



5 OKTOBER 2021

# MAANDELIJKE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

## VERSCHERPTE AANBODBEPERKINGEN

- > Tapering en sectorrotatie ten gunste van *value*
- > Vormt Chinees vastgoed een systeemrisico?
- > Moeten we ons zorgen maken over de winstgroei?
- > Conclusie

### TAPERING EN SECTORROTATIE TEN GUNSTE VAN VALUE

De afgelopen weken kregen de financiële markten klappen waarbij de belangrijkste beursindexen 4 à 5% verloren sinds hun hoogste koers van dit jaar. De opeenstapeling van meerdere zorgen (die eigenlijk niet echt nieuw zijn) diende als voorwendsel om winst te nemen. Op zich is dat niet onlogisch gezien de waarderingen zo goed als overeenstemmen met onze koersdoelen (zie onze maandelijkse beursnota van juli laatstleden). De deltavariant verergerde nog het fenomeen van de tekorten aan de aanbodzijde van de voorbije zomer, waarbij Azië hier het meest door werd getroffen. De crisis van de Chinese vastgoedontwikkelaars (zie hieronder) lijkt de rest van de wereld niet in haar val te zullen meesleuren. Het doet echter wel vragen rijzen over het toekomstig groeitraject van de Chinese economie. De Federal Reserve heeft haar discours enigszins kracht bijgezet door te erkennen dat de tijdelijke inflatie wellicht voor langere tijd hoger zal blijven dan aanvankelijk verwacht (de prognoses werden dan ook verhoogd), wat de weg effent om haar monetair beleid te beginnen normaliseren (tapering, d.w.z. geleidelijke vermindering van de obligatieaankopen waarschijnlijk al voor volgende maand). We zijn echter nog ver verwijderd van een verhoging van de beleidsrente en van een afbouw van de omvang van de balans van de Fed, wat zoals in 2018 een nefaste impact op de financiële markten zou kunnen hebben. De recente stijging van de lange rente blijft beperkt (de 10-jarige Treasuryrente bedraagt nu 1,5% tegenover 1,3% een maand geleden), evenals de inflatieverwachtingen

ondanks de druk op de energieprijzen. Belangrijker is dat de reële rente (na inflatie) negatief blijft. Hoewel de inflatoire spanningen aanzienlijk zijn, begint het inflatiecijfer op jaarbasis af te vlakken; dat wijst erop dat die hogere inflatie niet uitdijt over de ganse economie. Afgezien van de zwaar door de coronacrisis getroffen sectoren (hotels, vervoer, vrije tijd, enz.), blijft de inflatie in de Verenigde Staten op een traject dat dicht aanleunt bij dat van vóór maart 2020. De lonen stijgen niet sneller dan de productiviteitswinsten (die in deze herstelfase hoog zijn), wat de bedrijfsmarges ondersteunt (zo blijven de arbeidskosten per eenheid product binnen de perken). Ter afsluiting van dit korte overzicht onderlijnen we de sterke economische situatie in de Europese Unie in het derde kwartaal met een dynamiek die de rest van de wereld overtreft.

De - weliswaar nog beperkte - druk op de langetermijnrente heeft een sectorrotatie van de internationale portefeuilles op gang gebracht ten gunste van de "value" aandelen (financials, energie, chemie, auto's, enz.), die sinds de voorbije lente waren achtergebleven. Groeiaandelen, met name de technologiesector, hebben logischerwijs het meest te lijden gehad onder de winstnemingen. Een eventuele verdere stijging van de lange rente, vooral in USD, zou in principe nefast moeten zijn voor de duurste beurssegmenten. Dit kan echter worden getemperd door de toenemende zorgen omtrent de economische groei.

### VORMT HET CHINEES VASTGOED EEN SYSTEEMRISICO?

Het waarschijnlijke faillissement van de Chinese vastgoedontwikkelaar Evergrande is voor de beleggers niet echt geruststellend wat de vooruitzichten voor de Chinese economie betreft. Het is niet zozeer het gewicht van de schulden en buitenbalansverplichtingen van Evergrande (0,5% van het wereldwijde BBP, 3% van het Chinese BBP) als wel het belang van de vastgoedsector

in de economische prestaties van China wat de markten zorgen baart. De val van Evergrande, die een voorbode is voor andere sectorgenoten, is vooral het gevolg van de politieke wil van Peking om de systeemrisico's inzake buitensporige schuldenlast te verminderen (doelstelling van financiële stabiliteit), de huisvesting voor gezinnen toegankelijker te maken in het kader van het programma "gedeelde welvaart", en de

