



2 SEPTEMBER 2021

MAANDELIJKE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

ENTHOUSIASME BIJ DE BELEGGER

- > Een topzomer voor de financiële markten
- > Het 6e IPCC evaluatierapport: naar een onvermijdelijke versnelling van de energietransitie
- > De centrale banken blijven inschikkelijk gezien de nood aan overheidsinvesteringen: dat is een zegen voor de financiële markten
- > Conclusie

EEN TOPZOMER VOOR DE FINANCIËLE MARKTEN

Terwijl allerlei gekke theorieën de ronde doen over SARS-Cov-2 en diens vaccins (wat levendig wordt geïllustreerd in het laatste boek - L'Apocalypse cognitive (Puf, 2021)- van de socioloog Gérald Bronner), blijft de Delta-variant zich vooral verder verspreiden onder de niet-gevaccineerden. Die verdere grootschalige verspreiding verhoogt bovendien de kans op het opduiken van nieuwe varianten die potentieel besmettelijker en virulenter worden. Zowel in echte democratieën als in schijndemocratieën - een paradox die het vermelden waard is - weigert de overheid vaccinatie te verplichten en blijft ze vertrouwen op de burgerzin, de geest van solidariteit, het gevoel van algemeen belang, en op zijn minst op het gezond verstand van eenieder. Dat gebeurt echter met wisselend succes: zelfs in de landen met de verst gevorderde vaccinatiecampagnes bereikt het percentage van volledig gevaccineerden bijlange de 85% grens niet terwijl dat als het minimum wordt beschouwd om een echte groepsimmunitet tegen de Delta-variant te bekomen (tegen 75% voor de Alpha-variant). Midden augustus was iets meer dan 50% van de Amerikaanse en Europese bevolking volledig gevaccineerd. Het gebruik van zowel "stimuli" (in bepaalde Amerikaanse staten worden waardebonnen aangeboden aan wie zich wil laten vaccineren) als "stokken achter de deur" (coronapasjes, quarantaines, doelgerichte lockdowns, enz.) heeft slechts een beperkt effect gehad in de OESO-landen terwijl de gezondheidssituatie in de opkomende landen (met uitzondering van China) een reëel probleem blijft. **De overheid lijkt er nu mee te leven dat groepsimmunitet niet kan worden bereikt door vaccinatiecampagnes gezien de huidige vaccins het besmettingsrisico slechts met 40 tot 60% verminderen. Het hoofddoel blijft het beperken van de ernstige ziektevormen waartegen vaccins wél zeer doeltreffend zijn gebleken.**

Een boosterdosis ligt echter al in het vooruitzicht, wat ongetwijfeld opnieuw tot controverse en drogredeneringen zal leiden. Cijfers uit Israël, die deze zomer werden bekendgemaakt op basis van statistieken verzameld op het terrein, duiden erop dat na een periode van zes maanden de doeltreffendheid van het mRNA vaccin van Pfizer/BioNtech daalt tot 41% tegen symptomatische ziekteverschijnselen en 88% tegen ernstige vormen ervan, wat nog steeds beduidend is. Deze gegevens zijn waarschijnlijk beïnvloed door het feit dat het vooral de oudere en meest kwetsbare personen zijn die aan het begin van de campagne zijn gevaccineerd. Andere meer recente studies tonen echter aan dat een boosterdosis ten minste zes maanden na de tweede dosis ten zeerste verantwoord is.

Men had kunnen verwachten dat de financiële markten zich zorgen zouden maken over deze vierde golf die door de Delta-variant wordt veroorzaakt. Niets daarvan, afgezien van wat volatiliteit rond midden juli. De S&P 500 en de Nasdaq zetten zelfs nieuwe recordkoersen neer en ook de Europese beurzen klommen 4% hoger sinds 1 juli. Er zijn twee belangrijke redenen voor de gematigde houding van de markten met betrekking tot Covid-19. Enerzijds lijken de beleggers ervan uit te gaan dat door de hoge besmettelijkheid van de Deltavariant sneller een besmettingspiek zal worden bereikt dan in eerdere golven. Anderzijds lijkt de uitrol van de vaccinatiecampagnes in de Verenigde Staten en in Europa hun economieën weerbaarder te hebben gemaakt door te voorkomen dat er opnieuw beperkende maatregelen zouden moeten ingevoerd. Bovendien blijft de economische activiteit in Europa versnellen. Deze vierde golf zou het herstel dus niet mogen hinderen. Toch is het verbazingwekkend dat beleggers zich niets aantrekken van de zorgwekkende gezondheidssituatie in de opkomende landen.



