



2 FEBRUARI 2022

# MAANDELIJKSE NOTA - AANDELEN

Door Head of Equities & Fund Manager

## HET BEGIN VAN HET JAAR ZET DE TOON

- > De volatiliteit is terug
- > Inflatie: de Fed verandert haar toon drastisch terwijl de ECB serene blijft
- > Inflatie: voorbijgaand of duurzaam?
- > Aandelenallocatie: nog steeds in het voordeel van Europa
- > Conclusie

### DE VOLATILITEIT IS TERUG

Drie onderwerpen stonden centraal in de beleggerswereld en voeden het debat: **de inflatie en de reactie van de centrale banken**, de spanningen rond **Oekraïne** en ten slotte **de ontwikkelingen op het vlak van de pandemie**.

Gezien de Federal Reserve zich zorgen maakt over haar geloofwaardigheid bij verankerende inflatieverwachtingen, sloeg ze een hardere toon aan. Dat leidde niet alleen tot een correctie van de Amerikaanse beurzen maar eveneens tot een vrij heftige sectorrotatie ten nadele van de *groeisectoren* (met name de technologieaandelen naar voorbeeld van de Nasdaq Composite index die in januari 9% lager dook) en ten voordele van sectoren die als cyclisch en *value* worden beschouwd (de waarderingen weerspiegelen een lagere omzetgroei). Niettegenstaande de financiële markten zich aan een snellere normalisering van het monetair beleid verwachten, is de Amerikaanse langetermijnrente slechts weinig gestegen (de rente op tienjarig staatspapier bedraagt nog steeds minder dan 2%).

Het geopolitiek geschil tussen Rusland en de NAVO versterkte de nervositeit van de beleggers, wat tot gevolg had dat de beursindexen bepaalde dagen leden onder een sterke en algemene koersval. Beleggers hebben immers nooit van oorlogstaal gehouden.

Dat alles overschaduwde enigszins het eerder bemoedigende nieuws over de pandemie. Er is immers een groeiende consensus dat we in het Westen een zekere groepsimmunitet bereiken tegen ernstige ziektevormen dankzij de vaccinatiecampagnes en de enorme toename van besmettingen met de omikronvariant (volgens de WHO is 73% van de Europeanen de afgelopen twee jaar besmet geraakt door de verschillende varianten van SARS-CoV-2). In dit verband roept de "zero Covid"-strategie van China veel vragen op over de doeltreffendheid van die aanpak en over het risico op bijkomende verstoringen in de waardeketen.

De belangrijkste **vraag** die beleggers zich vandaag stellen is echter **of de buy-the-dip strategie** die sinds het voorjaar van 2020 zo goed heeft gewerkt, **nog steeds de juiste is**.

### INFLATIE: DE FED SLAAT EEN HARDERE TOON AAN TERWIJL DE ECB SEREEN BLIJFT

Terwijl de inflatie nog niet zo lang geleden als voorbijgaand werd bestempeld, heeft de Amerikaanse centrale bank haar retoriek verhard door de financiële markten voor te bereiden op een sneller dan verwachte normalisering van haar monetair beleid. Die verschuiving werd reeds in november vorig jaar ingezet maar het is nu duidelijk dat **de Fed ten allen prijze wil vermijden dat de inflatieverwachtingen uit de hand zouden lopen (wat momenteel niet het geval is)**. Belangrijk is dat de Fed zich **geen zorgen** lijkt te maken **over de gevolgen van haar beleid voor de beurzen (althans voorlopig)** aangezien de kredietmarkten weinig volatiel blijven, wat van essentieel belang is voor de financiering van de economie. Niettegenstaande de vele onzekerheden over de timing en vooral de omvang van de monetaire verstrakking, heeft de Fed nog enigszins haar

handen vrij. Haar discours gaat in de richting van **vier tot vijf renteverhogingen** (minimaal + 100 basispunten in 2022) en bijkomend zal ook vrij snel na het einde van de kwantitatieve versoepeling (obligatieaankoopprogramma's) de **inkrimping van de omvang van de balans** starten (door het niet herbeleggen van op vervalddag gekomen schuld papier). **Niettemin blijven de beleggers rustig betreffende het scenario van een inkrimpende balans en de gevolgen ervan voor de lange rente**; dat blijkt uit de relatieve stabiliteit van de langere looptijden in USD gezien de gemiddelde looptijd van de portefeuille van de Fed vrij kort is. **In dit stadium is er immers geen sprake van dat Fed tot de verkoop van de aangehouden obligaties zou overgaan.**

