



1 JUNI 2022

MAANDELIJKE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Hoofd Aandelenanalyse & Beheerder

TECHNISCH HERSTEL OP DE BEURZEN

De afgelopen dagen keerde de rust terug op de financiële markten, wat de beleggers toeliet wat op adem te komen. Voorlopig gaat het slechts om een technisch herstel, wat de opportunisten met een langetermijnvisie er niet van weerhoudt van de correctie te profiteren om koopkansen te grijpen. Om de komende maanden **een duurzame beursrally te rechtvaardigen zijn er echter niet voldoende katalysatoren**. Het stagflatiescenario blijft relevant voor de komende 12 tot 18 maanden. De inflatie blijft daarbij de hoofdzaak ook al lijkt de piek bereikt in de VS (maar nog niet in de eurozone waar de inflatie in mei een hoogtepunt bereikte van 8,1% op jaarbasis). Ten slotte maakt de impasse in Oekraïne de schaarste aan de aanbodzijde nog erger en vergroot ze het risico op een vertraging van de mondiale economische activiteit. Kapitaalbehoud moet de prioriteit blijven voor de beleggers, wat aanzet tot een voorzichtige houding.

EEN POSITIEVERE NIEUWSSTROOM

Er zijn verschillende redenen voor de bescheiden opvering van de beursindexen per eind mei.

Om te beginnen lijkt het idee terrein te winnen dat **de inflatiepiek in de VS achter de rug is**. In combinatie met de notulen van het laatste FOMC (Federal Open Market Committee) laat dat hopen dat de marktverwachtingen overeenkomen met de voornemens van de Fed inzake het toekomstig monetair beleid. Met andere woorden, de verwachting omtrent een verdere monetaire verstrakking zou on hold kunnen worden gezet. Dat blijkt uit de lichte daling van de Amerikaanse rentecurve: de tienjarige rente op Amerikaans staatspapier bedraagt ongeveer 2,90% in vergelijking met de piek van 3,10% een maand geleden; ook daalde de tweejarige staatsrente met ongeveer 25 basispunten tot 2,55%. Een neutraal niveau voor de Amerikaanse beleidsrente zou nu ongeveer 3% bedragen. Sommigen verwachten al dat de Fed naar het einde van de zomer toe een pauze inlast bij de monetaire verstrakking.

Ten tweede heeft **Peking**, met het 20e Congres van de Communistische Partij in november voor ogen, geen andere keuze dan de druk op de economie wat te verlichten. **Het positievere nieuws op het vlak van de pandemie** maakt het mogelijk de beperkende maatregelen in de belangrijkste steden (zoals Shanghai) geleidelijk op te heffen. Die heropening van de Chinese economie is van essentieel belang voor de goede werking van de wereldwijde

productieketens en gaat gepaard met een hele reeks maatregelen ter ondersteuning van de economische activiteit. Xi Jinping wil immers geen economische vertraging in de aanloop naar het congres dat beslissend wordt voor zijn herverkiezing. Ook heeft zijn bewind het principe van collegiaal leiderschap van het Permanent Politiek Bureau van de CCP op losse schroeven gezet, wat de ontevredenheid binnen de partijelites zou kunnen aanwakken (anti-corruptiecampagne gericht op het uitschakelen van rivalen, een meer dan twijfelachtige zerocovidstrategie, spanningen met het Westen die de mondialisering verzwakken waarvan China grotendeels heeft geprofiteerd).

Ten slotte zijn de **uitlatingen** van sommige politieke leiders in de context van de **oorlog in Oekraïne** wat minder geladen. Wij zijn echter nog ver verwijderd van de terugkeer van de diplomatie (een politieke oefening die er vooral in bestaat, laten wij dat niet vergeten, met de vijand te praten), wat de weg zou openen naar een staakt-het-vuren en op langere termijn naar een echte conferentie over de veiligheid in Europa. De schaarse pogingen om een definitieve breuk in de communicatiekanalen tussen de westerse landen en Moskou te voorkomen, moeten echter nu al worden toegejuicht. In ieder geval lijken de financiële markten te wennen aan het idee van een lang aanslepende stellingoorlog waarvan de economische en geopolitieke gevolgen zich op lange termijn zullen doen voelen.

