



6 MEI 2021

MAANDELIJKE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

OP WEG NAAR WELGEKOMEN WINSTNAMES

- > Zijn de markten zelfgenoegzaam geworden?
- > Een linkser beleid in de Verenigde Staten: wordt de neoliberale erfenis van de Reagan-jaren in vraag gesteld?
- > Conclusie

ZIJN DE MARKTEN ZELFGENOEGZAAM GEWORDEN?

Gedurende lange tijd waren de Amerikaanse vermogensbeheerders van mening dat een evenwichtige en succesvolle financiële assetallocatie gebaseerd moest zijn op een weging van 60% aandelen en 40% obligaties. Sinds het obligatieopkoopprogramma van de Federal Reserve echter een neerwaartse druk uitoefent op de rentecurve en op de risicopremie, hebben de beleggers langzamerhand de weging van risicovolle activa in het algemeen en meer in het bijzonder van aandelen in hun portefeuilles verhoogd. Veel Amerikaanse strategen menen dat een optimale langetermijnallocatie 70% in aandelen bedraagt. Die visie weerspiegelt het optimisme van de beheerders over de potentiële groei in de VS en de macht van Wall Street en is vooral gebaseerd op de indrukwekkende prestaties die de Amerikaanse beurzen de voorbije jaren hebben neergezet. Die visie wordt echter niet gedeeld door de Europese beleggers die sinds de *subprimecrisis* van 2008-2009 ook met de schulden crisis van 2010-2012 af te rekenen hadden, alsook met de Brexit én de grotere gevoeligheid van Europese activa aan de wereldwijde groeivertraging in 2016... In de afgelopen tien jaar bedroeg het totale rendement van de Euro Stoxx 50-index ongeveer 85% (na herbelegging van de nettodividenden) terwijl de S&P 500 en de Nasdaq 100 winsten van respectievelijk 350% en 600% (uitgedrukt in euro) hebben geboekt! Dergelijke prestatieverschillen leggen uit waarom Europese en Amerikaanse beleggers een andere houding aannemen bij het samenstellen van hun respectievelijke portefeuilles.

Bij het uitbarsten van de coronacrisis in het voorjaar van 2020 werd echter een opmerkelijk fenomeen waargenomen: Europese privébeleggers en vermogensbeheerders die de begrijpelijke maar uiteindelijk desastreuze gewoonte hadden om in crisistijden systematisch het risico van hun portefeuilles af te bouwen door activa tegen bodemprijzen van de hand te doen, grepen de crash van februari-maart 2020 aan om goedkoop aandelen op te pikken van bedrijven die inspelen op de

onderliggende trends van de economie (digitalisering, energietransitie, ESG...). Om de situatie in maart 2020 samen te vatten: terwijl institutionele beleggers - verzekeraars, pensioenfondsen, marktzalen van banken - door de drastische regelgeving werden gedwongen te verkopen of *hedgefondsen* gokten op een lange en diepe crisis, profiteerden particuliere beleggers van de correctie om kwaliteitsaandelen op te pikken zoals LVMH, Microsoft, ASML of Apple. Zij hadden immers lessen getrokken uit de beurscorrecties van de voorgaande jaren en begrepen dat dit telkens grote koopkansen had geboden en dat “*market timing*” (het voorspellen wanneer de beurs van richting verandert) uiterst moeilijk is.

Wij kunnen niet anders dan er verheugd over zijn dat de Europese beleggers en private bankers nu inzien hoeveel waarde aandelen kunnen creëren terwijl deze activaklasse lange tijd te lijden had van een buitensporige risicopremie, althans in Europa. Gezien de obligatiemarkten een verwaarloosbare rente bieden, kan men enkel een gemiddeld lange termijnrendement van 5% per jaar (wat op zich redelijk lijkt) behalen door een allocatie die voorrang geeft aan risicovolle activa en meer in het bijzonder aan aandelen (minimaal 60% van de allocatie). Na de sterke opleving van de beurzen in de afgelopen maanden (met 10 à 12% winst sinds nieuwjaar voor de belangrijkste indexen) is het niettemin terecht de vraag te stellen of de markten niet zelfgenoegzaam zijn geworden inzake de vele risico's waarmee de beleggers geen rekening blijken te houden. Het is verrassend hoe de beursindexen onverschillig blijven voor een heel aantal actuele kwesties zoals de geopolitieke spanningen (China/Taiwan, Rusland/Oekraïne, Turkije), de inflatievrees en het risico op een oververhitting van de economie, de geplande belastingverhogingen in de Verenigde Staten (zie verder), de lopende antitrustzaken tegen de techreuzen en ten slotte de voortdurende mutaties van het coronavirus die mogelijkkerwijs de vaccinatiecampagnes kunnen dwarsbomen in

die landen waar de vaccinatieuitrol minder goed gevorderd is. Wat dit laatste betreft, is de situatie in India bijzonder zorgwekkend.