De inflatie die in de Verenigde Staten is opgeklommen tot 7% per jaar (5,5% exclusief energie- en voedselprijzen) **dijt steeds verder** uit en beperkt zich niet langer tot de door de pandemie getroffen sectoren. Vooral de ontwikkeling van de arbeidsmarkt **baart de Fed echter meer zorgen** gezien die lijdt onder een dalende participatiegraad door de stijging van de vervroegde pensioneringen en een gebrek aan arbeidsmigratie. Ook vreest de Fed voor een **hogere loondruk** die wordt aangewakkerd doordat velen de jobs in de handelszaken en in de horeca de rug toekeren. Van baan veranderen levert een gemiddelde salarisstijging van 5% op terwijl zich dat beperkt tot 4% salarisstijging voor diegenen die hun baan houden. **Hoewel de Federal Reserve erkent dat een deel van de inflatoire druk het gevolg is van de knelpunten die voortspruiten uit de pandemie** (die echter over hun hoogtepunt heen lijken te zijn), **tracht zij vooral de vraagzijde te beteugelen en tweederonde-effecten te voorkomen** (stijging van de inflatieverwachtingen, prijs-loonspiraal). Het lijdt geen twijfel dat de Verenigde Staten na jaren van reële loonstabiliteit voor een ongekende situatie staan: de onderhandelingsmacht lijkt te verschuiven naar de werknemers in een land waar de vakbonden nochtans niet veel macht hebben. Men mag echter **de productiviteitswinsten** niet vergeten die worden geboekt dankzij de modernisering van het productieapparaat en de versnelde digitalisering tijdens de coronacrisis (cloud, kunstmatige intelligentie, e-commerce, industrie 3.0, enz.). Die verhoogde productiviteit

laat de bedrijven immers toe een deel van de hogere loonkosten op te vangen. Naar onze mening zal één van de fundamentele economische vragen van de komende maanden **de ontwikkeling van de loonkosten per eenheid product in de VS** zijn: het land bereikt immers een situatie van **volledige werkgelegenheid in combinatie met historisch hoge winstmarges in de bedrijfswereld**. Dat is uiteraard belangrijk gezien de beleggers er de voorbije jaren gewend aan zijn geraakt dat de Amerikaanse bedrijven keer op keer recordresultaten kunnen voorleggen.

In de Eurozone (waar de inflatie 5% bedraagt en 2,6% exclusief energie- en voedselprijzen), is de **situatie op de arbeidsmarkt helemaal anders**; dat rechtvaardigt dat de ECB een geruststellender toon hanteert. In tegenstelling tot in de VS is de arbeidsparticipatie er tijdens de pandemie niet afgenomen; **de loondruk blijft redelijk** - wat waarschijnlijk ook kan worden verklaard door de geringe productiviteitswinsten - en in ieder geval **veel lager dan de inflatie**. De ECB voorspelt slechts een bescheiden stijging van de loonkosten per eenheid product met 0,2% in 2022, gevolgd door een iets sterkere stijging met 1,3% in 2023. Dat maakt het **niet nodig de voorzichtige koers bij de afbouw van de obligatieaankopen te laten varen of de normalisatie van de beleidsrente in de komende kwartalen te versnellen**.