MEERDERE PUNTEN OM IN DE GATEN TE HOUDEN

De adempauze op de markten belet niet dat er nog steeds een aantal zorgwekkende thema's zijn. De oorlog in Oekraïne blijft uiteraard een impact hebben op de grondstoffen- en energiemarkten. Het zesde sanctiepakket van de Europese Unie (met name het embargo op 90% van de ingevoerde olieproducten tegen het jaareinde waarbij Hongarije, Slowakije en Tsjechië van een tijdelijke vrijstelling genieten) jaagt de brandstofprijzen verder de hoogte in. De volgende factoren spelen eveneens een belangrijke rol:

- › Het realistisch vooruitzicht op een economisch herstel in China vóór het 20e CPC-congres;
- › Het naderende “driving season” in de VS (de zomervakantie waarbij veel met de wagen wordt gereisd, wat de vraag naar brandstof aanzwengelt) en het orkaanseizoen in de Golf van Mexico;
- › En tenslotte de voortdurende spanningen omtrent de Iraanse nucleaire kwestie.

Ondanks de onvermijdelijk daling van de wereldwijde vraag naar olie als gevolg van de hoge olieprijs, is het onwaarschijnlijk dat prijs van de Brentolie in de komende weken weer onder de USD 100 zal zakken (van meer dan USD 120 op 31 mei). De interventie van Saoedi-Arabië is onvoldoende om het verlies van Russische olie op de markten te compenseren. De sterke stijging van de energieprijzen is duidelijk een van de grootste bedreigingen voor de groei van de wereldeconomie en de verankering van de inflatieverwachtingen.

Op de Amerikaanse beurzen zijn de afgelopen weken een aantal kwetsbare aspecten aan het licht gekomen. Tot voor kort hadden beleggers met een grote blootstelling aan Amerikaanse activa geprofiteerd van de sterke USD, wat toch gedeeltelijk de beurscorrectie compenseerde (op zijn piek per midden mei was de USD meer dan 9% in waarde geklommen tegenover de Euro). Dat is niet meer het geval sinds eind mei (daling met 3% ten opzichte van de Euro). De eenheidsmunt heeft weer wat kleur gekregen sinds de Europese Centrale Bank (ECB) de markten actiever voorbereidt op een verstrakking van haar monetair beleid (tegen het jaareinde komt er een einde aan de negatieve rente; een eerste verhoging van de beleidsrente komt er vanaf juli). De rondreis van Joe Biden door Azië heeft de weg geruimd voor een verlaging van de douanetarieven op Chinese producten. China zou logischerwijs zijn economische indicatoren moeten zien verbeteren dankzij het einde van de lockdowns en dankzij de meervoudige steunmaatregelen die de renminbi versterken. De dollar lijkt dus zijn piek te hebben bereikt en lijkt niet langer in staat bescherming te bieden tegen de relatieve afwaardering van de Amerikaanse activa, althans niet op korte termijn. Vervolgens heeft de correctie van de S&P 500 overduidelijk geïllustreerd welke risico's verbonden zijn aan een te sterke activaconcentratie: zo zijn acht technologie-aandelen verantwoordelijk voor bijna de helft van de daling van de S&P500

