



4 APRIL 2022

MAANDELIJKSE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Hoofd Aandelenanalyse & Beheerder

DE BEURZEN VERTONEN EEN ONVERWACHTE VEERKRACHT

Het sterk herstel van de aandelenmarkten sinds de Russische inval in Oekraïne (24 februari) heeft zelfs de meest doorwinterde beleggers verrast. De belangrijkste beursindexen noteren zelfs op hun niveau van vóór de Russische invasie. De verliezen sinds Nieuwjaar lijken zeer gering in vergelijking met de extreme ernst van de geopolitieke gebeurtenissen. Behalve de oorlog is er eveneens het vooruitzicht op een sneller dan verwachte verstrakking van het ultrasoepele monetair beleid gezien de context van de hoogste inflatiedruk van de voorbije 40 jaar en een reële oververhitting van de economische activiteit in de VS. Ook vermelden we het risico op nieuwe spanningen in de mondiale bevoorradingsketens nu China af te rekenen heeft met een verontrustende besmettingsgolf met de Omicron-variant (lockdowns in verscheidene grote steden met - in tegenstelling tot de winter van 2020- de wens van Peking om de industriële productie en de havenactiviteiten beter te beschermen). De indicatoren inzake risicoappijt en de marktwaardering laten zien dat **de beurzen geen rekening houden met extreme scenario's**. De volatiliteit blijft gering in vergelijking met de piek tijdens het voorjaar van 2020 (eerste golf van de coronapandemie). Een mogelijke uitbreiding van het conflict in tijd en plaats, een sterke stijging van de dollarkoers en tenslotte een eventuele terugkeer van de gezondheids crisis komen niet tot uiting in de beurskoersen. De waardering van de beurzen is per einde maart ongeveer vergelijkbaar met het niveau van vóór de oorlog, dus vóór de inflatiedruk beduidend steeg (de koers/winstverhouding van de MSCI All Country World Index voor 2022 bedraagt 17). Met andere woorden, het feit dat het verhoogd risico op stagflatie (een sterke groeivertraging in combinatie met een galopperende inflatie) wordt ontkend, kan alleen maar wijzen op het grote onbehagen van de beleggers wanneer het erop aankomt enerzijds een prijs te plakken op moeilijk in te schatten risico's en anderzijds rekening te houden met een eventuele grote paradigmaverschuiving. Immers, **hoe moeten risicopremies gewaardeerd worden nu een einde is gekomen aan het tijdperk van vrede en desinflatie dat decennialang het achtergronddecor voor de financiële markten was?** Wordt het einde van de globalisering en de groeiende vijandigheid ten opzichte van het liberaal-democratische Westen door de beleggers achteloos over het hoofd gezien?

OORLOG IN EUROPA

Ondertussen zijn er zes weken voorbij van een bijzonder dodelijk conflict in Oekraïne met zware gevolgen voor de energie-, metaal- en voedselprijzen, alsook voor de toeleveringsketens van de Europese industrie, met name de Duitse bedrijven (de IFO-index voor het ondernemingsklimaat nadert het recessie-alarm). Europa staat voor de uitdaging van een nieuwe migratiegolf die sinds de Tweede Wereldoorlog zijn weerga niet kent (sinds 23 februari hebben meer dan vier miljoen Oekraïners hun land verlaten). De regeringen in het Midden-Oosten en Noord-Afrika beven bij de gedachte aan nieuwe voedselrellen die tot politieke schokken kunnen leiden vergelijkbaar met de "Arabische lente" van 2010 (snel stijgende tarweprijzen en grote risico's op tekorten aan landbouwproducten en stikstofhoudende meststoffen aangezien bijvoorbeeld een derde van de wereldwijde tarwe-export afkomstig is uit Rusland, Oekraïne en Wit-Rusland). De **economische gevolgen** zijn voorlopig moeilijk precies in te schatten : veel zal afhangen van de duur van het conflict, de modaliteiten omtrent een herdefiniëring van de geopolitieke evenwichten na de oorlog, en de evolutie van de energie- en grondstoffenprijzen die de inflatoire druk ten gevolge van de coronacrisis nog bijkomend versterken. De gezinnen lijden onder een aanzienlijk verlies aan koopkracht gezien hun inkomen niet even snel stijgt als de inflatie (-3,5% in de OESO-landen volgens Natixis). De eerste ramingen zijn uiteraard alarmerend. De herziene prognoses voor de eurozone wijzen op