Als enige echte minpunt tijdens de zomer (ditmaal niks te maken met Covid-19) was er de uiterst sombere stemming op de Chinese beurs (de MSCI China index kalfde sinds zijn piek van februari meer dan 30% af en noteert nu aan zijn recordkoers van 2015!). **De Chinese overheid schakelde immers een versnelling hoger in haar controle over de economie, wat zich niet langer beperkt tot de grote technologieplatforms (Alibaba, Tencent, enz.).** Die verscherpte regelgeving in combinatie met een verwachte belastingverhoging vanaf 2022 om een billijker verdeling van de economische welvaart te waarborgen, leidde tot de recente daling van de luxeaandelen met 10% gezien China ongeveer 35% van de wereldvraag naar luxegoederen uitmaakt. Dat getuigt van de wil van de Chinese Communistische Partij (die dit jaar trouwens haar 100-jarig bestaan viert) om haar absolute macht te consolideren in de aanloop naar het 20e Partijcongres dat in 2022 plaatsvindt. Ook wijzen we erop dat het fiasco van de Westerse interventie in Afghanistan de Chinese overheersing in Azië nog heeft versterkt. Op geopolitiek vlak zal de onbetwiste overwinning van de Taliban de hegemoniale doelstellingen van schijndemocratieën zoals Turkije en Rusland alleen maar aanwakkeren. En dat terwijl de Verenigde Staten niet langer bereid zijn de rol van wereldpolitieagent op zich te nemen. De

Taiwanezen zullen dit op prijs stellen. Niettegenstaande de val van Kaboel geen directe gevolgen heeft voor de groei van de wereldeconomie en de beurzen, is de toekomst echter veel onzekerder en gevaarlijker geworden. De Europese Unie heeft er alle belang bij zichzelf als een regionale macht te beschouwen en respect af te dwingen. De laatste grote migratiegolf als gevolg van de oorlog in Syrië speelde een sleutelrol in het Brexit-referendum van juni 2016. Een eventuele nieuwe migratiegolf uit Afghanistan zou ongetwijfeld grote politieke gevolgen hebben voor de uitkomst van de volgende geplande EU-verkiezingen.

Wat het nieuws over de centrale banken betreft, wijzen we erop dat de Federal Reserve waarschijnlijk iets vroeger dan verwacht tot tapering (afbouw obligatieaankopen) zal overgaan (eind 2021?). De beleggers lieten zich hierdoor niet van de wijs brengen (de 10-jarige rente in USD zakte naar een belachelijke 1,30% tegenover een piek van 1,80% in het vroege voorjaar toen de vrees voor een op hol geslagen inflatie het hoogst was). Ook kondigde de ECB een nieuw inflatiedoel van gemiddeld 2% aan (gemiddelde over de conjunctuurencyclus) naar voorbeeld van de Fed.

HET 6E IPCC EVALUATIERAPPORT: NAAR EEN ONVERMIJDELIJKE VERSNELLING VAN DE ENERGIETRANSITIE

Ondanks de natuurrampen die deze zomer alle continenten hebben geteisterd (bosbranden, overstromingen, nieuwe temperatuurpieken, enz.), liet het 6e IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change) rapport van begin augustus de beleggers zo goed als koud. **De 41 bladzijden tellende samenvatting van de wetenschappelijke studie (in de eerste plaats bestemd voor de politieke besluitvorming) loont echter de moeite om te lezen. Er wordt immers een onvermijdelijke versnelling van de energietransitie in de wereld aangekondigd** of toch tenminste in de democratische landen wiens bevolking zich bewust is van deze problematiek. Het verslag is ondubbelzinnig: het zal moeilijk zijn de doelstelling te respecteren de gemiddelde temperatuur met niet meer dan 1,5° te laten stijgen ten opzichte van de periode 1850-1900 (wat nog steeds overeenkomt met een stijging van 0,4° ten opzichte van 2011-2020). In de vijf scenario's die op basis van de veronderstellingen inzake uitstoot van broeikasgas (BKG) zijn onderzocht, ligt de geraamde gemiddelde temperatuurstijging op middellange termijn (2041-2060) boven dat niveau, zelfs in het meest optimistische scenario (zeer lage BKG-uitstoot in de atmosfeer in combinatie met een netto-uitstoot van nul kooldioxide (CO2) rond 2050, gevolgd door een negatieve netto-uitstoot). Om een stijging van de gemiddelde temperatuur met 1,5 tot 2° in de 21e eeuw te voorkomen, is niet alleen een aanzienlijke vermindering van de CO2-uitstoot nodig maar eveneens van andere broeikasgassen zoals methaan (CH4).

