



Opgesteld op 30 juni 2022

MAANDELIJKE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

CENTRALE BANKEN ZIEN HUN VERANTWOORDELIJKHEDEN ONDER OGEN



De inflatievrees heeft onlangs plaatsgemaakt voor bezorgdheid over de economische groei. Beleggers hebben nota genomen van de bereidheid van de Federal Reserve en de Europese Centrale Bank (ECB) om de inflatiedruk forser in te dammen. De inflatieverwachtingen, zoals die tot uiting komen in de financiële swaps, stabiliseren en tonen aan dat de markten niet inzetten op een blijvende verandering in het prijsregime op lange termijn (de inflatieswap op 5 jaar bedraagt 3% in de VS, een daling met 0,6% ten opzichte van de piek in maart). De verstrakking van het monetaire beleid en van de financiële condities (aanzienlijke stijging van de rentevoeten op de obligatiemarkten en verbreding van de kredietspreads sinds het begin van het jaar) wordt **voldoende geacht om te mogen verwachten dat de inflatiepiek nabij is** of zelfs achter de rug is, en dat de slechte verrassingen over de consumptieprijzen hun hoogtepunt voorbij zijn. **De markt gelooft daarom niet in een duurzame prijs-loonspiraal** in het scenario van een economische vertraging. Het verankeren van de inflatieverwachtingen op lange termijn is vooralsnog een doelstelling die de centrale banken bereikt hebben. De lichte terugval van de langetermijnrente weerspiegelt de algemene overtuiging dat de reële rente (na inflatie) laag zal blijven. Dit ondanks de verkrappingscyclus van de Fed, die hun beleidsrente op basis van haar eigen verwachtingen medio 2023 op 3,75% zal brengen (tegen een vork van 1,50-1,75% nu). De ECB, die zich zorgen maakt over het risico van een "inflatiepsychose" volgens de formule van haar hoofdeconoom Philip Lane, aarzelde niet om haar toon te verharden ondanks de spanningen over de perifere schulden van de eurozone (de tienjarige overheidsobligatie van Italië staat op 3,5% na tijdelijk de kritieke drempel van 4% te hebben overschreden, waardoor de vrees voor een opflakkerend risico van financiële fragmentatie van de eurozone is aangewakkerd).

We kunnen verrassend genoeg vaststellen dat **de markten in deze fase geen rekening lijken te houden met de inflatiedruk op langere termijn**, bijvoorbeeld die welke verband houdt met de strijd tegen de opwarming van de aarde, die onvermijdelijk de druk op de energie- en grondstoffenprijzen zal opvoeren omdat er meer schaarse komt, of die welke voortvloeit uit de vergrijzing van de bevolking (vermindering van het arbeidsaanbod). De geschiedenis speelt hier ongetwijfeld een belangrijke rol bij het temperen van de verwachtingen, aangezien de reële rentes tijdens de twee wereldoorlogen ondanks de hoge inflatie inderdaad negatief waren.

SCHERPE ECONOMISCHE NEERGANG ONVERMIJDELIJK

De recente daling van de grondstoffenprijzen - zoals koper (20% lager sinds het hoogtepunt in maart), een indicator die gecorreleerd is met de wereldwijde industriële vraag - en olie (10% lagere prijzen voor ruwe Noordzee Brentolie sinds de uitbraak van de oorlog in Oekraïne) heeft grotendeels bijgedragen tot rust op het rentefront. De hypothese van een **korte technische recessie in de Verenigde Staten** (binnen 12 tot 18 maanden, rekening houdend met de inertie-effecten na de Covid-crisis) lijkt steeds **waarschijnlijker**. De vraagvernietiging als gevolg van de inflatie (verlies van koopkracht van gezinnen die hun salaris niet zo snel zien stijgen als de consumentenprijzen, geen nieuwe begrotingssteun terwijl de regering-Biden binnenkort de tussentijdse verkiezingen onder ogen moet zien met een groot risico dat ze de meerderheid in het Congres verliest) en de aanscherping van de financiële voorwaarden (effecten die al zichtbaar zijn in de vastgoedsector, met een 30-jarige hypotheekrente van meer dan 5,80%, +270 basispunten stijging in twaalf maanden!) ondersteunt het

scenario van een forse economische vertraging. Voorlopig blijft **de consensus over de winstverwachtingen van de bedrijven** ondanks deze sombere vooruitzichten **verrassend sterk**, vooral voor het jaar 2023, ook al beginnen de economische analysebureaus hun hypothesen voor de groei van de wereldeconomie al te herzien (de winst van de S&P 500 in 2022 en 2023 zal naar verwachting met respectievelijk 10,4% en 9,5% stijgen¹). **Deze anomalie zal waarschijnlijk een kort leven beschoren zijn naarmate de ondernemingen de impact van de vernietiging van de eindvraag** in combinatie met de aanhoudende druk op de productiekosten per eenheid communiceren. Het hoogtepunt van de bedrijfsmarges lijkt achter ons te liggen. Ter herinnering: een gemiddelde stijging van de energieprijzen met 20% over een jaar zou leiden tot een vertraging van de wereldwijde groei met ongeveer 1%².

