

4 MAART 2022

MAANDELIJKSE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Hoofd Aandelenanalyse & Beheerder

OORLOG IN EUROPA

Op donderdag 24 februari startte Rusland een militaire invasie in Oekraïne. Daarbij werden de akkoorden van Minsk van 2014 en het Memorandum van Boedapest van 1994 genegeerd, wat trouwens ook al het geval was bij de annexatie van de Krim. Poetin beschuldigt de NAVO ervan haar woord te hebben gebroken door op te rukken naar Oost-Europa met de steun van de nieuwe democratieën die na de ineenstorting van de USSR zijn ontstaan. Het Westen erkent immers het recht van soevereine volkeren om hun bondgenoten te kiezen.

Dit conflict sluit een hoofdstuk van 30 jaar af en doet de oude rivaliteiten van de 20e eeuw heropleven. De terugkeer naar “de tragiek van de geschiedenis” – die tegelijkertijd voorgoed de mythe begraaft die ontstond na de val van de Sovjetunie en die ervan uitging dat de democratie wereldwijd zou zegevieren en dankzij het liberalisme voor vrede zou zorgen – stelt fundamenteel de naïviteit van onze democratieën en de politieke keuzes van de laatste decennia in vraag.

Het Westen besloot echter de geleerden te sluiten en een ongezien aantal forse sancties te nemen die de economische en financiële belangen van Rusland ten zeerste schaden (uitsluiting uit het internationale betalingssysteem Swift, bevrozing van de buitenlandse tegoeden van de Russische centrale bank, stopzetting van het gaspijpleidingproject North Stream 2, embargo op talrijke technologische componenten, individuele sancties). Dergelijke sancties lagen vóór het uitbreken van de vijandelijkheden helemaal niet voor de hand gezien het belang van Rusland in de wereldexport van grondstoffen eveneens leidt tot aanzienlijke kosten voor de rest van de wereld.

Onze maandelijkse nota is allesbehalve bedoeld om voorspellingen te doen over de afloop van het conflict, noch om het te hebben over de verschrikkelijke geopolitieke gevolgen. Met alle bescheidenheid zullen we hier proberen de volgens ons meest voor de hand liggende gevolgen te beschrijven. Niettemin lijkt het erop dat de westerse democratieën deze oorlog zien als een grootschalige test van hun veerkracht en waarschijnlijk als de laatste kans om de reikwijdte te meten van hun wil tot het verdedigen van hun waarden. China kijkt hiernaar met grote belangstelling. De Europese Unie moet nu eindelijk erkennen dat politieke, militaire en industriële macht een *sine qua non* voorwaarde zijn voor haar vrijheid en waarschijnlijk uiteindelijk voor haar voortbestaan.

DE ABSOLUTE NOODZAAK OM ONS ENERGIEBELEID VOLLEDIG TE HERZIEN

Wij hebben reeds gewezen op de rampzalige ideologische keuzes die de Europeanen, en meer in het bijzonder de Duitsers, op energiegebied hebben gemaakt: het opgeven van kernenergie – een koolstofvrije energie –, minder investeringen in de productie van fossiele brandstoffen en een sterke toename van de invoer van gas uit geopolitiek onzekere landen om een tekort aan hernieuwbare energiebronnen te compenseren, enz. Deze oorlog brengt uiteindelijk iedereen tot dezelfde conclusie: de strijd tegen de opwarming van de aarde en de principiële vijandige houding van zeer invloedrijke ecologische politieke stromingen kunnen niet rechtvaardigen dat Europa wordt overgeleverd aan de genade van autocraten die onze democratische en liberale waarden nooit zullen delen. **Respectievelijk ongeveer 25% en 45% van de olie- en gasinvoer van de EU komt uit Rusland.** Gas vertegenwoordigt 20% van de energiemix van de EU. Duitsland importeert 60% van zijn gas uit Rusland! De afhankelijkheid van Russisch gas is zodanig dat Gazprombank en Sberbank niet worden uitgesloten van het Swift-betalingsplatform aangezien deze banken een sleutelrol spelen in de internationale energietransacties: de EU moet immers Russisch gas kunnen blijven invoeren.