Het IPCC benadrukt dat het zeer waarschijnlijk is dat zijn schattingen inzake temperatuurstijging zullen worden overschreden gezien de reactie van de ecosystemen op de opwarming van de aarde niet volledig in de huidige modellen is verwerkt (uitstoot van broeikasgassen door ontdooiing van de permafrost, branden, enz.). Wetenschappers benadrukken het

onomkeerbare karakter van veel van de veranderingen die eeuwen of zelfs millennia lang worden teweeggebracht, met name met betrekking tot de oceanen en de gletsjers. Het IPCC wijst erop dat ongeveer 125 000 jaar geleden de gemiddelde temperatuur 0,5 tot 1,5° hoger was dan in de periode 1850-1900, en dat het gemiddeld niveau van de oceanen toen 5 tot 10 meter hoger was dan vandaag. In het rapport wordt er ook op gewezen dat de concentratie CO2 in twee miljoen jaar nog nooit zo hoog is geweest en dat de concentraties CH4 en N2O nu pieken over een periode van 800.000 jaar. In het rapport wordt de nadruk gelegd op het bijna lineaire verband tussen de gecumuleerde voorraad CO2 die door menselijke activiteiten vrijkomt en de opwarming van de aarde. Sinds 1850-1900 is de nettobijdrage van natuurlijke fenomenen (orbitale variaties, zonneactiviteit, vulkanen, enz.) tot de stijging met 1,09° (periode 2011-2020) zo goed als onbestaande.

De studie verschaft de overheden een nuttige opheldering over twee belangrijke kwesties. De eerste heeft betrekking tot de toename van de frequentie en intensiteit van extreme gebeurtenissen (hittegolven, neerslag, droogte). De tweede betreft de raming van de broeikasgasuitstoot die de menselijke activiteit de komende jaren kan tolereren om de temperatuurstijging te beperken tot 2° of zelfs 1,5° (COP21 van Parijs in 2015). Een stijging met 2° ten opzichte van de periode 1850-1900 betekent nog steeds een stijging met ongeveer 1° ten opzichte van de huidige temperatuur. In dit scenario voorspelt het IPCC dat de frequentie van hittegolven zou verdubbelen ten opzichte van vandaag (gemiddeld 5,6 extreme gebeurtenissen over een periode van tien jaar), met bovendien veel grotere temperatuurafwijkingen. Met andere woorden: de overheden moeten rekening houden met een onvermijdelijke opeenstapeling van rampen in de komende decennia met desastreuze economische en sociale gevolgen, zelfs in



een optimistisch scenario van BKG-uitstootvermindering. De tweede besproken kwestie toont de kloof aan tussen de goede bedoelingen en de realiteit van het beleid. Volgens ramingen van het IPCC vereist het halen van de 1,5°-doelstelling met een hoge waarschijnlijkheid (83%), dat de netto CO₂-uitstoot die de mensheid zich nog kan veroorloven slechts ongeveer tien jaar van de huidige uitstoot bedraagt (d.w.z. ongeveer 300 gigaton CO₂, vergeleken met 34 gigaton uitstoot in 2018). Dat betekent dat de planeet tegen 2030 koolstofneutraal moet zijn! De huidige verbintenissen van de verschillende landen zijn echter nog ver van dat doel verwijderd. De Europese Unie (samen met het Verenigd Koninkrijk goed voor 9% van de wereldwijde CO₂-uitstoot) voorziet in haar "green pact" de netto-uitstoot van broeikasgassen met ten minste 55% te verlagen tegenover het niveau van 1990 en tegen 2050 koolstofneutraliteit te bereiken, overeenkomstig de doelstelling van de Amerikaanse regering (al 15% van de uitstoot komt van de VS alleen). China, verantwoordelijk voor ongeveer 30% van de wereldwijde CO₂-uitstoot, heeft zich slechts verbonden tot een koolstofneutraliteitsdoelstelling voor 2060 zonder enige details te verstrekken over zijn stappenplan! Hoewel Beijing zegt vóór 2030 een piek te willen hebben bereikt inzake de netto-CO₂ uitstoot, worden er nog steeds nieuwe kolencentrales gebouwd. Kolen maken er nog steeds ongeveer 65% uit van de energiemix. Net als China voedt ook India (7% van de werelduitstoot) de grootste twijfels over het traject op wereldschaal van de CO₂-concentraties in de atmosfeer gezien de inspanningen van bepaalde landen grotendeels teniet kunnen worden gedaan door het zwakke beleid van anderen. **De 26e VN-klimaatconferentie (COP 26) in Glasgow van 1 tot 12 november zal beslissend zijn.**