een daling van de economische groei (BBP) met ongeveer 1,5% voor 2022: de groei van de economische activiteit in termen van volume, waarvan aanvankelijk werd verwacht dat deze met ten minste 4% zou toenemen (na de Covidcrisis), zal nu slechts ongeveer 2,5% bedragen (na +5,3% in 2021). Die prognose kan geruststellend lijken omdat er geen sprake is van een recessie voor 2022 maar is in feite misleidend omdat de groei eind 2021 al 2% bedroeg. Met andere woorden, **de consensus van de economen wijst op een vrijwel vlakke groei in de eurozone voor de rest van het jaar!** Dat is een aanzienlijke neerwaartse bijstelling van de groeiverwachtingen, die nochtans niet uitgaan van een verergering van de crisis als gevolg van een mogelijke escalatie van het conflict. De consensusbijstellingen voor de mondiale groei zijn beperkter (ongeveer -0,5%) maar we staan waarschijnlijk nog maar aan het begin van eventuele herzieningen (de mondiale consensus bedraagt +4% voor 2022 terwijl de economen van de Cahiers Verts de l' Economie al uitgaan van een reële BBP-groei van slechts 3%). Voor de VS wordt een robuustere groei van ongeveer 3% verwacht (de energieprijzen zijn veel lager dan in Europa en de industriële activiteit ondervindt minder hinder van de oorlog in Oekraïne) terwijl China steun zal vinden in haar eigen dynamiek (expansiever monetair en begrotingsbeleid door de onzekere gezondheidscontext, alsook tekenen die duiden op een prijsstabilisatie van nieuwbouw vastgoed).

Wat de verwachtingen inzake de bedrijfsresultaten betreft, is de situatie eerder geruststellend omdat ze begin 2022 - dus vóór het uitbreken van het conflict- te voorzichtig waren in de context van het einde van de coronacrisis en het algemene herstel van de economische activiteit (zie onze vorige maandelijkse brieven). Ondanks de oorlog en de inflatieschok worden de verwachtingen ietwat opgetrokken met een winsttoename in 2022 van om en bij de 9% voor de bedrijven van de STOXX Europe 600 en de S&P 500. Tot dusver hebben de bedrijven de stijging van de productiekosten over het algemeen vrij goed doorstaan dankzij hun *prijzettingmacht*, productiviteitswinsten en voor sommigen een doeltreffend hedgingbeleid op de energiemarkten. Het is uiteraard gemakkelijker de winstmarges te beschermen bij een sterke vraag, goed gevulde orderboekjes en algemene tekorten waarbij het voor de eindcliënten belangrijker is hun grondstoffen en halffabricaten effectief te kunnen aankopen niettegenstaande de hogere aankooprijzen. **Indien de mondiale groei in 2022 boven de 3,5% bedraagt, zal de neerwaartse**

herziening van de winstverwachtingen beperkt blijven. Dat zou echter niet langer het geval zijn indien het stagflatiescenario werkelijkheid wordt.

Ten slotte merken we op dat niettegenstaande het herstel van de beursindexen tot hun niveau van vóór de Russische invasie in Oekraïne, **het verschil in prestatie tussen de sectoren aanzienlijk is.** Zo hebben de bank aandelen en de autofabrikanten/toeleveranciers in de STOXX Europe 600 index sinds 23 februari enkele tientallen procenten verloren terwijl de mijnbouwaandelen, de olie- en gasproducenten en de defensie-industrie (die voordien werden verguisd in het kader van een maatschappelijk verantwoord beheer en zelfs lang bijna als geband werden beschouwd onder invloed van het Europese taxonomieproject), de farma aandelen (minder gevoelig aan de BBP groei) en de technologieaandelen (die recentelijk hadden geleden onder de stijgende rente en de correctie van de Nasdaq-index) zijn de grote "winnaars" van het drama dat zich in Oekraïne afspeelt.

