



6 MEI 2022

MAANDELIJKSE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Hoofd Aandelenanalyse & Beheerder

EEN PIJNLIJK ONTWAKEN

Rekening houdend met het Russisch offensief in Oekraïne en het verslechterende macro-economische klimaat, hebben we in onze [vorige nota](#) een voorzichtiger toon aangeslagen. We benadrukten daarbij dat de waardering van de beurzen geenszins de risico's weerspiegelde van een militaire escalatie, stagflatie (hoge inflatie gekoppeld aan een sterke groeivertraging of zelfs een recessie), om nog maar te zwijgen over het scenario van een radicale verandering van paradigma (het "de-globaliseringsscenario", zie de [nota van april](#)). Hoewel de beursindexen tot voor kort vrij goed standhielden, kan de sterke afkalving van eind april (vooral op de Amerikaanse markt) doen vrezen dat het inertie-effect waarvan de markten profiteerden op haar laatste benen loopt. Slaapwandelen worden de beleggers wakker geschud door drie grote problemen: het conflict in Oekraïne, de inflatie en tot slot China.

HET INERTIE EFFECT

Hoe valt de gelaten houding van de beleggers tot midden maart te verklaren? Was het gewoon een uiting van een herwonnen vertrouwen na de Covid-19 crisis? Toch gedeeltelijk want de omicron-episode heeft het sterk economisch herstel dat in het Westen is waargenomen (groepsimmunitet tegen ernstige ziektevormen; herstel van de bewegingsvrijheid en van de door de pandemie getroffen diensten), niet op losse schroeven gezet.

Maar de reden waarom de beurzen zo goed standhielden ondanks de oorlogssituatie in Europa en de eerste inflatieschok in veertig jaar, is terug te vinden in het **dertig jaar durende gunstig klimaat voor financiële activa** (afgezien van enkele financiële crisissen die pijnlijk maar altijd van voorbijgaande aard waren). De volgende factoren vormden immers een bijzonder gunstige achtergrond voor de waardering van de financiële activa: de voordelen van de versnelde globalisering na de val van de USSR in 1991, de desinflatie na de toetreding van China tot de WHO in 2001 en de zekerheid die centrale banken boden om de groei - en vooral de financiële markten - te ondersteunen door een nooit eerder gezien onconventioneel beleid.

Een groot deel van de huidige generatie beleggers heeft in feite niets anders gekend. De recente gezondheidscrisis heeft het **geloof in de onwrikbare geldigheid van de "buy on dips"-strategie** (waarbij de minste marktcorrectie wordt aangegrepen om bij te kopen) nog versterkt. De lage rente heeft uiteraard het "TINA"-mantra ("er is geen alternatief") versterkt: dat is gebaseerd op het idee dat aandelen te verkiezen zijn wanneer de reële (na inflatie) obligatierendementen zeer negatief zijn. Beleggers hebben lang gelijk gehad om zo te denken want de financiële situatie en de (post-Covid) winsten van de bedrijven zijn uitstekend ondanks de inflatieschok (dus zeer veerkrachtige winstmarges). De over het algemeen goede kwaliteit van de bedrijfsresultaten voor het voorbije kwartaal is hiervan een bewijs. De redenering van de beleggers was natuurlijk in de eerste plaats gebaseerd op de veronderstelling dat de prijzen onvermijdelijk zouden convergeren naar hun historisch gemiddelde en dat de huidige inflatie dan ook slechts tijdelijk zou zijn. **De beleggers verwachten dus nog steeds geen duurzame sterke stijging van de rente.** Dat komt immers tot uiting in de lange termijnrentes die nog ver onder de nominale groei liggen.

DE CENTRALE BANKEN ZIJN NU GEDWONGEN EEN VERSNELLING HOGER TE SCHAKELN

De geldbazooka heeft de financiële markten jarenlang overspoeld met liquiditeiten om de economieën die door herhaalde financiële of economische crisissen waren getroffen, nieuw leven in te blazen (nml het uiteenspannen van de internetzeepbel in 2000, de subprimecrisis in 2008, de schulden crisis in de eurozone in 2010-2011, de coronacrisis in 2020). De centrale banken lijken ondertussen te beseffen

dat hun beleid van nulrente en kwantitatieve versoepeling (controle van de rentecurve) ook negatieve gevolgen kan hebben: zeepbellen op de activamarkten, toenemende vermogensongelijkheid, stijgende inflatieverwachtingen, begrotingsontsporing, enz. Door openlijk gebruik te maken van wat economen fiscale dominantie noemen (monetair beleid ondergeschikt aan begrotingsbeleid) om de solvabiliteit van spilzieke staten