¹ Bron: FactSet

² Bron: The Green Economy Papers

De technische opleving van Amerikaanse aandelen in de afgelopen weken, vooral in de groeisectoren, wat samenhangt met de stabilisatie en de daling van de rentevoeten, wijst vooral op ongeduld van de beleggers om van de correctie te profiteren om de volgende beurscyclus te bespelen. Deze houding lijkt op zijn zachtst gezegd voorbarig: de factoren die de markten verzwakken zijn nog steeds volop aanwezig. De **geopolitieke onzekerheden lijken ons nog steeds onvoldoende in activaprijzen** tot uiting te komen, terwijl de frontale clash tussen het liberale Westen en de *illiberale* en neo-imperiale democratieën (China, Rusland, Turkije, enz., gesteund door vele landen in het Zuiden) het vredesdividend dat voortvloeit uit de versnelling van de globalisering na de val van het Sovjetrijk in het begin van de jaren negentig op de helling zet. Bovendien **heeft de obligatiecrash**, na jaren van zeer lage rentevoeten, de **dollarrentes opgedreven tot niveaus die obligaties aantrekkelijk maken**

ten opzichte van aandelen. *Investment grade* bedrijfsobligaties (met een laag risico op wanbetaling door de emittent) bieden nu rendementen van circa 4-5% voor korte tot middellange looptijden, vergeleken met minder dan 1% enkele maanden geleden. Uitgaande van een inflatie op middellange termijn van ongeveer 3% (een niveau dat dicht bij het swapcontract op 5 jaar ligt), bieden deze kwaliteitsactiva (solide balansen, goede rentedekking) dus een positief reëel rendement voor voorzichtige beleggers. Dankzij de monetaire verkrapping door de Federal Reserve zijn de rendementsvooruitzichten voor de Amerikaanse obligatiemarkten sterk verbeterd, wat een aanzienlijke impact zou moeten hebben op de assetallocatie van beleggers. **Het mantra "TINA"** (There Is No Alternative) om een overwogen positie in aandelen te rechtvaardigen, **is gewoon in duigen gevallen.**

EUROPA BETAALT DE PRIJS VOOR ZIJN EIGEN STOMMITEITEN

De **economische situatie van Europa is ongetwijfeld slechter dan die van de VS, gezien de grote afhankelijkheid van Russische fossiele brandstoffen.** De oorlog in Oekraïne is duidelijk de belangrijkste gebeurtenis voor het Oude Continent. De oorlog heeft een aanzienlijke invloed op de energie- en grondstoffenprijzen. De duur en de intensiteit van het conflict en vooral de fors verslechterde betrekkingen tussen Rusland en de Europese landen die lid zijn van de NAVO, vergroten in ernstige mate het risico van een grote energieschok in de komende maanden, in het scenario van een onderbreking van de Russische gasleveringen bij het naderen van de winter.

De sancties van de Europese Unie, die moedig waren maar twijfelachtig wat de resultaten in de praktijk betreft, hebben gedeeltelijk averechtse effecten gehad (bestrafing van de Europese consumenten en sectoren door de sterke stijging van de energieprijzen en het tekort aan grondstoffen, het afzien van milieuverbintenissen door de opening van steenkool centrales en de invoer van Amerikaans schaliegas, een daling met 60% van de gasinvoer via de Nord Stream1-pijpleiding sinds medio juni, enz.)

Russische olie kan min of meer snel en zonder al te veel problemen worden vervangen onder het embargo dat tegen het einde van het jaar ongeveer 90% van de geïmporteerde olie (ongeveer vier miljoen vaten/dag) zal treffen (maar de prijzen zullen hoog blijven gezien de lage investeringen in de olie-industrie sinds de piek van 2014 en de waarschijnlijk aantrekkende Chinese vraag na de omikrongolf, die goed is voor 14% van het wereldwijde verbruik). Die redenering gaat niet op voor **aardgas** (20% van de Europese energiemix, waarvan ongeveer 40% wordt ingevoerd uit Rusland). De wereldwijde productie- en transportcapaciteit en de Europese infrastructuur zijn ontoereikend om snel van het Russische gas af te geraken (18-24 maanden zijn nodig om een LNG-installatie voor het