## INFLATIE: VOORBIJGAAND OF DUURZAAM?

De grote moeilijkheid voor de centrale banken is **een onderscheid te maken tussen de tijdelijke inflatie** (die voortspruit uit de pandemie en die zal normaliseren eens de economieën geleidelijk aan heropenen en eens de bevoorradingsketens weer operationeel worden), **en de inflatie van langduriger aard**. **Aleen op die laatste kunnen centrale banken werkelijk invloed uitoefenen**, d.w.z. op de zichzelf versterkende inflatie via de loonprijspiraal (toename van de inflatieverwachtingen door de economische spelers, wat hen aanzet loonsverhogingen te vragen, waardoor de ondernemingen de verkoopprijzen verhogen, hetgeen op zijn beurt de inflatie en de verwachtingen voedt). **Structurele inflatie die voortspruit uit de energietransitie en uit geopolitieke schokken kan echter niet worden bestreden door een renteverhoging**. Het zou een ernstige vergissing van het monetaire beleid zijn de stijging van de gas- en elektriciteitsprijzen proberen tegen te gaan door de vraagzijde te beperken. Integendeel! Volgens het Internationaal Energieagentschap bedragen de jaarlijkse investeringen die de komende tien jaar nodig zijn om de doelstellingen van de COP 21-akkoorden van Parijs van 2015 te halen, USD 4.000 miljard of ongeveer 4% van het mondiale BBP per jaar. **Een grotere milieuregelgeving zal de bedrijven hard treffen en zonder overheidssteun zullen zij geen andere keuze hebben dan het grootste deel van de kosten verbonden aan de strijd tegen de opwarming van de aarde door te berekenen aan de consument**. Laat ons er als voorbeeld van uit gaan dat de quota voor CO2 uitstoot in Europa plots zouden worden afgeschaft: teneinde hun cashflow te beschermen, zou dat de cementfabrikanten dwingen hun prijzen te verdubbelen (de afschaffing van

die quota zijn gepland voor 2035)! **Centrale banken** hebben zeer weinig greep op deze zaken; zij **kunnen slechts zorgen voor een gunstig investeringsklimaat**, waarbij de behoeften kolossaal zijn. Deze laatste **opmerking is meer van algemene aard**: tijdens de pandemie werd de totale vraag kunstmatig gestimuleerd door steunmaatregelen ten gunste van de gezinnen (cf. de distributie van vouchers in de Verenigde Staten en arbeidsduurverkorting in Europa). Ook was er een belangrijke verschuiving van de vraag ten nadele van de diensten (beperkt door de lockdown) en ten voordele van de goederen in een context van ontoereikende bedrijfsvoorraden. Een deel van die verschuiving zal zich op natuurlijke wijze herstellen - denk bijvoorbeeld aan het toerisme en het luchtverkeer - terwijl **het prijssignaal een reactie van de ondernemingen zal uitlokken in de vorm van meer modernisering en capaciteitsinvesteringen** (bijvoorbeeld in halfgeleiders, elektrische batterijen, bouwmaterialen, speciale chemicaliën, enz.) Bijkomende investeringen zijn uiteraard van fundamenteel belang om de potentiële groei in stand te houden, de productiviteit te verhogen (zodat de loonsverhogingen de marges van de bedrijven niet in gevaar brengen), en vraag en aanbod opnieuw in evenwicht te brengen om *uiteindelijk* tot een normalisatie van de prijzen te leiden. Hoewel de centrale banken in de verleiding kunnen komen om de vraag te beteugelen (gezien het opgebouwde spaaroverschot bij de gezinnen), zijn ze niet vergeten dat **onevenwichten zich in de eerste plaats aan de aanbodzijde voordoen** - met inbegrip van arbeid -. Vooral voor **die aanbodzijde is het belangrijk dat de financieringsvoorwaarden gunstig blijven**.

## AANDELENALLOCATIE: NOG STEEDS IN HET VOORDEEL VAN EUROPA

Voorlopig blijven negatieve reële (na inflatie) rentetarieven een onmiskenbare steun voor de risicovolle activa. **In de Verenigde Staten is het weinig waarschijnlijk dat de beursindexen verder zullen corrigeren indien de tienjarige staatsrente de drempel van 2% niet beduidend en**