Wat het energiebeleid betreft, **staan veel Europese regeringen echter op het punt een radicale ommekeer te maken.** Frankrijk heeft reeds vóór de invasie van Oekraïne de sprong gewaagd door zijn nucleaire industrie nieuw leven in te blazen. Italië dat 43% van zijn gasverbruik uit Rusland importeert (tegenover 27% tien jaar geleden), heeft besloten opnieuw offshore gaswinningsprojecten op te starten om in 10% van zijn behoeften te voorzien (tegenover minder dan 5% nu terwijl de productiekosten eerder laag zijn); we herinneren eraan dat de 5-Sterrenbeweging elke nieuwe investering in deze sector had geblokkeerd. Mario Draghi is van plan zeven steenkool gestookte elektriciteitscentrales die gesloten zouden worden, weer op te starten om de uitdaging op zeer korte termijn het hoofd te bieden. Duitsland dat lange tijd niet heeft gereageerd toen de conflicten tussen Rusland en Oekraïne zich opstapelden (2006, 2009, 2014), is nu misschien wel het meest in het oog springende voorbeeld van blindheid die ons duur komt te staan. De nieuwe sociaaldemocratische regering van kanselier Olaf Scholz, gesteund door de ecologisten, overweegt ernstig om de levensduur van twee kerncentrales (die eind dit jaar zouden worden afgeschakeld) te verlengen en over te stappen op kolencentrales. Er zullen twee terminals voor vloeibaar aardgas

(LNG) worden gebouwd. **De strijd tegen de opwarming van de aarde is uiteindelijk het slachtoffer van een irrationeel energiebeleid.**

Dus niks aan de hand? Overhaast beslissen een beleid te voeren dat normaalgezien jaren vergt aan studies, onderhandelingen en vooral aanzienlijke investeringsuitgaven, biedt geen oplossing voor de korte termijnuitdaging waar me mee worden geconfronteerd, vooral niet als het conflict langer dan een paar weken aansleept. Het opnieuw opstarten van de Italiaanse offshore gasproductie zou bijvoorbeeld al 2 miljard euro aan investeringsuitgaven en 18 maanden werk vergen! En wat te denken van nucleaire programma's die nog tientallen jaren zullen duren! Het Jacques Delors-instituut heeft onlangs verklaard dat **Europa zich vóór 2040-2045 niet kan ontdoen van zijn afhankelijkheid van Russisch gas**. Dit komt omdat er te weinig alternatieve oplossingen zijn en vooral omdat zij niet gemakkelijk op korte termijn kunnen worden bewerkstelligd. De LNG-markt is te klein om een antwoord te bieden op de schok die het wegvalen van de Russische leveringen aan Europa zou teweegbrengen (wereldmarkt voor LNG van minder dan 500 miljard m³ per jaar tegenover een Europese invoer van 400 miljard m³). De transportcapaciteit met LNG-tankers is beperkt en de Europese hervergassingsinstallaties zijn te gering in aantal en vooral geografisch zeer slecht gelegen (er is met name capaciteit beschikbaar in Spanje maar met te weinig transportmogelijkheden naar Noord-Europa). De Verenigde Staten hebben hun LNG-export naar Europa sinds 2019 al met 50% opgevoerd (tegen prijzen die veel hoger liggen dan die van Russisch

gas); de milieuvorschriften van de huidige Amerikaanse regering leggen nieuwe investeringen echter ernstig aan banden. Qatar zou kunnen overwegen gas te verkopen dat niet onder langlopende leveringscontracten valt (met name aan Azië), d.w.z. ongeveer 10-15% van zijn productie tegen zeer hoge prijzen. Algerije heeft een beperkte capaciteit. Dan is er nog Noorwegen dat aanzienlijke reserves heeft maar voorlopig de lippen stevig op elkaar houdt. Wat de olie betreft, waarvan de wereldvraag terug het niveau van voor de pandemie heeft bereikt, is de situatie iets minder problematisch omdat het transport gemakkelijker is en de aanvoerbronnen diverser. Toch is de beschikbare capaciteit van de OPEC in deze crisis te laag en hebben de Verenigde Staten de voorbije jaren niet genoeg geïnvesteerd in schalieolie. Dat alles leidt ertoe dat de olieprijs nu opnieuw hun recordkoersen van 2012 bereiken.

