en elektriciteitsprijzen aan het eind van het 4e kwartaal. De brandstofvoorziening van Europa blijft de komende jaren echter een structureel probleem, ondanks de versnelde invoering van hernieuwbare energie. De stijgende opwekking van zonne- en windenergie zal naar verwachting in 2023 in iets meer dan 20% van de niet door contracten gedekte gasbehoeften voorzien (bron: IEA). Een eventueel economisch herstel in China komend voorjaar (beëindiging van het zero Covidbeleid) zou het onevenwicht tussen vraag en aanbod van aardgas onvermijdelijk verergeren. De LNG-investeringscyclus maakt op zijn vroegst in 2025 een nieuw evenwicht op de markten mogelijk. De uitdaging rond de vervanging van Russisch gas is dus nog niet helemaal in orde.

In deze onzekere context, terwijl de desinflatiecyclus in Europa nog niet is begonnen, lijken Europese activa veroordeeld tot een structurele korting door het verlies aan concurrentievermogen van energie-intensieve industrieën en de geografische nabijheid van de oorlog in Oekraïne. Zo ligt de geschatte koers-winstverhouding voor 2023 van de Europese beurzen 3 tot 4 punten lager dan die van de beurs van New York. Mensen lijken snel te zijn vergeten dat de Europese markten al sinds lang veel gevoeliger zijn voor de wereldwijde groei dan voor de activiteit in Europa, wat Europese aandelen trouwens van hun Amerikaanse evenknieën onderscheidt. De opeenvolgende economische en financiële crisisen van de laatste twintig jaar hebben het internationale diversificatieproces van de bedrijven aanzienlijk versneld, wat tot uiting komt in hun minder volatiele omzet en hun winsten die beter bestand zijn tegen externe schokken. Dat was ook waar beleggers in 2022 blij mee waren, terwijl de deglobaliseringstrend en de regionalisering van de waardeketens nieuwe problemen scheppen. **Ons pleidooi om Europese activa niet uit een evenwichtig gespreide portefeuille te weren, gaat ook niet voorbij aan de inspanningen die Brussel heeft geleverd opdat de EU afstand doet van haar volledig op concurrentie gerichte beleid, ten voordele van de consument, maar ten koste van de verdediging van de strategische belangen van Europa.** Ondanks hun onvermijdelijke onvolkomenheden en de tegenkanting van Duitsland zijn de richtlijnen die de Commissie heeft goedgekeurd in de energiesector, de digitale sector en voor koolstofheffing aan de grenzen stuk voor stuk het bewijs dat de Unie eindelijk beslist heeft om haar belangen te verdedigen en haar naïeve mercantilistische doctrine ten aanzien van het Amerikaanse en het Chinese blok op te geven.

Voor de volledigheid moeten we nog benadrukken dat de **reële rentevoeten fors lager liggen dan die in de Verenigde Staten.** De risicopremie op Europese aandelen is veel interessanter, ondanks het feit dat de cyclus van monetaire verkrapping de komende maanden allicht nog heviger wordt.

OPKOMENDE MARKTEN EN CHINA.

Het vooruitzicht van een pivot van de Federal Reserve in 2023/2024 zou goed nieuws zijn voor activa uit de opkomende markten. De daling van de energie- en de grondstoffenprijzen zou eveneens gunstig zijn voor landen die door hun handelstekort zijn afgestraft. Voor grondstoffenexporterende landen zou de desinflatiecyclus dan weer minder goed nieuws zijn. **Wat de opkomende markten betreft, zullen de ogen vooral op China zijn gericht, na een zeer teleurstellend 2022.** De Chinese economie is door het rampzalige zero-covidbeleid, de correctie van de vastgoedmarkt, het tanende consumenten- en bedrijfsvertrouwen en de inmenging van de Chinese Communistische Partij in hele segmenten van de privésector veel meer afgekoeld dan verwacht. Nu het 20e CCP-congres de almacht van de leidersclan van Xi Jinping en het einde van het door Deng Xiaoping ingestelde collegiaal bestuur heeft bevestigd, hechten buitenlandse investeerders veel meer belang aan de kwaliteit van het

overheidsbestuur. **Door de irrationaliteit van het zerocovidbeleid, het hypernationalisme en de aanzienlijke verslechtering van de relaties met het democratische westen, waardoor China nog geïsoleerder staat, rijst de vraag hoe efficiënt het is om de macro-economie te sturen, en is de lagere waardering van Chinese aandelen ten opzichte van westerse activa (politieke risicopremie) grotendeels gerechtvaardigd.** De Amerikaanse sancties in de strategische sector van de halgeleiders zullen overigens wellicht een rem zetten op de ontwikkeling van het land.