Wat zijn de gevolgen voor de financiële markten van de opwarming van de aarde en de strijd om de omvang ervan te beperken? Gigantisch, geen twijfel mogelijk! Alle sectoren worden

uiteraard getroffen. Er is geen weg terug voor het overheidsbeleid. De overheden zijn wel degelijk nog steeds op zoek zijn naar manieren om koolstofneutraliteit te bereiken. Onder druk van Duitsland dat de koolstofarme kernenergie afwees in de uren na de ramp in Fukushima van 11 maart 2011, woedt er in de EU nog steeds een heftig debat over deze energievorm (zie de laatste opmerkingen van de commissaris voor Interne markt Thierry Breton). Dat getuigt van veel koortsachtigheid bij de openbare beleidskeuzes die ons voor de komende vijftig jaar zullen binden. Niettemin lijkt het ons duidelijk dat de energietransitie onder druk van de publieke opinie in een stroomversnelling zal komen (zie het Europese herstelplan). De CO₂ prijs zal bijdragen tot een grondige wijziging van de productie- en consumptiepatronen. De recente aankondiging door de ECB van een "vergroening" van haar monetair beleid is zeker niet alleen anekdotisch. Het gaat er daarbij niet alleen om de klimaatopwarming beter te integreren in de modellen voor economische en financiële prognoses alsook in de risicoanalyse, maar ook om "groene" criteria te weerhouden in de obligatieaankoopprogramma's.

Het lijkt geen twijfel dat de investeringen vereist door de ecologische overgang enorm zullen zijn, wat de overheidsschuld ongetwijfeld nog verder zal doen oplopen. De centrale banken zullen geen andere keuze hebben dan de financiering van deze extra schuld zo veel mogelijk te vergemakkelijken door een blijvende controle van de rentecurve. Terwijl bedrijven in versneld tempo strategieën uitrollen om hun activiteiten koolstofvrij te maken (cf. de ambitieuze plannen van autobouwers), **neemt het beleggingsthema rond duurzaam beleggen (ESG staat voor Environmental, Social, Governance) duidelijk toe en vloeit een steeds groter deel van de wereldwijde spaartegoeden hier naartoe.**

DE CENTRALE BANKEN BLIJVEN INSCHIKKELIJK GEZIEN DE NOOD AAN OVERHEIDSINVESTERINGEN, WAT EEN ZEGEN IS VOOR DE FINANCIËLE MARKTEN

Voor de financiële markten die al lange tijd overspoeld worden door de liquiditeiten van de centrale banken is dit de fundamentele vraag: hoelang nog zal het renteklimaat extreem gunstig blijven en aldus de prijzen van financiële activa en van vastgoed ondersteunen (nominale rentevoeten lager dan het groeipercentage van de economie, reële rentevoeten na inflatie in negatief terrein)?