vloeibaar maken of hervergassingsinstallatie te bouwen). De wereldwijde LNG-markt is in ieder geval veel te klein om aan een eventuele noodvraag van de EU te voldoen. Europese steunplannen voor duurzame energie zullen over meerdere jaren lopen; nieuwe nucleaire projecten kunnen pas op zijn vroegst over tien of vijftien jaar worden afgerond. Stijgende rentevoeten en grondstoffentekorten bedreigen de investeringsdynamiek. Ook al zijn de Europese strategische aardgasvoorraden momenteel tot 56% van hun capaciteit gevuld (d.w.z. ongeveer 40 dagen winterverbruik), een hoog niveau in deze tijd van het jaar, toch zullen de overheden volgende winter, d.w.z. op zeer korte termijn, voor een onoverkomelijke impasse komen te staan als Moskou besluit dit wapen te gebruiken om de EU te dwingen haar standpunt over de oorlog in Oekraïne te heroverwegen. Het scenario van gasrantsoenering wordt door vele regeringen ernstig overwogen.

Voor de Europeanen zullen de energieprijzen dus hoog blijven en de ECB zal daar niets aan kunnen doen. **Zonder begrotingssteun zou de eindvraag vernietigd kunnen worden** De eensgezindheid van de politieke leiders van de Unie aan het begin van de oorlog vertoont al barstjes: Frankrijk, Duitsland en Italië willen duidelijk een oplossing voor het conflict via onderhandelingen, terwijl de landen van het voormalige Sovjetblok die nu lid zijn van de EU streven naar een militaire nederlaag van Rusland en een herstel van de soevereiniteit van Oekraïne over zijn hele grondgebied, met inbegrip van de Krim die in 2014 door Moskou werd geannexeerd. Nu het Kremlin heeft besloten een uitputtingsslag te maken die de Oekraïense strijdkrachten weinig hoop biedt, zelfs in geval van leveranties van westers militair materieel, wordt het duidelijk dat **de Europese doelstellingen duidelijk en realistisch moeten worden gedefinieerd nu de NAVO gevaarlijk dicht in de buurt komt van de door Moskou vastgestelde rode lijnen** (met name wat betreft het niet installeren van militaire bases en het niet plaatsen van kernwapens op grondgebied in de buurt van Rusland).



VERANDERING VAN INFLATIEREGIME OF OPNIEUW EEN GROTE MATIGING?

Hoewel de markten (en de centrale banken) inzetten op een terugkeer naar een gematigder inflatie op middellange termijn (de inflatieswapcontracten voor dollar en euro over vijf jaar staan op respectievelijk 2,50% en 2,10%), blijven de economen verdeeld. Er woedt een levendige discussie tussen degenen die voorstander zijn van een scenario waarbij de inflatie opnieuw gematigder wordt dankzij een fors vertragende eindvraag (met de hulp van de centrale banken) en degenen die pleiten voor een ingrijpende wijziging van het prijsklimaat door te anticiperen op een sterke structurele druk (energietransitie, vergrijzing van de bevolking, het verschijnsel van de "deglobalisering", de oorlogseconomie), die een stijging van de verwachtingen (tweederonde-effecten) en een blijvende wijziging van het gedrag van de economische actoren veroorzaakt. Dit tweede scenario is gebaseerd op het idee dat de verkrappingsfase van het monetair beleid onvoldoende zal zijn om terug te keren naar de situatie van vóór de pandemie, waarbij de reële rentevoeten te laag blijven om de inflatie weer onder de doelstelling van de centrale banken (2%) te brengen. Deze spannende debatten zijn op korte termijn van zeer beperkt praktisch

belang voor beleggers, omdat het tijd zal vergen om meer duidelijkheid te krijgen – ondanks het feit dat de inflatie over haar hoogtepunt heen is, zal zij inderdaad langzaam dalen – en veel afhangt van de duur en de uitkomst van het conflict in Oekraïne. Russisch gas is een echt zwaard van Damocles voor de Europeanen. In dit stadium menen wij dat inzetten **op het toekomstige inflatieregime bijzonder risicovol is omdat de onzekerheid historisch groot is**. De centrale banken zitten tussen hamer en aambeeld en moeten twee grote valkuilen zien te vermijden: ofwel reageren zij te zwak op de inflatie en lopen zij het risico dat de inflatieverwachtingen uit de hand lopen, ofwel treden ze te ferm op en lokken ze een financiële crisis uit in een wereld met te hoge schulden en een sterkere inkrimping van de economische activiteit dan verwacht. **De zoektocht naar het optimale evenwichtspunt waarbij de eindvraag net voldoende wordt gematigd om de inflatie te beteugelen zonder een economische en financiële crisis te veroorzaken, is een titanenwerk**. Er is vandaag geen bewijs dat de centrale banken zullen slagen in hun opzet na maanden van ontkennen.