Onze conclusie: de energieprijzen zullen nog lange tijd hoog blijven. De LNG-markt zal van de crisis profiteren door meer kapitaal aan te trekken. De Europese energiemix zal worden herzien; het taboe op kernenergie, dat in veel landen zeer sterk aanwezig is, zal moeten sneuvelen gezien de hernieuwbare energiebronnen niet volstaan in het kader van de talrijke uitdagingen van decarbonisatie, elektrificatie van de economie en de energiesoevereiniteit van Europa. Het enige goede nieuws is dat de lente op het noordelijk halfrond in aantocht is en dat de gasvoorraden groter zijn dan een paar weken geleden.

DE GRONDSTOFFENSCHOK VERHOOGT HET RISICO OP STAGFLATIE

Energie is niet het enige probleem: het **gewicht van Rusland in de wereldwijde metaal- en graanproductie** is overweldigend. Zijn strategische positie op het gebied van metalen voor de defensie- en ruimtevaartindustrie, auto's, elektrische batterijen en groene technologieën, **doet opnieuw de vraag rijzen omtrent de industriële soevereiniteit van Europa** (de coronacrisis was reeds een gelegenheid om het heilzame debat over soevereiniteit in de halfgeleider- en de gezondheidssector op gang te brengen). Rusland produceert bijvoorbeeld 43% van het palladium dat wereldwijd wordt verbruikt voor de productie van katalysatoren: dit is dus duidelijk een zwaard van Damocles boven het hoofd van de autofabrikanten. Rusland is goed voor 6% van de wereldproductie van nikkel dat in batterijen wordt gebruikt maar eveneens voor 6% van de aluminiumproductie. De grootste producent ter wereld van titanium VSMPO-AVISMA (25% van de markt) - een metaal dat veel wordt gebruikt in de lucht- en ruimtevaart en in de wapenindustrie- wordt gecontroleerd door iemand uit de entourage van Vladimir Poetin. Oekraïne levert 70% van het neon, een inert gas dat essentieel is voor de DUV-lithografietechnologieën, wat de druk op de halfgeleidersector nog verder doet toenemen. ASML, 's werelds grootste fabrikant van lithografiemachines, haalt 20% van zijn behoeften uit Rusland en Oekraïne en is nu op zoek naar nieuwe bevoorradingsbronnen. Wat ten slotte de landbouwgrondstoffen betreft, zijn Rusland en Oekraïne goed voor 25% van de wereldproductie; Rusland alleen produceert al 8% van de meststoffen. Noord-Afrika en het Midden-Oosten beven al bij de gedachte aan nieuwe hongeropstanden.

Eens te meer zal het Westen dat eigenlijk verre van arm is in termen van onontgonnen grondstofreserves maar dat de vervuiling van

winnings- en raffinageactiviteiten schaamteloos naar de rest van de wereld "exporteert" (met name naar China in het geval van zeldzame aardmetalen), **geen andere keuze hebben dan serieus na te denken over zijn soevereiniteit op het gebied van grondstoffen. Die grondstoffen zijn immers onontbeerlijk voor de energie- en digitale transitie** (dit is dan ook een kwestie waarover de Europese Commissie zich momenteel beraadt). **Op kortere termijn verwachten wij een nieuwe aanbodschock die de inflatie nog verder zal aanwakkeren en waarvan de gevolgen fundamenteel tot een recessie kunnen leiden.** Sommigen nemen al het woord "stagflatie" (inflatie gepaard met zwakke groei) in de mond. Het risico is niet geheel onbestaand indien de inflatoire schok uiteindelijk de consumptie en de industriële productie afremt (verlies van koopkracht van de gezinnen wiens inkomen niet verhoogt evenredig met de prijzen; nieuwe verstoringen in de waardeketen met lagere investeringen onder invloed van geopolitieke onzekerheden en een zwakkere eindvraag). Hoewel de Russische en Oekraïense economieën slechts een gering gewicht in het mondiale BBP hebben (minder dan 3,5%), **zou een algemene en duurzame stijging van de energieprijzen met 20% reeds een negatief effect van 1% op de mondiale economische activiteit hebben** (bron: Les Cahiers Verts de l'Économie); de toegenomen geopolitieke onzekerheid zou op zich de wereldproductie met 1 à 2% kunnen doen dalen. Men mag niet vergeten dat het aandeel van de gezinsuitgaven voor energie in Europa 9% bedraagt, in de Verenigde Staten 6% en in de opkomende landen ongeveer 8 tot 11%. **De economische gevolgen kunnen echter alleen worden ingeschat naar gelang van de duur van het conflict:** een korte oorlog met de betrokken partijen die in staat zijn te onderhandelen zou niet dezelfde gevolgen hebben als een escalatie van het conflict waarbij de schokgolf zich uitbreidt tot talrijke economische sectoren.



