



11 JUNI 2021

MAANDELIJKSE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

DE MARKTEN BLIJVEN OP KOERS

- > 2011: de historische vergissing van de Europese Centrale Bank
- > Wat met de *tapering*-kwestie?
- > Conclusie

2011: DE HISTORISCHE VERGISSING VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK

In het heetst van de schulden crisis in 2011 - die een bedreiging vormde voor het voortbestaan van de eurozone-, besloot de Europese Centrale Bank haar monetair beleid te verstrakken. In haar jaarverslag lichtte de ECB als volgt de uitdagingen toe waarmee zij toen geconfronteerd werd: « *De inflatiedruk is toegenomen als gevolg van de hogere grondstoffenprijzen, wat bij een economisch herstel aanleiding kan geven tot een algemene stijging van het inflatieniveau. De gesignaleerde risico's inzake inflatievooruitzichten tijdens de voor het beleid relevante periode zijn opwaarts herzien. Bovendien bleek uit de analyse dat het onderliggende ritme van de monetaire expansie geleidelijk herstelde terwijl de monetaire liquiditeit ruim voldoende bleef, wat een opwaartse prijsdruk had kunnen veroorzaken. Om die risico's in te dijken heeft de Raad van Bestuur de beleidsrente van de ECB tweemaal verhoogd, namelijk in april en juli met in totaal 50 basispunten* » (bron: ECB, Jaarverslag 2011, blz. 17). **Dat is ongetwijfeld een van de grootste monetaire beleidsfouten uit de recente geschiedenis.** Geobsedeerd door de vrees voor tweede ronde-effecten (inflatie die zelf wordt gevoed door de hogere verwachtingen van de economische spelers), slaagden de haviken van toen er onder het voorzitterschap van de dogmatische Jean-Claude Trichet in de schulden crisis nog te verergeren door een volledig achterhaalde doctrine strikt toe te passen. De intelligentie en het pragmatisme van zijn opvolger Mario Draghi (cfr zijn beroemde « *Whatever it takes* » van juli 2012) en het buitenspel zetten van de in diskrediet geraakte haviken waren broodnodig om een ineenstorting van de Euro te voorkomen. De grootste vergissing van de ECB tijdens het Trichet-tijdperk was zonder enige twijfel dat ze systematisch de risico's van een op hol geslagen inflatie overschatte. Immers, de inflatie heeft sindsdien nooit meer het streefcijfer van de ECB bereikt (afgezien van korte periodes van volatiele energie- en voedselprijzen is de jaarlijkse inflatie onder de 2% gebleven)! Niettegenstaande het wereldwijde economische herstel van 2010-2011 (volgend op de *subprime crisis*) een mechanische stijging van de grondstoffenprijzen tot gevolg had, bleven er nog steeds krachtige deflationaire krachten aan het werk. De Europese centrale bankiers hebben ze grotendeels

onderschat. In de eerste plaats vermelden we de impact van de mondialisering met China als deflationaire of althans desinflationaire factor in een wereld die zich openstelt voor de wereldhandel; inflatie is immers vooral een wereldwijd fenomeen en geen lokaal verschijnsel in economieën die openstaan voor buitenlandse concurrentie en waar het evenwicht tussen vraag en aanbod indien nodig door import wordt hersteld. Ten tweede vermelden we de impact van de deregulering in de Europese Unie (talrijke sectoren worden meer en meer voor de concurrentie opengesteld zodat de consumenten ten volle van lagere prijzen kunnen genieten in telecommunicatie, energie, vervoer, enz. maar eveneens is er een onderliggende tendens tot deregulering op de arbeidsmarkt). Ten slotte heeft de ECB de structurele zwakte van de Europese binnenlandse vraag en de buitensporige besparingen onderschat. Uiteraard was er geen "tweede ronde effect", d.w.z. geen stijging van de inflatieverwachtingen bij de economische spelers op dat moment. Deze spijtige episode heeft in combinatie met de schulden crisis het Europese economische herstel met twee of drie jaar vertraagd ten opzichte van de mondiale cyclus. Ironisch genoeg stak in 2015 de vrees voor deflatie weer de kop op met de devaluatie van de yuan.