te verzekeren en aldus de werkgelegenheid en de groei te bevorderen, hebben de centrale banken lange tijd het risico gelopen hun geloofwaardigheid in hun rol van handhaving van de prijsstabiliteit te verliezen. Zolang er deflationaire krachten aanwezig waren (China, sterke internationale concurrentie tussen open economieën, structurele inertie van de vraag in Europa, zwakke loonstijgingen in de Verenigde Staten, matige energieprijzen dankzij met name de snelle ontwikkeling van Amerikaans schaliegas), bleven de Federal Reserve en de Europese Centrale Bank onbevreesd de omvang van hun balansen vergroten. **Met het wegvallen van de termijnpremie** (extra vergoeding voor het risico van de langere looptijden) **op de obligatiemarkten, hebben beleggers geen oog meer gehad voor de nochtans cruciale waardering** van financiële en vastgoedactiva en hebben ze zich uitsluitend gericht op de inkomstengroei en de strategische positionering in veelbelovend geachte sectoren (digitale en energietransities).

Die omgeving zien we voor onze ogen veranderen. Het lijkt erop dat de centrale banken nu meer vrees hebben voor tweederonde-effecten en de beruchte loonprijsdijspiraal (= een zichzelf in standhoudende inflatie). Die nachtmerrrie van de centrale banken voert ons terug naar de jaren zeventig van de vorige eeuw. De inflatie van 2021 was aanvankelijk een aanbodschok die verband hield met de kortsluiting in de productie- en logistieke ketens tijdens de pandemie, in combinatie met een aanzienlijke verschuiving van de vraag van diensten naar goederen (met name digitaal, bouw materiaal, huishoudtoestellen enz.). Men ging er daarbij van uit dat de inflatie opnieuw naar een normaal niveau zou dalen bij de heropening van de economieën. Volgens de meeste waarnemers zou **de hogere inflatie geen tijd hebben om zich vast te nestelen en de verwachtingen en gewoonten van de economische spelers ingrijpend te wijzigen.**

Dat discours is een eigen leven gaan leiden sinds de hevige kritiek op de voormalige minister van Financiën Larry Summers die in het voorjaar van 2021 (tegen de mening van de meeste economen in) een oververhitting van de Amerikaanse economie voorspelde als gevolg van de volgens hem te omvangrijke stimuleringsplannen van Trump en Biden. Het basisscenario dat de lonen de afgelopen twintig jaar weinig zijn gestegen (beperkte automatische indexering en op enkele zeldzame uitzonderingen na zwakke vakbonden in de Verenigde Staten) en dat de lonen dus niet zouden mogen ontsporen (afgezien van de productiviteitswinsten), is vandaag de dag moeilijk te verdedigen gezien de zeer krappe arbeidsmarkt.

OEKRAÏNE: NAAR EEN DUIDELIJKE VERSLECHTERING VAN DE BETREKKINGEN TUSSEN DE NAVO EN RUSLAND, GESTEUND DOOR ZIJN BONDGENOTEN

Laten we intellectueel eerlijk zijn: het meest wenselijke scenario voor de wereldwijde beurzen was een snelle overwinning van de Russische strijdkrachten, gevolgd door een staakt-het-vuren dat leidde tot een bevrozing van het conflict gedurende meerdere jaren (zoals na de annexatie van de Krim in 2014). Aangemoedigd door de Oekraïense successen op het slagveld en ervan overtuigd dat de grootspraak van het Kremlin over de nucleaire dreiging niet geloofwaardig is, heeft de NAVO besloten haar oorspronkelijke doelstellingen te wijzigen. **Aan westerse zijde zal alles in het werk worden gesteld op het gebied van militaire materiële hulp om Oekraïne in staat te stellen de oorlog te winnen en de sinds 2014 verloren gebieden terug te winnen** (dat is echt nieuw en verandert radicaal het aanzicht van het conflict). Landen die de democratische waarden delen, zijn voorbestemd om op verzoek lid te worden van de NAVO (definitieve opheffing van de "Finse" neutraliteitsstatus). Zweden en Finland hebben aangekondigd het intern politiek debat te willen versnellen om hun aanvraag voor het lidmaatschap