ZULLEN DE CENTRALE BANKEN DE KLOK TERUGDRAAIEN?

Ook dit zal afhangen van de duur van het conflict. Gezien hun rol als veilige haven, daalt de langetermijnrente op staatsobligaties. De verwachtingen omtrent een verstrakking van het monetair beleid (de Federal Reserve al in maart en de Europese Centrale Bank tegen het einde van het jaar) zijn duidelijk afgenomen. **Aangezien meer dan de helft van de inflatoire druk voortspuit uit de Covid-crisis** (spanningen in de aanbodketens, kunstmatige ondersteuning van de vraag door de stimulusmaatregelen van de overheid) **alsook uit de geopolitieke spanningen** (energie, metalen, granen), **moeten de monetaire autoriteiten**

inderdaad voorzichtig te werk gaan bij de normalisering van hun beleid. Aangezien de inflatie de koopkracht van de gezinnen doet dalen (de lonen volgen niet zo snel) en uiteindelijk de consumptie beperkt, herstelt dit enigszins het evenwicht tussen het aanbod en de eindvraag naar goederen zonder dat de centrale banken nog kortdader moeten optreden. We moeten echter oppassen onze hoop niet te veel op het monetair beleid te stellen! Indien de oorlog in Oekraïne wat kalmeert, zou dat de Federal Reserve er ongetwijfeld toe aanzetten de normalisering van haar monetair beleid energiek te hervatten.

DE NAVO EN DE HERBEWAPENING VAN EUROPA

Een ander belangrijk keerpunt dat de afgelopen dagen is waargenomen, is dat verscheidene NAVO-landen zich bewust zijn geworden van de noodzaak om hun militaire uitgaven aanzienlijk te verhogen. Voor Duitsland is dat een echte Copernicaanse revolutie gezien de sociaaldemocratische regering heeft besloten een legermoderniseringsfonds van 100 miljard euro (iets meer dan 2,5% van het BBP) te financieren en de defensiebegroting te verhogen van ongeveer 1,5% van het BBP tot meer dan 2% in 2024. Het Russische offensief heeft ook de NAVO wakker geschud uit haar zogenaamde "hersendode" toestand (zoals Emmanuel Macro het noemde in november 2019). Ook maken de Europeanen de balans op van hun beperkte conventionele verdedigings- en afschrikingscapaciteiten in geval van een tegenstander die in staat is op grote schaal strijdkrachten in te zetten (alhoewel die deze keer blijkt af te rekenen te hebben met een aantal logistieke problemen). De afgelopen jaren was het Westen eraan gewend geraakt om in conflicten in te grijpen

met speciale strijdkrachten, luchtmacht en drones, op de grond ondersteund door lokale strijdkrachten (Syrië, Irak, Afghanistan, Sahel). De invasie van Oekraïne lijkt echter meer op een episode uit de laatste wereldoorlog, d.w.z. met gemechaniseerde infanterie, artillerie, pantservoertuigen en vliegtuigen. Europa is hier duidelijk niet klaar voor. Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk hebben als enige West-Europese landen een militaire macht van enige omvang behouden maar dat volstaat niet om alle Europese democratieën te verdedigen. Nucleaire afschrikking is niet langer voldoende. **Europa moet voorbereid zijn om in te grijpen in intensere oorlogssituaties door zijn uitrusting en mankracht te versterken en vooral ook op het gebied van de ruimte en cyberspace** die aanzienlijk kwetsbaar zijn (cf. de regelmatige aanvallen van Russische hackers op westerse infrastructures). De politieke en industriële gevolgen zullen zich over verschillende jaren doen voelen.