**voor langere tijd doorbreekt**. De consensusverwachtingen voor de winst blijven redelijk (+2% voor de STOXX Europe 600 index en +7% voor de S&P 500 in 2022 na respectievelijk +102% en +54% in 2021; bron: FactSet) en zullen hoogstwaarschijnlijk worden overtroffen. **De algemene context is**

duidelijk gunstiger voor de Europese beurzen die meer blootgesteld zijn aan de cyclische en *value* sectoren. Sinds het begin van het jaar hebben de energiesector, de grondstoffensector, de cyclische sectoren (auto –en bouwsector) en de bank- en verzekeringssector goed gepresteerd. Dat staat in schril contrast met de technologie- en de consumptie *groeiaandelen* (luxegoederen) die leden onder aanzienlijke winstnemingen. Logischerwijs doen de Amerikaanse beursindexen het minder goed dan hun Europese tegenhangers waar de waarderingen redelijker zijn (dividendrendement van 3%, vrije kasstroomrendement van bijna 6%, verwachte koers/winstverhouding rond 15 wat dicht bij het langetermijngemiddelde aanleunt) en die minder worden bedreigd door een snelle verstrakking van het monetair beleid van de ECB. De volatiliteit van de *groeisectoren* die ook in Europa wordt waargenomen (cf. de zeepbel omtrent de groene technologie die verder leegloopt) weerspiegelt vooral de te grote concentratie van vele beleggers in thema's die in de mode zijn en al te vaak "overgekochte" thema's in de sector van het vermogensbeheer; in het verleden hebben we reeds de nadruk gelegd op dit fenomeen. In een klimaat van nulrente en van vaak negatieve rente besteden de beleggers immers minder aandacht aan de waarderingen: het kost dan ook niets te wachten tot innoverende bedrijven met vaak negatieve vrije kasstroom hun verre beloftes waarmaken. Een radicale stijging van de langetermijnrente blijft in dit opzicht dan ook het grootste risico voor de *groeiaandelen*.

Hoewel wij in onze maandelijks nota van januari terecht hebben aangeraden om meer blootgesteld te zijn aan *Valuesectoren*, doet de afvlakking van de Amerikaanse rentecurve ons vermoeden dat de belegger er alle belang bij heeft om een goede sectorspreiding te handhaven. Sommigen zijn van mening dat de actie van de Fed al te laat komt in de economische cyclus: de monetaire verstrakking zou een vertraging van de economische activiteit kunnen accentueren; dat zou in de tweede jaarhelft

## CONCLUSIE

Zowel het reflatoire begrotingsbeleid als het monetair beleid zijn tijdens de pandemie bijzonder succesvol geweest. Sommigen zouden het zelfs als té succesvol bestempelen: de inflatie heeft immers de verwachtingen overtroffen (wereldwijd 3.4% in 2021, wat 1% boven de consensus uitkomt) en het debat over de voorbijgaande of duurzame aard ervan is nog lang niet ten einde. Gelukkig gaat **deze inflatie gepaard met een aanhoudende economische activiteit** die nauwelijks is afgeremd door de laatste besmettingsgolf door de Omikronvariant. Rekening houdend met de **macro-economische onzekerheden en de enorme financieringsbehoeften** om de klimaat-, digitale en demografische uitdagingen aan te gaan, **moeten de centrale banken (met name de ECB) de nodige voorzichtigheid aan de dag leggen bij het normaliseren van hun monetair beleid**. De Federal Reserve (wiens geloofwaardigheid op het spel staat) heeft besloten een hardere koers te varen teneinde de inflatieverwachtingen niet uit de hand te laten lopen. Ook blijft ze controle

overnijdelijk worden als gevolg van enerzijds de impact van de inflatie op de consumptie uitgaven (verlies van koopkracht van de gezinnen) en anderzijds vooral de verminderde begrotingssteun van de regering Biden die er nu van wordt beschuldigd de oververhitting van bepaalde sectoren te hebben aangewakkerd. Het is wellicht nog wat vroeg om zich zorgen te maken over het groeitrajec van de Amerikaanse economie maar het is niettemin duidelijk dat **de afvlakking van de Amerikaanse rentecurve niet verenigbaar is met een chronisch minder goede prestatie van de *groeiaandelen* ten opzichte van de *value aandelen***. De opleving van de Nasdaq-index per begin februari is waarschijnlijk een goede indicator van de sinds jaren hardnekkige neiging van de beleggers de groeisectoren te overwegen. **Beleggers moeten niettemin rekening houden met het actuariële effect van een hogere rente op de waardering van de aandelen**, met name op de technologieaandelen (activa met een lange looptijd).

