



Geschreven op 1 september 2022

# MAANDELIJKSE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities &amp; Fund Manager

## HET EINDE VAN DE BERENMARKT?

Het is niet ongebruikelijk dat aandelenindexen tijdens correctiefasen weer opveren. De beursgeschiedenis staat bol van voorbeelden van technische rally's die werden aangedreven door kortstondige rust en opportunistische beleggers die laag wilden instappen. We kunnen er echter niet om heen dat het tussen medio juni en medio augustus waargenomen herstel veel sterker was dan de meest optimistische waarnemers hadden verwacht. Wereldwijde aandelen stegen in deze periode bijna 15% in dollartermen, en zelfs ongeveer 18% in eurotermen. Dankzij de sterke dollar en ondanks de correctie als gevolg van de ferme toespraak van voorzitter Jerome Powell van de Federal Reserve tijdens het Jackson Hole-symposium (zie hieronder), zijn wereldwijde aandelen tot nu toe slechts een paar procent gedaald (in euro), een onverwacht sterke prestatie tegen de achtergrond van herhaalde wereldwijde crises en de oorlog in Oekraïne. De rendementen voor beleggers in de dollarzone zijn natuurlijk veel minder aantrekkelijk, vooral voor technologieaandelen, die meer dan 20% hebben verloren (in dollar) hoewel groeiaandelen tijdens de zomer opnieuw wat kleur hebben gekregen.

**Hoe kan deze opleving worden verklaard?** Verwachten de markten terecht een matige vertraging van de wereldwijde groei, zoals blijkt uit de consensusramingen voor de bedrijfswinsten? Zijn zij te optimistisch als ze inzetten op een snelle daling van de inflatie in 2023 tot niveaus die verenigbaar zijn met de doelstellingen van de centrale bankiers (cf. inflatieswaps)? Hebben ze al te naïef geloofd dat de noodzakelijke verstrakking van het monetaire beleid reeds in ruime mate in de rentecurves tot uiting was gekomen? Al deze vragen kwamen terug in de toespraak van de voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, die op een koude steen viel. Zijn toespraak heeft een verhoopte pauze in het proces van verstrakking van de financiële voorwaarden al in de herfst van volgend jaar letterlijk aan diggelen geslagen, en heeft zelfs, voor sommige beleggers, de onredelijke verwachtingen van een volledige ommekeer van het monetaire beleid reeds in 2023 (verlaging van de beleidsrente) op de helling gezet.

## WAT ZIJN DE REDENEN VOOR DE OPLEVING VAN DE AANDELEN TUSSEN MEDIO JUNI EN MIDDEN AUGUSTUS?

In onze nota van mei hebben wij uiteengezet dat de goede prestaties van de markten in de weken na de uitbraak van de Russische invasie in Oekraïne op 24 februari hoofdzakelijk te danken waren aan een krachtig inertie-effect (heropening van de economieën na Covid en sectoren die onder de opeenvolgende lockdowns hadden geleden, positieve effecten van de inflatie op de bedrijfswinstmarges - rentabiliteitsschok gekoppeld aan volumes en prijzen -, en een al te voorzichtige consensus van de financiële analisten aan het begin van het jaar). Destijds vonden wij dat wij dit inertie-effect moesten gebruiken om het risico in de portefeuille af te bouwen. De correctie van de beursindexen in het voorjaar (tot midden juni) heeft ons gelijk gegeven: de geleidelijke verzwakking van dit voor de aandelenmarkten gunstige verschijnsel maakte plaats voor een harde terugkeer naar de realiteit. De inflatievrees kwam op de achtergrond door terechte vragen over de sterkte van de economische wereldgroei en de risico's van een recessie van de economie. Medio juni

keken beleggers echter door een roze bril naar het brede plaatje en concentreerden zij zich bijna uitsluitend op de positieve factoren:

- 1. Geleidelijke standaardisering van waardeketens** (kortere leveringstermijnen, opstoppingen in de havens die opgelost geraken, lagere vrachtprijzen, enz.) ondanks de bedenkingen bij China's "zero Covid"-strategie. Met andere woorden, een belangrijke factor die de inflatie van de producentenprijzen aanwakkert, is wat naar de achtergrond verschoven. Alleen de halfgeleiders zijn nog ver verwijderd van standaardisatie, ondanks de terugval van de markten voor consumentenelektronica (smartphones, computers, gamingconsoles, enz.).
- 2. Bemoedigend resultaatenseizoen over Q2.** De golf van winstwaarschuwingen die beleggers terecht hadden gevreesd (cf. de sterke stijging van de productiekosten per eenheid in de Verenigde Staten in het tweede kwartaal, +10,8% op jaarbasis, recordwinsten

1 Amerikaanse indexen dalen 3 tot 4% tijdens de handelssessie van 26 augustus.

opgetekend in 2021) heeft zich niet voorgedaan (geen algemene inkrimping van de winstmarges), ook al blijkt uit de uitlatingen van de bedrijven voor de rest van het jaar de nodige voorzichtigheid.

- 3. Correctie van de grondstoffenprijzen** - afgezien van aardgas zijn de aardolieprijzen (-20%), de prijzen van industriële grondstoffen en zelfs die van landbouwproducten gedaald ten opzichte van de recordprijzen van het afgelopen voorjaar, en wel om verschillende redenen, waarvan de eerste uiteraard de terugval van de wereldvraag is, met name de economische vertraging in China (zero Covid beleid en recessie in de vastgoedsector). Deze daling van de grondstoffenprijzen doet vermoeden dat de inflatie in de komende maanden zal vertragen (basiseffecten).
- 4. De rente op langlopende overheidsobligaties is gedaald** dit wijst erop dat de verwachtingen inzake monetaire verkrapping en inflatie een hoogtepunt hebben bereikt. De rente op Amerikaanse Treasuries met een looptijd van tien jaar staat op 3,20%, tegen bijna 3,50% in het

voorjaar. Vergeet niet dat de daling van de (reële) rentevoeten op lange termijn een aanzienlijk positief effect heeft op de waardering van financiële activa met een lange duration, met name groeiaandelen, wat perfect de outperformance verklaart van de technologieaandelen tussen midden juni en midden augustus ten opzichte van de rest van de markt en het waardethema.

- 5. Een welkom herstel van de diplomatie ondanks de impasse in de Oekraïne-oorlog** de twee strijdende partijen zijn, onder auspiciën van Turkije en de VN, overeengekomen dat elke maand enkele miljoenen tonnen Oekraïens graan over zee mogen worden uitgevoerd. Dit is natuurlijk erg ontoereikend gezien de evolutie van het conflict, maar het is een eerste stap die Oekraïne in staat stelt ongeveer 85% van zijn vooroorlogse exportcapaciteit voor landbouwproducten te recupereren (rekening houdend met alle thans gebruikte transportmiddelen, ook over land), waardoor de risico's van voedselcrises in Afrika en het Midden-Oosten iets minder acuut worden. Dit akkoord van 22 juli heeft een geldigheidsduur van 120 dagen.

## WAT VERWACHTEN DE MARKTEN VANDAAG?

Het fundamentele element om in het achterhoofd te houden, is dat marktprijzen verwachtingen weerspiegelen die optimistisch of op zijn minst voorbarig lijken:

- 1. De markten geloven niet in een duurzame verandering van het prijsregime** in de komende jaren en rekenen op een snelle daling van de inflatoire druk vanaf 2023. De dollar- en euro-inflatieswapcontracten voor de komende vijf jaar (verwachte inflatie over vijf jaar voor een periode van vijf jaar) liggen dicht bij de gemiddelde niveaus van vóór 2019: 2,15% in euro en 2,65% in dollar. De markten geloven dus niet dat de verwachtingen van de economische actoren fundamenteel zullen wijzigen, en evenmin dat hun consumptie- en investeringsgedrag daardoor blijvend zal veranderen. Ze leggen de **structurele factoren** naast zich neer die op lange termijn tot prijsstijgingen kunnen leiden: **de energietransitie** (en het effect daarvan op de vraag naar grondstoffen en de verergering van schaarsteverschijnselen), **de vergrijzing** (met name in Europa en China), de **loonspanningen** op de arbeidsmarkten (deels als gevolg van de demografie), **de gedeeltelijke opheffing van comparatieve voordelen** door de politieke wil tot reshoring en industriële soevereiniteit, en **de productie- en aanbodbeperkingen** als gevolg van de aanscherping van de financiële voorwaarden.
- 2. Beleggers geloven niet in monetaire verkrapping op lange termijn.** De reële rentevoeten blijven belachelijk laag (nauwelijks +0,5% voor de reële rente op tien jaar in dollar, de reële rente in euro blijft negatief).
- 3. De belangstelling voor aandelen tussen midden juni en midden augustus** en de waardering van Amerikaanse aandelen weerspiegelen een vrij optimistische consensus: een gematigde vertraging van de economische groei (zachte landing) en bijgevolg mooie marges en bedrijfswinsten. Het is de moeite waard om te onthouden dat Amerikaanse aandelen (60% van de wereldwijde marktkapitalisatie) dit jaar worden gewaardeerd op meer dan 18 keer de verwachte winst; de waarderingsveelvoud was aan het einde van het vierde kwartaal van 2018 gedaald tot 15 keer de winst, toen beleggers beducht werden voor de effecten van de monetaire verkrapping door de Federal Reserve op dat moment (de langetermijnrente stond boven de 3%). De analisten zijn het erover eens dat de totale winsten in 2022 met ongeveer 9% en

in 2023 met 8% zouden moeten stijgen. Wij zijn nog ver verwijderd van het scenario van een winstrecessie.

### WELKE FACTOREN KUNNEN BELEGGERS MOGELIJK ZWAAR ONDERSCHATTEN?

- 1. Het verlies van de reële koopkracht van de gezinnen.** De eindvraag werd tijdens de Covid-19-crisis kunstmatig ondersteund door de regeringen. De huidige steun (vooral in Europa ten gevolge van de energiecrisis) en de looninflatie (vooral in de VS) compenseren niet het verlies aan koopkracht ten gevolge van de inflatieschok. Het effect op de gezinsconsumptie is nog niet echt merkbaar omdat de dienstensectoren tot heel recent hebben geprofiteerd van de heropening van de economieën na Covid (luchtvervoer, toerisme, hotels, enz.). Na de stormloop op de aankoop van kapitaalgoederen en elektronica tijdens de lockdowns zijn er echter steeds meer tekenen die wijzen op een zwakte van de consumptie.
- 2. Centrale banken genoodzaakt om langer en krachtadiger op te treden** om het vuur van de inflatie te doven. Tijdens het recente Jackson Hole-symposium werden de puntjes op de i gezet en leken de markten af te stevenen op een onwaarschijnlijk rooskleurig scenario (versoepeling van het monetaire beleid door de Fed al in 2023). De reële rentevoeten zouden in de komende maanden opnieuw kunnen stijgen en dit is ongetwijfeld een wenselijke ontwikkeling om het inflatievuur te doven door een sterkere rem op de eindvraag en een vrijwillige verslechtering van de arbeidsmarkt (waarbij koste wat kost de loon-prijsspiraal wordt vermeden door de vraag naar arbeid te beperken). Terwijl de algemene inflatie in de VS haar hoogtepunt lijkt te hebben bereikt (+8,5% in juli op jaarbasis tegen +9,1% in juni), dankzij de daling van de energieprijzen en enkele volatiele factoren zoals de prijzen van tweedehands auto's, hotels en vliegtickets, bleef de kerninflatie (CPI) in juli stabiel op +5,9%, wat erop wijst dat de prijsstijgingen zich over de gehele economie blijven verspreiden, aangewakkerd door loonstijgingen (arbeidsmarkt nog steeds krap, veel vacatures). Vooral de vastgoedcomponent (de huurprijzen, die ongeveer 40% van de index uitmaken) stijgt nog steeds sterk en zal dat naar verwachting ook in 2023 blijven doen omdat de huizenprijzen hoog blijven.