VERSTERKING VAN DE EUROPESE SOEVEREINITEIT: NAAR EEN OORLOGSECONOMIE?

De meest zichtbare gevolgen van het conflict hebben wij reeds beschreven in onze maandelijkse nota van maart. Wij concentreren ons hier op de gevolgen voor Europa, dwz de regio die op korte termijn het meest door de oorlog wordt getroffen gezien de afhankelijkheid van Russische energie en grondstoffen.

Door deze nieuwe schok is de Europese Unie zich sneller bewust geworden van de absolute noodzaak haar soevereiniteit te waarborgen in strategische sectoren die voordien te lang werden verwaarloosd. De gezondheids crisis had al vlug aangetoond dat Europa te afhankelijk is van enkele leveranciers van medische apparatuur en actieve bestanddelen die onontbeerlijk zijn voor de vervaardiging van nochtans essentiële geneesmiddelen. Vervolgens heeft de verstoring van de toeleveringsketens de herlocalisering van de als strategisch beschouwde productie (met name op het gebied van halfgeleiders en materialen voor hernieuwbare energie) hoog op de agenda geplaatst. Tenslotte dwingt de terugkeer van de oorlog op ons continent (waarbij de oorlogvoerende partij er geen geheim van maakt het liberale Westen te haten en te trachten onze democratieën met alle mogelijke middelen te verzwakken) **de Europeanen ertoe hun energie-, landbouw-, industrie- en militair beleid te herbeschouwen.**

Het besef rijst in Europa dat ze voor haar veiligheid niet volledig van de NAVO mag afhangen. Immers, is de terugkeer van de VS naar Europa na het Midden-Oosten te hebben verlaten en de keuze voor een Aziatische spil geloofwaardig en duurzaam? Europa moet dus absoluut werken aan haar onafhankelijkheid inzake energie en digitale soevereiniteit. Zo bereidt **de Europese Unie zich voor op een gigantische investeringsinspanning in de komende jaren, wat een welwillend budgettair en monetair beleid** (dit laatste is van cruciaal belang) **zal rechtvaardigen.** Dat is de boodschap van Brussel in het kader van zijn ambitieuze "REPowerEU"-programma voor onafhankelijkheid van Russische fossiele brandstoffen. Het vormt eveneens een aanvulling op het "Fit for 55"-plan om de uitstoot van CO₂ tegen 2030 met 55% te verminderen ten opzichte van 1990. Dat nieuwe plan, dat snel is aangenomen en gebruik maakt van verschillende hefboomen (energiebesparing, ontwikkeling van hernieuwbare energie en groene waterstof, diversificatie van de aardgasvoorziening naast de strategische metalen die essentieel zijn voor de digitale en energietransitie, versnelde

elektrificatie van de economie), toont aan dat **de Europese Unie nog steeds in staat is om met 27 leden moedige beslissingen te nemen** en dat het zich bewust is van zijn kwetsbaarheid na decennia van politieke inertie. De Unie is niet langer alleen een economisch project gezien ze nu klaar is om haar rol als politieke wereldmacht op te nemen met als waarborg een versterkte militaire afschrikking. Sommige waarnemers aarzelen niet om van een oorlogseconomie te spreken wanneer de overheid alle beschikbare middelen (met name spaartegoeden van de gezinnen) tracht te mobiliseren en optimaal aan te wenden in het kader van een aanzienlijke oorlogsinspanning. De Europese Unie is misschien niet in oorlog maar men kan wel stellen dat ze niet langer in vreedstijd leeft.