Tien jaar na de historische blunder van de ECB horen beleggers een heel ander discours, ook al lijken de opmerkingen in het jaarverslag van 2011 in de huidige context te passen. Hoewel het einde van de gezondheids crisis tot een herstel leidt dat sterker is dan verwacht, zijn de voorraden op hun laagst, zijn de bedrijven ongerust over de grondstoffen- en producentenprijzen, nemen de knelpunten in tal van sectoren toe en zijn de inflatieverwachtingen van de economische spelers reeds terug op het niveau van vóór de coronacrisis. De centrale bankiers zijn ervan overtuigd dat de inflatiedruk slechts tijdelijk en dus van voorbijgaande aard zal zijn ten gevolge van de basis effecten; de inflatie zou vanaf eind 2021 vanzelf moeten wegebben, wat betekent dat men tweede ronde-effecten (spiraalverwachtingen) niet hoeft te vrezen. Dat is zowel de boodschap van de Federal Reserve als van de ECB die beiden een nooit eerder

gezien expansief budgettair en monetair beleid voeren. Waarom zouden beleggers vandaag vertrouwen moeten hebben in de prognoses van de centrale banken wanneer zij de inflatie jarenlang hebben overschat (is iets minder het geval voor de Fed)? Moeten we vrezen dat het positieve "reflatie"-thema (stimulering van de economie

door een ondersteunend monetair en fiscaal beleid) zich omdraait tot een nachtmerrie voor de financiële markten waarbij de inflatie structureel een blijver wordt? Waarschijnlijk zal dit op korte termijn niet het geval zijn, wat niet belet dat dit onderwerp voor volatiliteit kan zorgen op de financiële markten, die immers sterk

WAT MET DE « TAPERING »-KWESTIE?

De inflatieproblematiek is zeer complex. **Vele factoren die in de OESO landen decennialang aan de basis lagen van de structureel lage inflatie zijn nog steeds aanwezig.** Patrick Artus, hoofdeconoom bij Natixis, stelde onlangs dat de lage lonen (in verhouding tot de productiviteitswinsten) een belangrijke factor waren bij het beperkt blijven van de inflatie. Voorlopig is er echter niets dat duidt op een veralgemeende en duurzame loonsverhoging, ook al wordt het onderwerp vooral politiek gebruikt in het kader van een meer billijke verdeling van de toegevoegde waarde tussen werknemers en aandeelhouders. De economen blijven het erover eens dat er sprake is van een tijdelijke inflatiepiek die evenzeer kan worden verklaard door de hevige schok van de gezondheids crisis als door het snelle én krachtige herstel van de wereldwijde economische activiteit. In 2022 zouden we een tendens tot normalisering moeten zien, d.w.z. naar het inflatieregime dat vóór 2020 heerste. **Niettemin moeten we toegeven dat de zogenaamde "tijdelijke" inflatoire druk thans duidelijk sterker is dan enkele maanden geleden nog werd verwacht.** Het verbaast vele waarnemers dat de economische crisis volgend op de pandemie en op de min of meer strikte lockdowns zich betrekkelijk snel herstelde en dat er vooral geen financiële crisis uit voortspruitte (er kwam bijvoorbeeld geen recessie voort uit een kredietcrisis). Zo heeft China al in de zomer van 2020 het activiteitsniveau van vóór de Covidcrisis overtroffen. De VS is ook al bijna zover. Alleen Europa heeft nog een ganse weg af te leggen maar de goede verrassingen zijn al zichtbaar. De prijsdruk heeft de neiging zich over de ganse economie te verspreiden. Dat is zelfs het geval in de dienstensector die te lijden heeft onder de stijging van de lage lonen (bijvoorbeeld in de Verenigde Staten); de beschikbare arbeidskrachten zijn er schaarser geworden door bijzonder vrijgeevige werkloosheidsuitkeringen (beleggers hopen dat dit zal overgaan). Om hun marges te behouden, zijn bedrijven meer geneigd hun verkoopprijzen te verhogen.