3. **De omvang en de duur van de verstrakking van de financiële condities** (deels gerelateerd aan het vorige punt). We komen uit de zeepeleconomie waarin de jongere generaties beleggers sinds 2009 hebben geleefd! De stijgende kapitaalkosten zijn een feit, terwijl de energietransitie duizelingwekkende investeringen vergt in de orde van grootte van 4.000 miljard dollar per jaar, willen we de klimaatdoelstellingen halen (maximaal 1,5° tot 2° gemiddelde temperatuurstijging ten opzichte van het pre-industriële tijdperk). De verruiming van de rentespreads tussen bedrijfsobligaties en overheidsobligaties is aanzienlijk, vooral voor emissies van lagere kwaliteit. De Staten zelf hebben hun buik vol van de fiscale dominantie (monetair beleid ondergeschikt aan fiscaal beleid) en van de Moderne Monetaire Theorie die heel populair in Amerikaanse progressieve kringen (onbepaalde monetaïsering van de overheidsschuld door geldschepping en bewuste keuze om de risico's van inflatie te verwaarlozen) lijken al lang begraven te zijn. Het is evident dat het voor regeringen politiek pijnlijk of zelfs zelfmoord zal betekenen om weer aan te knopen met meer budgettaire orthodoxie.

4. **De energiecrisis in Europa.** In de eurozone houdt meer dan de helft van de inflatie direct en indirect verband met de energieprijzen, die op de aardgas- en elektriciteitsmarkten nieuwe records bereiken. De lonen staan echter minder onder druk dan in de Verenigde Staten. De inflatie is dus vooral het gevolg van ten minste twintig jaar ideologie aan de macht en van rampzalige strategische keuzes (desinvesteringen en braindrain in de Franse nucleaire industrie vanaf het begin van de jaren Mitterrand; het opgeven van kernenergie door Duitsland en de keuze voor Russisch gas om een mercantilistisch beleid te voeren dat uiteindelijk niet erg pro-Europees is). De Europese Centrale Bank heeft echter geen andere keuze dan het monetaire beleid te verkrappen. De verhoging van de beleidsrente met 50 basispunten op 21 juli (de eerste in elf jaar) is uiteraard maar de eerste stap in het proces dat ervoor moet zorgen dat de verwachtingen worden verankerd. De gascrisis (24% van de Europese energiemix vóór de crisis, en 9% voor Russisch gas alleen) is jammer genoeg verre van afgelopen, en kan de inflatie tegen het einde van het jaar opdrijven tot meer dan 10% op jaarbasis. Volgens veel economische onderzoeksbureaus is de doelstelling van de Europese Unie om het verbruik met 15% te verminderen niet voldoende om de volgende winter met vertrouwen door te komen (een vermindering van de vraag met 20 tot 25% zou passender zijn). Als het

weerscenario overeenkomt met de seizoensgemiddelden, zullen de strategische aardgasvoorraden in het voorjaar van 2023 uitgeput zijn, wat een acuut probleem oplevert voor het seizoen 2023/2024. De **kans op rantsoenering in de industrie is groot**: de diversificatie van de gasvoorziening en de aanvulling van de voorraden kunnen in het beste geval slechts tot februari standhouden. De droogte in Europa speelt in het nadeel van hydro-elektrische productie, terwijl de Franse kerncapaciteit ver onder haar capaciteit zit (onderhoud en veelvuldige stilleggingen als gevolg van verontrustende corrosieverschijnselen na twee decennia van kortzichtigheid en onderinvesteringen). Daarnaast zijn er de prijszettingmechanismen voor de groothandelsprijzen van elektriciteit op basis van de marginale kosten van de meest recente elektriciteitscentrales die in bedrijf komen, meestal gasgestookte en soms kolengestookte centrales (die de Commissie heeft besloten aan te pakken). Investerings in hernieuwbare energiebronnen en LNG-infrastructuur kunnen op zijn vroegst over twaalf tot achttien maanden effect sorteren, op voorwaarde dat de regeringen de voorkeur geven aan investeringen door de particuliere sector (het belasten van superwinsten in plaats van energiebedrijven aan te moedigen meer van hun cashoverschotten in hernieuwbare energiebronnen te investeren zou contraproductief zijn).