De belegger mag echter **de impact niet onderschatten die het conflict en de aan Rusland opgelegde sancties op de Europese economie zullen hebben.** We zijn er nochtans van overtuigd dat eens de oorlog voorbij is, **de EU-initiatieven een impuls zullen geven aan de potentiële groei van het oude continent dat nog steeds over voldoende troeven beschikt.** Maar hoe valt een uitgesproken expansief begrotingsbeleid te verenigen met een strenger monetair beleid door de Europese Centrale Bank (ECB)? Uiteindelijk zouden **de reële rentevoeten in euro voor langere tijd negatief moeten blijven om de begrotingsinspanningen van de overheid te financieren** (een zegen voor risicovolle activa en meer in het bijzonder voor aandelen). Ook al is de toon van de ECB de laatste tijd strenger geworden met betrekking tot de inflatiebestrijding, toch moet ze er rekening mee houden dat de tweederonde-effecten tot dusver zijn uitgebleven. De inflatie in Europa blijft in wezen het gevolg van een aanbodschock en er is voorlopig noch sprake van een versnelde loonstijging (althans niet in 2022, wat volgend jaar kan veranderen als de inflatie ruim boven de 2% blijft), noch van een oververhitting van de eindvraag en noch van een ontsporing van de inflatieverwachtingen op langere termijn. Het verlies aan koopkracht bij de gezinnen als gevolg van de inflatiedruk kan uiteraard leiden tot een verminderde vraag, wat vrij snel te merken zou kunnen zijn in de bouwsector die hard getroffen is door de stijging van de prijzen van bouwmaterialen. Die situatie is echter problematischer in de Verenigde Staten.

DE AMERIKAANSE FEDERAL RESERVE IS OP HAAR HOEDE VOOR DE OPLOPENDE INFLATIE

De Federal Reserve heeft midden maart besloten haar belangrijkste beleidsrente met 0,25% te verhogen en overweegt die tegen het jaareinde van de huidige 0,25%-0,5% op te trekken tot 1,75%-2%. De Fedfunds rente zou tegen eind 2023 zelfs 2,75% kunnen bedragen, wat zou overeenkomen met een licht restrictief monetair beleid. Volgens de Federal Reserve (die eveneens van plan is de omvang van haar balans in te krimpen zonder daaromtrent verder in detail te treden), is de Amerikaanse economie sterk genoeg om een dergelijke monetaire verkrapping op te vangen. Die verstrakking van het monetair beleid wordt noodzakelijk geacht om de inflatiedruk in te tomen gezien die niet alleen meer de sectoren betreft die het zwaarst door de gezondheids crisis zijn getroffen.

Dit staat veraf van de retoriek over de voorbijgaande aard van de inflatie die ervan uitging dat de inflatieopstoot werd veroorzaakt door een aanbodschok (knelpunten in de toeleveringsketens). Die hypothese valt nu uiteindelijk in duigen. De Amerikaanse economie is immers aan het oververhitten en het laatste stimulusprogramma van de Biden regering was er waarschijnlijk teveel aan.

Het vooruitzicht op een renteverhoging door de Federal Reserve heeft vooralsnog weinig invloed gehad op de lange rente in USD, wat **verklaart waarom de Amerikaanse aandelen goed standhouden**, meer in het bijzonder de technologieaandelen die zeer gevoelig zijn aan een rentestijging. De tienjaarsrente beweegt binnen een bandbreedte van 2,35 tot 2,6% en de inflatieverwachtingen op lange termijn ontsproten niet: dat weerspiegelt de sterke geloofwaardigheid in de Fed die zich geen zorgen maakt over de gevolgen van haar discours op de financiële markten en de vastgoedsector. De rendementscurve is thans zeer vlak tussen de tweejarige en de dertigjarige looptijd, met zelfs een lichte inversie, wat niet mag worden gezien als een teken van een toekomstige recessie. De recessies van de voorbije jaren zijn immers nooit rechtstreeks veroorzaakt door de Fed die een behoorlijke dosis flexibiliteit aan de dag zal leggen afhankelijk van de ontwikkeling van de inflatie en de economische groei in de VS.