CONCLUSIE

Het huidige klimaat laat voor de komende maanden geen optimistische visie op aandelen toe, althans niet voor het einde van deze zomer. Er moeten immers te veel voorwaarden worden vervuld om de berenmarkt te beëindigen en een nieuwe cyclus voor risicovolle activa in te zetten.

De oorlog in Oekraïne is waarschijnlijk de belangrijkste ontwrichtende gebeurtenis in 2022. Ze verergert de inflatoire druk die al tot uiting kwam in de nasleep van de pandemie. De risico's van een sterke economische vertraging, of zelfs recessie, zijn groot en worden niet weerspiegeld in de consensus van financiële analisten of in de waarderingen op de aandelenmarkten, afgezien van enkele zeer cyclische sectoren die in de portefeuilles van beleggers al zwaar worden getroffen door sectorrotaties. Afgezien van China (politieke wil om de groei vóór het 20e Congres te ondersteunen), wordt overal een verstrakking van de financiële voorwaarden waargenomen, die in een wereld van schulden alleen maar tot een uitgesproken vertraging van de economie kan leiden. De centrale banken zitten in hun eigen val nadat zij jarenlang liquiditeiten hebben gestort als reactie op de opeenstapeling van crises (uiteenspatten van de internetzeepbel in 2000, subprime vastgoedcrisis in 2008, staatsschuldencrisis in de eurozone in 2010-2011, Covid-19 crisis in

2020). De financiële markten beleven het einde van de ontkenningfase van de monetair autoriteiten, die eindelijk erkennen dat hun beleid van nulrente en kwantitatieve versoepeling ook negatieve gevolgen kan hebben gehad (activa-zeepbellen, toenemende welvaartsongelijkheid, begrotingsontsporingen, risico's van op hol geslagen inflatieverwachtingen). Het einde van wat economen "fiscale dominantie" noemen (monetair beleid ondergeschikt aan fiscaal beleid) om de solvabiliteit van spilzieke staten te verzekeren en aldus de werkgelegenheid en de groei te bevorderen, betekent dat er geen hoop meer is op massale nieuwe budgettaire stimulusprogramma's zoals tijdens de pandemie. Monetair en fiscaal steun ligt ver achter ons.

De komende periode zal waarschijnlijk **de terugkeer van actief portefeuillebeheer** inluiden, aangezien beleggers, die lange tijd het onderwerp van de waardering van financiële activa hebben gemeden en zich vaak tevreden stelden met het kopen van de belangrijkste Amerikaanse indexen, nu worden geconfronteerd met de risico's van stijgende reële rentevoeten en krimpende winstmarges van ondernemingen. **Daarom kunnen we alleen aanzetten tot uiterste voorzichtigheid**.

DISCLAIMER

De bovenstaande inhoud is opgesteld en wordt verspreid door Pure Capital S.A. Hij dient uitsluitend ter informatie en is bedoeld om de beheeractiviteiten van Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital") te presenteren en informatie te verstrekken over haar beleggingsstrategieën. De informatie of gegevens (inclusief tekst en fotomateriaal) in dit document zijn auteursrechtelijk beschermd en elke reproductie of distributie ervan aan derden, geheel of gedeeltelijk, zonder voorafgaande toestemming van Pure Capital, is verboden.

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 marketingmededeling. Hoewel er geen verbod is op het gebruik van deze inhoud voorafgaand aan de verspreiding ervan (bijvoorbeeld om orders uit te voeren), streeft Pure Capital er niet naar om hier winst uit te halen.

Voor meer details over de beleggingsproducten zijn de officiële verkoopdocumenten (het document met essentiële beleggersinformatie, het prospectus, het halfjaarverslag en het jaarverslag) kosteloos verkrijgbaar op verzoek bij Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital") (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 aanvaardt hiervoor geen enkele aansprakelijkheid.

Er kan geen garantie worden gegeven dat de beleggingsdoelstellingen zullen worden bereikt. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare leidraad voor toekomstige resultaten. De prestaties kunnen schommelen doorheen de tijd. De netto-inventariswaarde van de portefeuille is afhankelijk van de marktevolutie. Elk beleggingsfonds is derhalve onderhevig aan marktschommelingen en het is mogelijk dat de belegger slechts minder terugkrijgt dan zijn inleg.

Uw rekeninghouder kan u een jaarlijks bewaarloon aanrekenen. Dat verschilt van instelling tot instelling. Voor meer informatie kunt u contact met ons opnemen.

Dit document wordt verstrekt met dien verstande dat het niet zal worden gebruikt als een primaire basis voor beleggingen. Elke belegging moet het resultaat zijn van een voldoende geïnformeerde en goed onderbouwde beslissing.