Gezien de enorme financieringsbehoeften van de overheden (herstelplannen, energie- en digitale transitie, enz.), de structurele kwetsbaarheid van de economieën die rechtkrabbelen na de gezondheids crisis (waarbij de overheid een steeds grotere rol speelt in een economie die minder en minder liberaal wordt) en de voorzichtige houding van de centrale bankiers over de voorbije jaren, blijven wij ervan overtuigd dat het monetair beleid eerder soepel zal blijven. De extreme gevoeligheid van de Amerikaanse beurzen aan de USD rentecurve – cf. de scherpe beurscorrectie van eind 2018 - heeft de Federal Reserve waakzamer gemaakt omtrent de impact die ze heeft op de prijzen van financiële activa. Die zijn immers een belangrijke factor voor de verdere toename van het Amerikaanse bbp (vandaar de geruststellende woorden van Fed-voorzitter Jerome Powell op het Jackson Hole-symposium). De Eurozone probeert de

verloren tijd in te halen na jaren van monetair dogmatisme dat opgelegd was door Duitsland; de ECB zal de solvabiliteit blijven verzekeren van de landen met de grootste overheidsschulden. Beleggers verwachten voor lange tijd geen verstrakking van het monetair beleid (de belangrijkste rentetarieven zullen waarschijnlijk niet vóór 2023 stijgen) afgezien van een eventuele afbouw van de obligatieaankoopprogramma's. In dit opzicht zal de ECB waarschijnlijk langer dan de Fed een soepel beleid blijven hanteren.

Hoe zit het met de inflatie? We moeten toegeven dat de centrale bankiers op dit gebied veel geloofwaardigheid behouden. Tijdens hun recente toespraken hebben de Fed en de ECB de financiële markten immers kunnen overtuigen van de voorbijgaande aard van de inflatiepiek die volgt op het einde van de gezondheids crisis en het daarmee gepaard gaande economisch herstel. Ondanks knelpunten in de productielijnen die langer kunnen aanhouden dan verwacht en ondanks aanwervingsproblemen in zowel de VS als in Europa, vertonen de inflatieverwachtingen (weerspiegeld in de financiële swapcontracten) sinds het voorjaar een dalende tendens: de inflatieswap in USD met een 5 jarige looptijd staat op 2,35% tegenover 2,55% per midden mei. Het belangrijkste



voor de centrale bankiers om hun soepel beleid te kunnen voortzetten, is dat er geen inflatoire loon-prijsspiraal ontstaat in de OESO-landen.

Terloops merken wij op dat de investeringsbehoeften zich niet beperken tot de overheidssector. Knelpunten in de productieketens hebben aangetoond dat de particuliere investeringen sinds de subprimecrisis ontoereikend zijn. De prijsstijgingen die het gevolg zijn van de uitzonderlijke vraagstimulering door steunprogramma's van de overheid, lijken echter een cyclus van stijgende investeringen door particuliere

ondernemingen op gang te trekken. Die investeringen in capaciteit en modernisering die we nu in meerdere sectoren waarnemen (maandelijks bestellingen van kapitaalgoederen bereiken in de VS een piek over een periode van vijftientig jaar) zullen uiteraard de prijsstijgingen wat afzwakken en vormen de basis van een efficiënt werkende kapitalistische economie. Deze nieuwe investeringscyclus kan bovendien de potentiële economische groei versterken alsook de toekomstige productiviteitswinsten verhogen dankzij de moderniseringsinspanningen van de ondernemingen (digitale omschakeling). Laat ons hopen dat dit op zijn beurt leidt tot een positieve spiraal voor de beurzen.

CONCLUSIE

Ja, de beurzen zijn duur in absolute termen (zonder hier te verwijzen naar de rentevoeten). Ja, als de groepsimmunitet niet bereikt wordt, krijgen we nog jaren af te rekenen met Covid-19 en diens waarschijnlijk pijnlijke gezondheidsproblemen. Ja, de recente geopolitieke ontwikkelingen nopen tot de grootste voorzichtigheid - het is dan ook zinvol extreme risico's af te dekken via de aankoop van putopties. Al deze zaken zijn immers algemeen bekend. Uit het recent verloop van de beurzen blijkt echter dat beleggers zich vooral zorgen maken over het rendement van hun portefeuilles. **Geconfronteerd met belachelijk lage intrestvoeten** die wegen op het rendement

van obligatiebeleggingen, **alsook met vrij aantrekkelijke groeivoorzichten** (sneller dan verwacht economisch herstel, een puik resultaatseizoen voor het tweede kwartaal, het begin van een nieuwe investeringscyclus) **én met politieke en monetaire autoriteiten zich geruststellend uitlaten over de risico's op een ontwrichting van de economische en financiële markten, grijpen beleggers de geringste gelegenheid aan om op zwakkere koersen in te spelen** (cf. de tijdelijke beurscorrecties in juli en augustus). Deze situatie kan best nog lang aanhouden.

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 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.