DE FINANCIËLE MARKTEN ZIJN ALS HET WARE GERAAKT DOOR EEN CLUSTERBOM

Tijdens de eerste dagen van de oorlog hebben de markten de paniek vrij goed weerstaan. In Europa was dit de afgelopen dagen minder het geval. De waargenomen correcties sinds de Russische inval komen bovenop de verliezen sinds 1 januari die het gevolg waren van de hoge inflatie en het vooruitzicht op een monetaire verstrakking. **Beleggers moeten echter rekening houden met de geschiedenis van de beurzen: wanneer conflicten plaatselijk blijven, hebben zij geen blijvende en significante gevolgen voor de beursindexen** (met uitzondering van de oliecrisis). Tijdens de Yom Kippoor-oorlog van 1973 verloor de S&P 500-index 10% in één maand en 15% in drie maanden; tijdens de Golfoorlog van 1990 bedroeg de daling respectievelijk 8% en 11%. **Het Russisch-Oekraïense conflict is uiteraard van een andere aard** aangezien het betrekking heeft op 's werelds grootste kernmacht en de NAVO-belangen in Europa er nauw mee gemeoid zijn. Een escalatie van het conflict zou potentieel verwoestende gevolgen hebben.

Dat heeft tot gevolg dat de Amerikaanse beursindexen beter hebben gepresteerd dan hun Europese tegenhangers die meer blootgesteld zijn aan de mondiale groei. **De duur en de omvang van deze** soms uiterst heftige **sectorrotaties zullen op hun beurt afhangen van de duur en de omvang van het conflict.** Merk op dat sectoren met het label "ESG (*Environmental, Social, & Governance*)" die al afgestraft werden door de stijgende rentevoeten en de uiteenspattende waarderingszeepbel, nu eerder op de achtergrond geraken; we herinneren er hieraan dat de olie- en gasreuzen alsook de defensiebedrijven gewoonlijk uit sociaal verantwoordelijke beleggingsfondsen worden geweerd. Nu is het echter zo dat de westerse fabrikanten van militair materieel bijdragen tot de verdediging van onze democratieën en dat de grote geïntegreerde oliebedrijven hun overtollige kasstromen die voortkomen uit hun op koolstof gebaseerde activiteiten nu massaal investeren in hernieuwbare energiebronnen.

Wat de "groei" tegenover de "waarde"sectoren betreft, kregen de waarde aandelen tot midden februari rugwind van de stijgende langetermijnrente en de inflatie. Dat heeft ondertussen plaatsgemaakt **voor een onderscheid tussen de "defensieve" en "cyclische" sectoren** waarbij de olie- en gasaandelen, de mijnbouwaandelen en de farmaceutische bedrijven duidelijk beter presteren dan de financiële aandelen en de industriële bedrijven. **De technologiesector** die sinds het begin van het jaar te lijden had, heeft sinds het Russisch offensief **vrij goed standgehouden.**

De komende dagen zullen beslissend zijn. Een goede **portefeuillediversificatie zal helpen om een deel van de schok op te vangen.** Hoewel het nog te vroeg is om alle economische gevolgen van dit conflict en het effect ervan op de risicopremies voor financiële activa precies te meten, lijkt het erop dat de Europese markten zich momenteel meer zorgen maken over de algemene macro-economische gevolgen en uitgaan van een langdurige oorlog. Dit blijkt met name uit de scherpe koersdaling van de bank aandelen (niet alleen de banken die het meest aan Oost-Europa zijn blootgesteld) en de meer cyclische industriële bedrijven.

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 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.