Gelukkig zullen de huidige tekorten -waar meerdere sectoren onder lijden- worden opgevangen door opnieuw

aantrekkelijke investeringen naar voorbeeld van de halfgeleidersector. Stimuleringspakketten zullen helpen om het aanbod op peil te houden naar voorbeeld van de batterijen voor elektrische auto's. In werkelijkheid heeft de crisis niet geleid tot een cyclus van faillissementen of tot een vernietiging van de productiecapaciteit; ook pleiten de nog steeds hoge werkloosheidscijfers voor een zeker optimisme omtrent het evenwicht tussen vraag en aanbod en uiteindelijk ook inzake de consumptieprijzen.

Afgezien van het inflatiedebat waar we slechts uitsluitend over zullen krijgen eens de economieën weer op kruissnelheid zijn (in Europa niet vóór 2022), is het vooral de evolutie van de rentevoeten die ons hier moet interesseren. Dankzij de sussende woorden van de centrale bankiers, zijn de beleggers de afgelopen weken rustiger geworden: dat blijkt uit een stabielere langetermijnrente op het staatspapier. Onvermijdelijk stelt zich de vraag hoelang het ultrasoepele monetair beleid kan worden voortgezet: die vraag stelt zich waarschijnlijk al deze zomer voor de Federal Reserve en pas later voor de eurozone aangezien de economie er nog ruwweg 5% onder het niveau van voor de crisis ligt. **Terwijl de markten zouden moeten blijven uitgaan van een tijdelijke inflatieopstoot, zal een eventuele tapering (afbouw van de obligatieaankopen door de centrale bank) de hoofdzorg worden naarmate de economieën herstellen en dat kan de volatiliteit op de financiële markten aanwakkeren.** Laten we niet vergeten dat de 10-jarige rente op Amerikaans staatspapier eind 2018 meer dan 3% bedroeg! Het huidige niveau van circa 1,60% weerspiegelt de fundamentele ontwikkeling van de Amerikaanse economie helemaal niet. Centrale bankiers zullen dan ook behoedzaam moeten optreden om paniekbewegingen te voorkomen. Gezien de inflatie naar het einde van het tweede kwartaal toe waarschijnlijk zal oplopen tot 4,5% - 5% en de economische activiteit sterk aantrekt, zal de Fed geen andere keuze hebben dan haar monetair beleid in de richting van een verstrakking bij te stellen en dus de beleggers voor te bereiden op een geleidelijke tapering vanaf begin 2022.

CONCLUSIE

Onze conclusie van vorige maand is nog steeds geldig. De Amerikaanse beurzen en de groeiaandelen zullen vatbaar blijven voor plotse spanningen inzake inflatie, rentevoeten en monetair beleid. Hoewel wij in dit stadium weinig aanwijzingen hebben dat de inflatoire druk eerder structureel dan slechts tijdelijk is, kunnen we korte periodes met hogere volatiliteit niet uitsluiten. Onze theoretische waarderingsmodellen geven aan dat de Amerikaanse beurzen nu

correct gewaardeerd zijn en op korte termijn nog weinig opwaarts potentieel bieden. **De Europese aandelen daarentegen hebben meer te bieden en zullen waarschijnlijk rugwind krijgen van de ECB die langer dan de FED een soepel monetair beleid zal hanteren.** Het "value" thema dat sinds de vaccinaankondiging van november 2020 aan een echt herstel bezig is, zou tijdens deze cyclische herstelfase goed moeten blijven presteren.

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/verkoop 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.