CONCLUSIE

De oorlog in Oekraïne legt nog meer het accent op de tendensen die al het daglicht zagen naar aanleiding van de coronacrisis en die nu ernstig het achtergronddecor van de economieën en de financiële markten sinds de ondergang van de Sovjet-Unie in vraag stellen. **De mondialisering wordt nu bedreigd** door de terugkeer van grenzen en van een soevereïnistisch beleid en wordt bijkomend verzwakt door een minder sterk Amerikaans leiderschap. Het herlocaliseren van strategisch geachte sectoren doet afbreuk aan de waardeketen, leidt tot een verlies aan efficiëntie van de wereldeconomie (minder gebruik van comparatieve voordelen in de internationale handel) en zal uiteindelijk meer structurele inflatie tot gevolg hebben. Tegelijkertijd zal **in Europa een ongekeerde investeringsgolf in de digitale sector, defensie, de energietransitie en tal van strategische sectoren** de economische activiteit en het groeipotentieel aanzwengelen. Samen met de inspanningen om de economie te hervormen zal dit een meegaand **begrotings- en monetair beleid vergen**. De nominale rentevoeten zouden daarbij lager moeten

In dit stadium geloven we niet dat het beleid van de Fed een reële bedreiging vormt voor de stabiliteit van de beurzen. Wij zullen evenwel de evolutie van de langetermijnrente in USD in het oog moeten houden aangezien de dure waardering van de Amerikaanse aandelen hen bijzonder kwetsbaar maakt voor een eventuele stijging van de kapitaalkosten.

Maar aandelen zijn niet enkel afhankelijk van de liquiditeitsvoorwaarden en dus van de rentetarieven en het monetair beleid. De dynamiek op het gebied van de bedrijfswinsten is uiteraard eveneens van essentieel belang. De voorzichtigere aanpak van de Federal Reserve - die nu voor 2022 een bbp-groei van 2,8% voorspelt (tegenover 4% in december '21) door de veel hoger dan verwachte inflatie (de consumentenprijzen stegen in februari +7,9% yoy, het hoogste niveau in veertig jaar) -, zou er logischerwijs toe moeten leiden dat beleggers hun verwachtingen de komende maanden terugschroeven. In een economie waarin tweederde van de rijkdom gebaseerd is op consumptie, blijft het gedrag van de gezinnen een fundamentele parameter. **De loonontwikkeling** (+5,6% in maart op jaarbasis) is - afgezien van de productiviteitswinsten-, ook **van cruciaal belang in een land waar de verdeling van de toegevoegde waarde** de afgelopen twee decennia **duidelijk in het voordeel van de aandeelhouders was**. De daling van de participatiegraad, het fenomeen van de "grote ontslaggolf" (zie onze vorige maandelijkse nota's), de demografische ontwikkeling (moeilijkheid om gepensioneerden te vervangen), de ontwikkeling van het syndicalisme in ondernemingen zoals Amazon zouden wel eens een ommekeer kunnen inluiden in het machtsevenwicht tussen de werknemers en de ondernemingen wiens marges nog steeds met recordniveaus flirtten. **Een ontsparing van de lonen** in een economie waar veel sectoren moeite hebben om geschikt personeel te vinden en waar de koopkracht van de gezinnen door de inflatie aanzienlijk wordt uitgehold, **zou geen goed nieuws zijn voor de Amerikaanse aandelen**. **Op kortere termijn** echter, in de chaos van de oorlog in Europa, **blijft de beurs van New York zijn rol spelen als "veilige haven"**; internationale beleggers stellen het immers op prijs dat de VS geografisch ver verwijderd zijn van het oorlogsgebied.

blijven dan de inflatie, wat zich vertaalt in permanent negatieve reële rentevoeten die op hun beurt gunstig zijn voor de waardering van de risicovolle activa.

Op kortere termijn zullen de markten echter in de ban blijven van de ontwikkeling van het conflict in Oekraïne. Hoe langer de oorlog duurt, hoe langduriger de gevolgen voor de energie-, metaal- en voedselprijzen, hoe desastreuzer de gevolgen voor de wereldeconomie (stagflatie) en tenslotte hoe groter de druk om de lonen te verhogen (de nachtmerrie van de centrale bankiers omdat zij in hun strijd tegen de inflatie worden afgeremd door de hoge schuldgraad van de overheden). Het niveau van de beurzen weerspiegelt het risico op escalatie en stagflatie niet, laat staan het vooruitzicht van een radicale paradigmaverschuiving ("deglobaliseringsscenario"). Gezien de uiterst onzekere context moet de belegger streven naar **een optimale geografische en sectorale spreiding**.

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 bewaaringskosten 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.