5. **De gevolgen van de oorlog in Oekraïne.** Het is verbijsterend hoe de financiële markten aankijken tegen de gevolgen van het conflict. Het lijkt erop dat beleggers zich meer hebben geconcentreerd op het zomerreces, genietend van de geneugten van Capua na twee jaar pandemie, dan op een van de belangrijkste geopolitieke gebeurtenissen van de 21e eeuw. De lezer is voldoende geïnformeerd door de media zodat we hier niet alle risico's hoeven op te sommen waarmee wij worden geconfronteerd. De vraag die in deze fase interessant lijkt, is hoe lang de Europese bevolkingen zullen aanvaarden om de democratisch verkozen regeringen te steunen die het vijandigst staan tegenover Rusland, en hoe lang zij bereid zullen zijn de financiële kosten te dragen van een oorlog bij volmacht en de boemerangeffecten van de westerse sancties (energiecrisis). De Italiaanse verkiezingen op 25 september, die naar verwachting een rechts blok aan de macht zullen brengen dat wordt gedomineerd door de meest radicale vleugel, zullen ongetwijfeld van groot belang zijn, aangezien de aftredende premier, Mario Draghi, een van de meest vijandige regeringsleiders tegenover het Kremlin was.

## WANNEER KUNNEN WE AANDELEN KOPEN? WAT ZOU HET DIEPTEPUNT VOOR DE S&P 500 INDEX KUNNEN LIGGEN?

Laten we beginnen met het dieptepunt voor de S&P 500-index in te schatten, ervan uitgaande dat de winsten in 2023 stabiel blijven als gevolg van de vertraging van de bedrijvigheid in de VS (consumptie van de gezinnen onder druk - verlies van reële koopkracht -, strengere financiële voorwaarden voor bedrijven, achteruitgang van de vastgoedmarkt), de stijging van de productiekosten per eenheid, de meer uitgesproken vertraging van de wereldvraag, die met name te wijten is aan een sterkere krimp van de Europese activiteit als gevolg van de energiecrisis, en de sterkte van de dollar, hoewel 40% van de inkomsten van de Amerikaanse ondernemingen op internationaal niveau wordt gegenereerd. We benadrukken dat onze hypothese niet het worstcasescenario is (neerwaartse bijstelling van de verwachte winst in 2023 met slechts 7-8%). Wij waarderen de markt op 15 keer deze resultaten in het dieptepunt van de cyclus en komen uit op 3.400 punten voor de S&P 500 index, d.w.z. **iets meer dan 15% neerwaarts potentieel**. Moeten we wachten op dit niveau om te kopen? Nee, omdat het strikt genomen geen doelstelling is, maar

eerder een mogelijk scenario. Het is duidelijk dat als het algemene klimaat verbeterd wat de oorlog in Oekraïne en de inflatie betreft, de risicobereidheid snel zal terugkeren. Maar voor nu **zouden wij tot voorzichtigheid manen tot de markten in het reine zijn met het feit dat de strijd tegen de inflatie onvermijdelijk gepaard zal gaan met een strakker monetair beleid en een sterke vertraging van de economie**, of zelfs een recessie, om de vraag voldoende af te remmen en de arbeidsmarkt af te koelen. De consensus heeft zich niet aan een dergelijk scenario aangepast. Ofwel is hij te optimistisch over het langetermijnpad van de inflatie door de voorkeur te geven aan de hypothese van een gematigde en tijdelijke vertraging van de economische activiteit (zachte landing), zonder uitgesproken verstrakking van de financiële voorwaarden, ofwel is zijn visie op de inflatie, indien zij juist blijkt, niet in overeenstemming met zijn verwachtingen ten aanzien van de reële rentevoeten, de ontwikkeling van het bbp en die van de toekomstige bedrijfswinsten.

## CONCLUSIE

Als de markten tijdens de zomer écht geloofden dat de berenmarkt voorbij was, dan was dat grotendeels voorbarig. Het Jackson Hole symposium was een wake-up call. **De verkrapping van het monetaire beleid zal pijnlijker en langduriger zijn**; de economische groei zal er meer onder te lijden hebben. Tot slot ligt de zeepbeleconomie die de financiële

markten sinds de subprimecrisis van 2008 heeft aangedreven, ver achter ons, iets wat veel beleggers met moeite kunnen aanvaarden. Daarom **blijven we liever voorzichtig gepositioneerd**, wat we al zijn sinds de uitbraak van het conflict in Oekraïne.

---

### 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/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 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](http://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.