Op zeer korte termijn lijkt het einde van de 5<sup>e</sup> besmettingsgolf met de Omikronvariant in het Westen een kwestie van weken te zijn. Het zal de economische activiteit stimuleren en dus de cyclische bedrijven enige tijd ten goede komen. **Een niet te verwaarlozen risico blijft de ontwikkeling van de energieprijzen, met name de gasprijzen waarvan de Europeanen sterk afhankelijk zijn**. In dit opzicht kan men de rampzalige keuzes van het Duitse energiebeleid gedurende de voorbije twintig jaar alleen maar betreuren. Het leverde Duitsland en Europa immers over aan de grillen van hun turbulente buur Rusland (leverancier van respectievelijk 65% en 40% van hun aardgasbehoefte). **De Oekraïense kwestie is daarom duidelijk van het allergrootste belang**. We wijzen erop dat dit geopolitieke risico altijd kan worden afgedekt door middel van putopties op beursindexen om op die manier de portefeuilles te beschermen tegen extreme verliezen.

uitoefenen op de rentecurve. **De centrale banken zullen met de volgende sterke beperkingen rekening moeten blijven houden: ten eerste de solvabiliteit van de staten te waarborgen en ten tweede een destabilisering van de financiële markten te vermijden** (het pijnlijke jaar 2018 herinnert ons eraan dat ze een brutale terugval van de activaprijzen hadden uitgelokt). **De in januari waargenomen sectorrotatie ten voordele van *Value* zou nog verder kunnen aanhouden naarmate de pandemie wegebt** (met een versnelling van de economische activiteit, althans in Europa, tot gevolg). **De politieke discount waaronder de Europese activa sinds de schulden crisis van 2010-2012 lijden, is volgens ons steeds moeilijker te rechtvaardigen**, rekening houdend met de obsessieve aard van de Amerikaanse democratie en de polarisering van de samenleving waarop Biden en zijn regering geen overtuigend antwoord hebben kunnen vinden.

---

## DISCLAIMER

De bovenstaande inhoud is geproduceerd en wordt verspreid door Pure Capital S.A. Hij wordt uitsluitend ter informatie verstrekt en is bedoeld om de beheersactiviteiten van Pure Capital S.A. weer te geven. (hierna "Pure Capital") en om informatie te verstrekken over haar beleggingsstrategieën. De informatie of gegevens (inclusief tekst en fotomateriaal) in dit document zijn auteursrechtelijk beschermd en mogen niet worden gereproduceerd of gedistribueerd aan derden, geheel of gedeeltelijk, zonder voorafgaande toestemming van Pure Capital.

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 een publicitaire mededeling. Hoewel deze inhoud niet onderworpen is aan een verbod op gebruik voorafgaand aan de verspreiding (bijvoorbeeld om orders uit te voeren), streeft Pure Capital er niet naar om er winst uit te halen.

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

De informatie in dit document wordt te goeder trouw verstrekt en Pure Capital is er niet verantwoordelijk voor.

Er kan geen garantie worden gegeven dat de beleggingsdoelstellingen zullen worden bereikt. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. De prestaties kunnen variëren in de tijd. De netto-inventariswaarde van de portefeuille is afhankelijk van de marktontwikkeling. Elk beleggingsfonds is derhalve onderhevig aan marktschommelingen en het is mogelijk dat de belegger slechts minder terugkrijgt dan hij heeft geïnvesteerd.

Uw rekeninghouder kan u jaarlijkse bewaargevingskosten in rekening brengen. Zij verschillen van instelling tot instelling. Als u wilt weten wat dat zijn, vraag het dan.

**Dit document wordt u ter beschikking gesteld met dien verstande dat het niet de primaire basis voor uw belegging vormt. Elke investering moet het resultaat zijn van een voldoende geïnformeerde en goed geïnformeerde beslissing.**