van de NAVO in te dienen, waarschijnlijk in mei. Ondanks de eerste verklaringen van president Zelenski, zou Oekraïne dit voorbeeld kunnen volgen. Terwijl het Kremlin blijft zwaaien met de rode lap van de strijd tegen een gemeenschappelijke vijand en de bescherming van de vitale belangen van Rusland, heeft het democratische Westen besloten **een confrontatie aan te gaan die de planeet nog wat verder in twee blokken opsplijst** en herinnert aan het tijdperk van de Koude Oorlog. Enerzijds zijn er de liberale democratieën wiens oorlogszuchtige toon velen kan verrassen door een aantal taboes op te heffen over een directe tussenkomst in conflicten. Anderzijds zijn er de democratieën en bondgenoten van Rusland: China, India, Iran, Algerije, Egypte, Zuid-Afrika, enz. Die landen hebben zich in het beste geval in de VN onthouden bij het stemmen over een veroordeling van de invasie in Oekraïne, wat hen niet belet uiting te geven aan hun openlijke vijandigheid jegens de westerse wereld. Het Kremlin van zijn kant is van mening dat het wel degelijk in oorlog is met de NAVO die zich als prioriteit stelt een terugkeer van het Russische imperialisme een halt toe te roepen.

De oplossing die steeds meer ingang lijkt te vinden bij de bestuurders van de Federal Reserve, is het opzettelijk teweegbrengen van een korte recessie door de vraag voldoende in te perken. De aanbodschok als gevolg van de gezondheidscrisis en de verschuiving van de vraag naar goederen maakte nieuwe capaciteitsinvesteringen en dus gunstige financiële voorwaarden noodzakelijk. **De grotere verspreiding van de inflatie in de Amerikaanse economie en de bijzonder krappe arbeidsmarkt brengen de Fed er thans toe de voorkeur te geven aan een restrictiever monetair beleid dat leidt tot een snellere inkrimping van de eindvraag** zonder te wachten tot de inflatie de consumptieuitgaven van de gezinnen matigt. In dit stadium zijn er **geen aanwijzingen dat die strategie vruchten zal afwerpen** om de inflatieverwachtingen in toom te houden en aldus de beruchte loon-prijsdijspiraal te vermijden. Maar de beleggers aan de overzijde van de Atlantische Oceaan hebben het dusver moeilijk te aanvaarden dat de realiteit voortaan als volgt luidt: **de Amerikaanse centrale bank is er niet langer om de beurs van New York tegen elke prijs te ondersteunen.** Het scenario van een harde landing van de economie kan dan ook niet langer worden uitgesloten. In die context **kunnen Amerikaanse aandelen,** gewaardeerd tegen een koers/winstverhouding van meer dan 18 (tegenover een tienjaargemiddelde van 16,9. Bron: Factset), **niet langer hun gebruikelijke rol van veilige haven spelen.** De VS-activa die in internationale portefeuilles sterk overwogen zijn - vooral via de groeisectoren zoals technologie -, zijn het kwetsbaarst bij een belangrijke verandering van de rente en de inflatie.

Vladimir Poetin schijnt dit echter ten allen prijze na te streven gezien hij het verdwijnen van de USSR - en niet de Tweede Wereldoorlog - als de grootste geopolitieke catastrofe van de 20e eeuw beschouwt. Die gespierde taal aan beide zijden van het front draagt uiteraard niet bij tot het vinden van een diplomatieke oplossing die zou voorkomen dat elke partij gezichtsverlies lijdt. De daverende verklaringen van de Bidenregering rechtvaardigen paradoxaal genoeg de door westerse waarnemers als paranoïde beoordeelde Russische stellingen over het "belegerd fort" en de wens van de liberale democratieën om Rusland duurzaam te verzwakken.

Die stellingen (die de afgelopen twintig jaar in de entourage van het Kremlin werden verdedigd) **vinden weerklank bij een groot deel van het Russische volk; zij zijn als het ware het slachtoffer van de ideologie van de wrok die in de geschiedenis jammer genoeg altijd in een oorlog is uitgemond.** De diplomatieke gesprekken zijn stilgevallen. Het is alsof de regeringen met vuur spelen naast een kruidvat. **Waarom zouden we in deze omstandigheden niet kiezen voor een defensieve strategie op de financiële markten gezien de STOXX Europe 600 en de S&P 500 indexen sinds het begin van de vijandelijkheden (prestaties van 3 mei) respectievelijk slechts 2% en 1% hebben verloren?**