Om terug te komen op SARS-CoV-2: het sociale protest in de meeste grote steden en waarbij zowel jongeren als arbeiders betrokken waren, heeft het regime uiteindelijk op de knieën gekregen, dat zich terecht zorgen maakt over de gevolgen van de coronamaatregelen voor het concurrentievermogen van de exportbedrijven. We denken aan de

spanningen bij Foxconn in het najaar, de belangrijkste toeleverancier van Apple, dat ook overweegt om zijn toeleveringsketens buiten China te reorganiseren. Het maakt de structurele kwetsbaarheden van een land waarvan de actieve bevolking in ijlt tempo vergrijs, waar de potentiële economische groei een dalende trend vertoont en de jongerenwerkloosheid 20% bedraagt, pijnlijk duidelijk. China legt de ondermaatse vaccinatiegraad van de oudere bevolking naast zich neer (slechts 40% van de 80-plussers heeft een derde dosis gekregen van een plaatselijk vaccin waarvan de doeltreffendheid wordt betwist) en heeft uiteindelijk besloten de

gezondheidsbeperkingen te versoepelen. De recente versoepeling van de coronamaatregelen heeft de pandemie echter weer nieuw leven ingeblazen, waardoor de risico's van nieuwe economische storingen, in het bijzonder in de logistieke ketens worden benadrukt. Ondanks alles lijken de beleggers nog steeds te gokken op betere conjunctuurvooruitzichten vanaf de lente van 2023 (sterke herleving van Chinese aandelen sinds het einde van het XX^e Congres). **Als de Chinese economie dit jaar eventueel herstelt, zal dat mede de wereldwijde groei ondersteunen en de internationale handel bevorderen.**

BEHEERSTIJLEN EN CONCLUSIE

In 2022 heeft het herstel van de reële rente *valuebeheer* (aandelen waarvan de waarderingen de lage verwachtingen van de winstgroei weerspiegelen) dure groeiaandelen met te optimistische groeiverwachtingen overklust. In een onzeker klimaat hebben de meer defensieve sectoren (nutsbedrijven, farmaceutica, voeding en drank) het logischerwijs beter gedaan dan de meer cyclische segmenten van de aandelenmarkt en sectoren die rentegevoelig zijn (vastgoed) en afhankelijk zijn van de consument (distributie). Ook de sectoren olie en gas en defensie presteerden goed, grotendeels geholpen door de energiecrisis en de oorlog in Oekraïne, ondanks het toenemende belang van ESG-beheer (een acroniem voor Environment, Social en Governance). Ook de verzekeringssector deed het goed (goede bedrijfsresultaten ondanks natuurrampen, gunstige prijsdynamiek bij schadeverzekeringen, hogere financiële rendementen op effectenportefeuilles).

Wat heeft 2023 in petto? Het vooruitzicht van een sterke vertraging van de wereldwijde conjunctuur in het eerste kwartaal van 2023, gecombineerd met algemene winstverwachtingen die ongetwijfeld nog enkele procentpunten neerwaarts moeten worden bijgesteld, pleit voor een voorzichtige allocatiestrategie met een voorkeur voor de financieel meest solide bedrijven (die weinig gevoelig zijn voor krappere financiële voorwaarden), en waarvan de winstgevendheid wordt beschermd door een voldoende sterk prijszettingsvermogen om de hogere kosten – met name loonkosten – in hun verkoopprijzen te kunnen doorrekenen. **Het klimaat leent zich uitstekend voor actieve *stock picking* strategieën**, die vermogensbeheerders tijdens de periode van negatieve reële rente hebben genegeerd ten gunste van passieve of semi-passieve allocatiestrategieën. We denken vooral aan indexfondsen. Op voorwaarde dat ze beleggers

voldoende waarde bieden, zouden de winnaars van de crisis hun positie als beursleider in 2023 moeten bevestigen. **Toch zouden beleggers ongetwijfeld ongelijk hebben als ze de meest cyclische waarden waarvan de winstverwachtingen al rekening houden met een veeleer somber scenario** (bouw, autofabrikanten, grondstoffen, chemie, banken) al te snel laten vallen. De risico's dat de reële rente verder stijgt zijn er namelijk nog steeds, wat pleit voor een goede diversificatie tussen valuethema's (de energiesector en de financiële sector zijn nog steeds sterk ondergewaardeerd) en groethema's. In dat laatste segment heeft de berenmarkt die de technologiesector heeft getroffen, die niet immuun is voor de economische vertraging, opnieuw gunstige voorwaarden geschapen voor een koopjesjacht, met name in het segment van de halfgeleiders en de IT-diensten.