Zoals we verwacht hadden, is het resultatenseizoen voor het eerste kwartaal van zeer goede kwaliteit. Bedrijven hebben eens te meer aangetoond dat ze in crisistijden wendbaar zijn. Wij zijn ten zeerste onder de indruk van de resultaten die grote Europese industriële namen zoals Schneider Electric, Michelin, Airbus, Stellantis, Solvay en Saint-Gobain hebben bekendgemaakt. De beleggers hadden die goede resultaten echter in grote mate verwacht zodat er winstnames optraden indien de bekendmaking van de goede resultaten niet gepaard ging met een aanzienlijke verhoging van de prognoses voor het lopende boekjaar (dat was een opvallend verschijnsel in de technologiesector met Apple, Microsoft, Amazon en Infineon). Veel bedrijfsleiders verkiezen echter te wachten tot het einde van de eerste jaarhelft om hun prognoses voor het ganse jaar op te trekken. In deze fase van de economische opleving is die

voorzichtigheid volkomen te begrijpen gezien de vele problemen in de aanvoerketen (vervoer, logistiek, tekort aan elektronische componenten en materialen, enz.). Vanuit een waarderingsoogpunt worden onze theoretische koersdoelen op basis van het verwachte *vrije kasstroomrendement* in 2022 bijna bereikt in Europa en zelfs licht overschreden in de VS. Niettegenstaande de beurzen vanuit een langetermijnperspectief nog steeds waarde bieden (in Europa bedraagt het verwachte vrije kasstroomrendement volgend jaar meer dan 5%), is het niet onredelijk de aandelenblootstelling vanuit een meer tactisch oogpunt tijdelijk en met mate af te bouwen. Om een eventuele opflakking van de volatiliteit op te vangen, kan de aankoop van putopties op beursindexen overwogen worden. De kosten van deze optiecontracten zijn de afgelopen maanden immers aanzienlijk gedaald gezien een sterk economisch herstel verwacht wordt als gevolg van de vaccinatieuitrol, de massale stimuleringspakketten en de monetaire steun op lange termijn.

EEN LINKSER BELEID IN DE VERENIGDE STATEN: WORDT DE NEOLIBERALE ERFENIS VAN DE REAGAN-JAREN IN VRAAG GESTELD?

Van Joe Biden werd verwacht dat hij een centrumkoers zou varen (werd afgeleid uit zijn keuze inzake regeringsmedewerkers, die vaak ook al deel uitmaakten van de regering van Obama). Uiteindelijk blijkt zijn beleid veel linkser te zijn, wat Wall Street voorlopig niet deert. De Democraten lijken zich massaal te scharen achter de moderne monetaire theorie die in progressieve kringen zeer in zwang is. Het gaat daarbij om een soort radicale Keynesiaanse doctrine die verdedigt dat een staat in theorie zonder beperkingen schulden kan aangaan voor zover zijn monetaire soevereiniteit intact is en zijn schulden in zijn eigen valuta zijn uitgedrukt. Schulden zijn dus niet langer een probleem aangezien de staat naar hartelust geld kan bijdrukken om aan zijn liquiditeitsbehoeften te voldoen. In het geval van de USD financiert de Federal Reserve zonder enige terughoudendheid overheidstekorten. Gezien het belang van de USD in de internationale handel, heeft de rest van de wereld geen andere keuze dan eveneens activa in USD te verwerven. Het "buitensporig privilege" dat de USD geniet, verandert de rol van de overheid in de economie dus ingrijpend; de overheid wordt in het uiterste geval investeerder, consument, kredietverstrekker en werkgever in laatste instantie in crisistijden. De enige beperking van de doctrine is dat de inflatie verwaarloosbaar moet blijven om een verstrakking van het monetair beleid en renteopstoot te vermijden. Laten we het aan de economen overlaten om het debat te voeren of die economische theorie al dan niet relevant is; in ieder geval bekijken veel Europese leiders dat met argusogen, vooral dan in Zuid-Europa. Niettemin willen we wijzen op twee grote tegenstrijdigheden waar de nieuwe Amerikaanse regering zich niets van aantrekt. Het eerste heeft betrekking op de politieke wil om de arbeiders- en middenklasse koste wat kost te steunen met cheques en bijkomende sociale bijstand. Tegelijkertijd vrezen de autoriteiten een algemene loonstijging terwijl de zwakke reële groei van de laagste inkomens een schrijnende ongerechtigheid is: tientallen miljoenen Amerikanen hebben hiermee te kampen (de loongroei is immers lager dan de productiviteitswinsten van de afgelopen 25 jaar, met uitzondering van de Trump-jaren). De tweede tegenstrijdigheid, op zich nog frappanter, is dat het ultrasoepel