CHINA: PEKING IN PANIEK VOOR HET XX^{STE} PARTIJCONGRES IN NOVEMBER

We sluiten af met een paar woorden over China. In 2020 waren Chinese activa voor de overgrote meerderheid van de beleggers een "must-have" geworden omdat Peking sneller dan de rest van de wereld de gezondheids crisis achter zich wist te laten ten koste van een land dat vergrendeld is en van een dwangbeleid dat zelden elders gezien is. In 2021 stapelden de ontgoochelingen zich op met de regelmanie die ganse sectoren trof en die de macht van bepaalde privébedrijven zoals de technologieplatforms moest fnuiken. Regelgeving heeft geleid tot een flinke correctie op de vastgoedmarkt. 2022 is het jaar van het XX^{ste} Congres van de Chinese Communistische Partij waarbij het mandaat van Xi Jinping zou moeten vernieuwd worden. Jinping staat daarbij aan het hoofd van een staat die uitgaat van een "totaal-kapitalistisch" model dat verafstaat van de westerse waarden. Die uitdrukking van totaal-kapitalisme (gebruikt door de econoom Nicolas Baverez) verwijst naar een zeer autoritaire vorm van staatskapitalisme onder leiding van één partij die de maatschappij en de strategische sectoren nauwlettend controleert. De autoriteiten in Peking zitten in een lastig parket. 45 steden zijn immers onderworpen aan min of meer strenge lockdownmaatregelen (wat 40% van het BBP uitmaakt). Die zijn het gevolg van de "zero Covid"-strategie die China halsstarrig weigert op te geven gezien het die aanpak doeltreffender acht dan het beleid in het Westen. Ondanks de vrij milde symptomen van de Omicron-variant vrezende Chinese autoriteiten een overrompeling van de ziekenhuizen terwijl de groepsimmunitet zo goed als onbestaande is (lage vaccinatiegraad, ondoeltreffende Chinese vaccins, weigering om westerse vaccins te

gebruiken). Het gewicht van China in de wereldeconomie is tien keer zo groot als dat van Rusland! De laatste statistieken laten echter duidelijk de negatieve impact zien van de lockdowns in de dienstensector en in de verwerkende industrie. Indien deze laatste stilvalt, zou dat opnieuw een grote schok voor de rest van de wereld betekenen want China exporteert een derde van alle intermediaire goederen ter wereld. De bevoorradingketens worden opnieuw verstoord omdat de kosten van het zeevervoer stijgen. Pogingen van de autoriteiten in Peking om de economie en de markten te ondersteunen (versoepeling van het monetair beleid, versoepeling van de regelgeving, onderhandelingen met de Amerikaanse toezichthouder om de notering van Chinese aandelen op de New York Stock Exchange te verlengen, enz.) zijn allemaal tekenen van de grote kwetsbaarheid van de economische groei in de aanloop naar het Chinese partijcongres. Dat congres zal beslissend zijn voor de toekomst van Xi Jinping, de leider die bekend staat als de meest autoritaire sinds Mao Zedong. De hardnekkigheid waarmee Peking de "zero Covid"-strategie wil voortzetten, toont aan dat **"totaal-kapitalisme" ook fundamenteel inefficiënt kan zijn wanneer de ideologie alle rede opzijzet en het isolement van China op het wereldtoneel verergert. Hoe kan men onder deze omstandigheden beweren dat de waardering van Chinese aandelen kan voldoen aan de normen die gelden in liberale democratieën waar de rechtsstaat heerst? De politieke risicopremie op Chinese activa (koers-winstverhouding 2022 gelijk aan 11 tegenover 16 voor de MSCI All Country World index) lijkt ons vandaag dan ook volkomen gerechtvaardigd.**

CONCLUSIE

Voor het beleggingsrendement op korte termijn is het waarderingsniveau van de beursindexen geen katalysator. Het is echter wel bepalend voor het rendement op lange termijn. Gezien het matige waarderingsniveau van de beursindexen (vooral de Europese) en het aantrekkelijk rendement van de vrije kasstroom (dat boven het langetermijngemiddelde van 5% ligt), kunnen we stellen dat de huidige koersen interessante instapmomenten bieden op voorwaarde dat men een beleggingshorizon van meerdere jaren heeft. Maar wat kunnen we

de komende weken verwachten? De financiële markten zullen waarschijnlijk nog zeer volatiel blijven. **We zijn voorzichtiger geworden gezien de ongekende opeenstapeling van donkere wolken** boven de financiële markten die jarenlang in slaap zijn gewiegd door het genereus monetair beleid. Velen geloven nog steeds dat de recente beursdaling de risico's correct weergeeft. Wij denken van niet en geven er eerder de voorkeur aan de waarde van de portefeuille op korte termijn te beschermen in plaats van te streven naar winst tegen eender welke prijs.

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.