We moeten erkennen dat het macro-economische parcours voor 2023 in dit stadium erg onzeker is. Dat zal sterk afhangen van de ontwikkeling van de oorlog in Oekraïne, waar de risico's op een escalatie niet verdwenen zijn, verre van. De consensus over inflatie, rentevoeten en bedrijfswinsten kan dus sterk schommelen, wat de volatiliteit op de financiële markten aanwakkert. **Alleen een optimale geografische en sectorale spreiding, die verschillende beheerstijlen combineert en gericht is op een gerichte selectie van afzonderlijke aandelen, kan ons helpen om 2023 sereen door te komen.** Dit nieuwe jaar brengt ons vast en zeker heel wat uitdagingen, maar voor geduldige en ijverige beleggers zijn er ook tal van interessante kansen. Wij maken van deze meer optimistische slotwoorden gebruik om u allemaal het beste toe te wensen voor 2023.

DISCLAIMER

De bovenstaande inhoud is opgesteld en wordt verspreid door Pure Capital S.A. Hij dient uitsluitend ter informatie en is bedoeld om de beheeractiviteiten van Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital") te presenteren en informatie te verstrekken over haar beleggingsstrategieën. De informatie of gegevens (inclusief tekst en fotomateriaal) in dit document zijn auteursrechtelijk beschermd en elke reproductie of distributie ervan aan derden, geheel of gedeeltelijk, zonder voorafgaande toestemming van Pure Capital, is verboden.

Pure Capital behoudt zich het recht voor om de informatie in dit document te allen tijde zonder voorafgaande kennisgeving te wijzigen of aan te passen.

Dit document mag niet worden opgevat als een aanbod om een financieel instrument te kopen/verkopen of als een verzoek om financiële instrumenten of beleggingen te kopen of te verkopen. Alle hier gepubliceerde informatie is uitsluitend bedoeld ter informatie en vormt geen beleggingsadvies. Desondanks kan geen garantie worden gegeven voor de juistheid of volledigheid ervan. Deze informatie is niet opgesteld in overeenstemming met de wettelijke vereisten voor onafhankelijk onderzoek op beleggingsgebied en moet derhalve worden beschouwd als marketingmededeling. Hoewel er geen verbod is op het gebruik van deze inhoud voorafgaand aan de verspreiding ervan (bijvoorbeeld om orders uit te voeren), streeft Pure Capital er niet naar om hier winst uit te halen.

Voor meer details over de beleggingsproducten zijn de officiële verkoopdocumenten (het document met essentiële beleggersinformatie, het prospectus, het halfjaarverslag en het jaarverslag) kosteloos verkrijgbaar op verzoek bij Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital") (tel: +352 26 39 86) of door de website www.purecapital.eu te bezoeken.

De informatie in dit document wordt te goeder trouw verstrekt en Pure Capital aanvaardt hiervoor geen enkele aansprakelijkheid.

Er kan geen garantie worden gegeven dat de beleggingsdoelstellingen zullen worden bereikt. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare leidraad voor toekomstige resultaten. De prestaties kunnen schommelen doorheen de tijd. De netto-inventariswaarde van de portefeuille is afhankelijk van de marktevolutie. Elk beleggingsfonds is derhalve onderhevig aan marktschommelingen en het is mogelijk dat de belegger slechts minder terugkrijgt dan zijn inleg.

Uw rekeninghouder kan u een jaarlijks bewaarloon aanrekenen. Dat verschilt van instelling tot instelling. Voor meer informatie kunt u contact met ons opnemen.

Dit document wordt verstrekt met dien verstande dat het niet zal worden gebruikt als een primaire basis voor beleggingen. Elke belegging moet het resultaat zijn van een voldoende geïnformeerde en goed onderbouwde beslissing.