monetair beleid heeft geleid tot een sterke waardeestijging van de financiële activa alsook van het vastgoed en in die mate de vermogensongelijkheid onvermijdelijk nog heeft vergroot. Het zijn duidelijk de aandeelhouders en de vastgoedeigenaars die uiteindelijk het meest profiteren van het economisch beleid dat gebaseerd is op de moderne monetaire theorie.

Zo belopen de opeenvolgende herstelplannen van Joe Biden (USD 1.900 Mia voor steunmaatregelen, USD 2.250 Mia voor infrastructuur in ruime zin en onlangs nog USD 1.800 Mia voor sociale hulp, te spreiden over meerdere jaren), in totaal bijna USD 6.000 miljard of 30% van het BBP van de VS! Terwijl het statuut van de USD de nieuwe regering zou toelaten haar beleid volledig door geldcreatie te financieren, wilde Joe Biden ook de linkervleugel van zijn partij genegen zijn door de belastinghervorming van Donald Trump terug te draaien. Die werd er immers van beschuldigd vooral Wall Street en de rijkste huishoudens van het land te hebben bevoordeligd. In onze vorige nota hebben wij het al gehad over de bedrijfsbelasting die de winsten van de S&P 500 met zo'n 10% zou kunnen aftoppen en een bedreiging vormt voor de meest belastinggevoelige sectoren zoals technologie en gezondheidszorg. De geplande belastingverhoging voor de rijkere gezinnen (met een jaarlijks inkomen van meer dan USD 400.000) zou kunnen leiden tot marginale belastingtarieven van meer dan 50% in sommige staten en regio's, bijna 60% in New York City. Die niveaus komen in de buurt te liggen van wat gangbaar is in het Europees model van de welvaartsstaat. Daarnaast wordt ook de meerwaardebelasting sterk verhoogd tot een niveau dat dicht aanleunt bij dat van de lonen. Verrassend genoeg heeft die linkse koerswijziging van de nieuwe regering, die niet alleen de Trumpjaren wegveegt maar ook het einde betekent van de neoliberale revolutie van de Reagan-jaren, tot dusver geen effect gehad op het verloop van de Amerikaanse beurzen. Het zou goed kunnen dat die anomalie in de komende weken wordt rechtgezet, met name door winstnames voordat de belastingverhogingen van kracht worden.

CONCLUSIE

Wij zijn van mening dat de beurzen de komende weken toe zijn aan een adempauze, wat hun goed zal doen. De belangrijkste beursindexen kunnen daarbij een paar procent afkalven. De huidige ongezonde situatie van de Amerikaanse beurzen blijkt ook uit hun emotionele reactie (vooral dan de Nasdaq) op de wat onhandige opmerkingen van minister van Financiën Janet Yellen op 4 mei omtrent de noodzaak van een rentestijging om een oververhitting van de economie te voorkomen; Janet heeft die opmerkingen vervolgens proberen in te trekken maar het kwaad was geschied. Die episode is een waarschuwing aan het adres van de beleggers die een te grote concentratie in groeiaandelen aanhouden: immers, de techsector en

meer in het algemeen de duurste segmenten van de aandelenmarkt zullen als eersten lijden onder een verandering van het monetair beleid.

In de context van een geleidelijke uitweg uit de gezondheidscrisis zouden de Europese beurzen rugwind moeten krijgen van de drie volgende belangrijke voordelen: hun grotere gevoeligheid aan de groei van de wereldeconomie, de hogere weging in "value" sectoren (basismaterialen, bouw, industrie, energie, financiële sector enz.) en ten slotte de aanzienlijke blootstelling aan ESG-aandelen (*Environmental, Social and Corporate Governance*).

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/verkoopen of als een verzoek om financiële instrumenten of beleggingen te kopen of te verkoopen. 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 markontwikkeling. 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.