index sinds het begin van het jaar. Ondanks het feit dat de waarderingsniveaus van de Amerikaanse technologie-reuzen veel minder buitensporig zijn geworden, gingen de marktdalingen systematisch gepaard met vaak hevige correcties in de Nasdaq Composite index (een daling van 23% sinds het begin van het jaar waarbij de Nasdaq zijn relatief sterkere prestatie sinds maart 2020 tegenover de S&P 500 verloren ziet gaan). Dat is te wijten aan de **overmatige blootstelling van veel portefeuilles aan de meest trendy thema's** van de voorbije twee jaar: cloud, kunstmatige intelligentie, digitale transitie, klimaatverandering, industrie 4.0, robotica, enz. In de beleggingsfondsen en ETF's die hierin gespecialiseerd zijn, vinden we vaak dezelfde namen terug als in de andere sectoren. Wanneer beleggers hun risicoblootstelling verminderen, verkopen ze noodzakelijkerwijs dezelfde aandelen, hetgeen vooral wijst op onvoldoende diversificatie van hun portefeuilles. De voorbije dagen hebben de technologieaandelen wel degelijk geprofiteerd van een stabilisatie van de reële rente. Er is echter reden tot bezorgdheid omtrent het aanzienlijk gewicht van de toekenning van bonusaandelen en de stock options programma's (stock-based compensation) in de aangepaste winstcijfers, die de technologiebedrijven te pas en te onpas gebruiken en soms ook misbruiken. Ze publiceren daarbij hun bedrijfsresultaten volgens niet-GAAP boekhoudnormen (GAAP staat voor Generally Accepted Accounting Principles) zonder hun winst aan te passen om eveneens rekening te houden met de kosten van de hoger vernoemde compensatietechniek die onvermijdelijk tot verwatering van de aandeelhouders leidt. **Al te lang hebben beleggers die kwestie genegeerd zolang het renteklimaat hen toeliet de kop in het zand te steken omtrent de dure waardering van financiële activa.** De sterke ontgoocheling (koersdaling van 40%) die volgde op de waarschuwing bij de kwartaalresultaten van Snap herinnerde ons aan het belang van een terugkeer naar de fundamentals: **beleggen betekent ook balansen en resultatenrekeningen lezen en kasstromen berekenen.** In het geval van Snap zijn de aandeelhouders nu ten zeerste bezorgd over het grote gewicht van de programma's voor de uitkering van bonusaandelen (sinds de beursgang in 2017 is het aantal aandelen met meer dan 30% gestegen). Ondertussen is de beurskoers weer gedaald tot onder het niveau van de beursgang (USD 14 tegenover USD 17). In 2021 vertegenwoordigde de toekenning van gratis aandelen (totale kosten in USD 42% hoger) ongeveer 27% van de gerapporteerde omzet en bijna 1,8 keer de aangepaste EBITDA! Veel van de technologie-reuzen die actief zijn in cloud, fintech, sociale netwerken en cyberbeveiliging, bieden vergelijkbare voorbeelden. De gepubliceerde vrije kasstroom is meestal exclusief uitkeringen van bonusaandelen om zagezegd een nauwkeuriger beeld te geven van de operationele evolutie van het bedrijf, wat door hun financiële afdeling wordt verdedigd. Een aanzienlijk deel van de looninflatie in innoverende sectoren wordt dus op die manier door boekhoudpraktijken weggemoffeld. Het is in het belang van de beleggers om de cijfers te herrekenen!

CONCLUSIE

De economen van de “Cahiers Verts de l'Economie” legden in een recente nota uit dat de Amerikaanse economie sinds 1955 nooit een recessie heeft kunnen vermijden binnen de twee jaar volgend op kwartalen met een werkloosheidscijfer van minder dan 5% en een gemiddelde inflatie van meer dan 4%. Het risico van een recessie in de VS zal zich in 2022 uiteraard niet voordoen; de Amerikaanse economie boert immers nog goed dankzij het tijdens de pandemie ingevoerde ultra-expansieve beleid van 2020-2021 alsook dankzij het heropenen van de economie na de beperkende maatregelen (vooral merkbaar in de dienstensector). De arbeidsmarkt is nog steeds een sterke motor van de gezinsconsumptie die bijkomend ondersteund wordt door het tijdens de pandemie opgebouwde spaargeld. Toch stelden sommige detailhandelaars (Wal-Mart, Target, Kohl's, enz) die minder op de hogere inkomensklassen zijn gericht, de beleggers teleur bij hun laatste kwartaalcijfers; dat staat in contrast met de bedrijven die zich meer op producten uit het hogere segment richten (zoals Nordstrom). De Amerikaanse huizenmarkt, die wordt afgestraft door

een hypotheekrente die nu de 5% overschrijdt (een schok van 2%), begint nu pas aan een ommekeer. Niettemin is er behoorlijk wat tegenwind en is een recessie (zelfs van korte duur) een haalbare oplossing om de binnenlandse vraag te matigen in een context van nog steeds sterke beperkingen op het gebied van zowel productie, arbeid als aanbod. **Een verankering van de inflatieverwachtingen is van fundamenteel belang om de loon-prijsspiraal te vermijden.** Het is natuurlijk niet zeker dat er een recessie komt want veel zal afhangen van de uitkomst van de oorlog in Oekraïne. Hoe langer het conflict echter aansleept, hoe groter de kans dat de inflatie deel zal gaan uitmaken van het economische landschap, wat de verwachtingen en het gedrag van consumenten en bedrijven zou kunnen beïnvloeden. Behalve dat de verwachtingen omtrent een verkrapping van het monetair beleid in de VS zijn gestabiliseerd, is de context sinds eind april uiteindelijk niet veel veranderd. Dat brengt ons ertoe de komende weken voor een voorzichtige houding te opteren..

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 beleggingsprodukten 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.