financiële middelen veel meer naar innoverende sectoren te laten vloeien (een zeer lovenswaardig doel van economische efficiëntie na jaren van verspilling). Het project van Xi Jinping staat echter niet voor een terugkeer naar een socialistische economie van strenge gehoorzaamheid; het maakt eerder deel uit van de strijd tegen de uitspattingen van het kapitalisme die een bedreiging vormen voor de sociale harmonie waaraan de Chinezen zo gehecht zijn. De vastgoedsector is hard getroffen door de restrictieve regels inzake schulden die in 2020 zijn opgelegd (de nu beroemde "drie rode lijnen"), wat heeft bijgedragen tot een sterke terugval van de woningen in opbouw (in september krimp van 17% YOY). China bevestigt aldus dat zijn beleid erop gericht is de groei opnieuw in evenwicht te brengen ten gunste van de gezinsconsumptie (amper 40% van het BBP tegenover bijna 70% in de Verenigde Staten) alsook de kwaliteit van zijn productie te verhogen. Hoewel deze overgang (eigenlijk niks nieuws) niet geheel pijnloos is voor de sectoren met de grootste schuldenlast, is de rest van de wereld tamelijk immuun voor wat eigenlijk een louter Chinees probleem is. Op een totaal van USD 300 miljard is slechts het equivalent van USD 20 miljard van Evergrande's schulden in handen van niet-Chinezen. Dit is dus geenszins een crisis die vergelijkbaar is met de crisis die werd veroorzaakt door de ineenstorting van Lehman Brothers op het hoogtepunt van de subprime-crisis in 2008. Van een besmetting naar de binnenlandse banksector (cf. CDS-contracten) is er geen sprake. De omvang van de particuliere vastgoedverkoop – verzwakt door de nieuwe regelgeving én inzake financieringsbronnen te afhankelijk van voorverkoop en commercial paper – blijft op nationale schaal redelijk. De totale schulden van particuliere en openbare projectontwikkelaars vertegenwoordigen 6% van het Chinese BBP. Gezien het volgende partijcongres al volgend jaar plaatsvindt, kunnen de autoriteiten in Beijing niet al te lichtzinnig met deze kwestie omgaan: behalve de 200.000 werknemers zouden er 3 tot 4 miljoen indirecte banen mee gemoeid zijn, 1 miljoen huishoudens wachten op de levering van een woning die al betaald is en ook zijn er enkele tienduizenden particulieren die beleggingsproducten hebben gekocht die aan de vastgoedontwikkelaar zijn gekoppeld.

**Als conclusie kunnen we stellen dat Evergrande geen systeemrisico voor de wereldmarkten lijkt te vormen. Niettemin doet de steeds verdergaande regulering die het afgelopen jaar tal van sectoren heeft getroffen (e-commerce, videospelletjes, privé-onderwijs, alcoholconsumptie, staalproductie, vastgoedontwikkeling, enz.), vragen**

**rijzen over de winstvooruitzichten voor de bedrijven en is het dus logisch dat de beleggers zich vragen stellen over de groeidynamiek van China voor de komende maanden.** Hun twijfels vertalen zich in een afbouw van de blootstelling van de portefeuilles aan Chinese aandelen, wiens weging in de MSCI-wereldindex nu minder dan 5% bedraagt na de beurscorrectie van 30% sinds de piek in februari. Het gewicht van het vastgoed in het Chinese BBP (ongeveer 30%) en diens bijdrage tot de groei van de afgelopen twintig jaar zijn overdreven in de context van een vergrijzende bevolking en een laag geboortecijfer ondanks een proactiever overheidsbeleid (ter vergelijking: het gewicht van de vastgoedsector in de belangrijkste OESO-landen bedraagt 15 tot 20%). Vastgoed vertegenwoordigt trouwens ook een belangrijk deel van het vermogen van de Chinese gezinnen en draagt aanzienlijk bij tot de begrotingsinkomsten van de plaatselijke overheden. De economen van de Cahiers Verts de l'Economie hebben geraamd dat de economische groei met 1,5 à 2% zou kunnen dalen in het realistische scenario van een inkrimping van het aantal woningen in opbouw, van de vastgoedtransacties met 10 à 15% en van een daling van de woningprijzen met 5 à 10% (op jaarbasis zijn die momenteel zo goed als onveranderd). De consensus gaat echter nog steeds uit van een reële groei van 5,5% in 2022 (na +8,3% in 2021), wat in de huidige context erg optimistisch lijkt. De beleggers zullen dan ook niet blij zijn indien de BBP-groei slechts 4% (in volume) zou bedragen.

**Gezien het gewicht van China in de groei van de wereldeconomie (ongeveer 30 à 40%) en zijn hoog grondstoffenverbruik, zal een vertraging van de Chinese groei uiteraard niet zonder gevolgen blijven voor de rest van de wereld.** Het verzwakt eveneens de dynamiek van de Zuidoost-Aziatische landen die deel uitmaken van de productieketen. Naast de crisis van de vastgoedontwikkelaars is er ook een energiecrisis (talrijke stroomtekorten als gevolg van de rantsoenering van de elektriciteitsdistributie door de plaatselijke autoriteiten), wat ertoe leidt dat de productie tijdelijk wordt stopgezet (Morgan Stanley berekent dat dit 1% groei zal kosten in het 4e kwartaal). Dit maant ons aan tot voorzichtigheid voor de korte termijn, althans totdat Beijing besluit zijn economie krachtiger te ondersteunen en de fase van toegenomen regulering voorbij is. Wij moeten echter toegeven dat de waardering van Chinese aandelen opnieuw aantrekkelijk is voor de lange termijn (koers/verwachte winstverhouding '21 voor de MSCI China is nu lager dan 15).

## MOETEN WE ONS ZORGEN MAKEN OVER DE WINSTGROEI?

De iets hoger dan verwachte inflatie, de door aanbodbeperkingen verzwakte groei, China en ten slotte de begrotingsproblemen in de VS (zie hieronder) vormen natuurlijk geen gunstige cocktail voor de beurzen. We blijven echter geloven in het tijdelijk karakter van de inflatieopstoot gezien de komende kwartalen een normalisatie zou moeten volgen uit een geleidelijke verhoging van de capaciteit om knelpunten aan te pakken inzake energie, halfgeleiders, maritiem goederentransport, enz.). Toch blijft de fundamentele vraag in dit stadium welke economische groei te verwachten in 2022 gezien die bepalend zal zijn voor het traject van de bedrijfswinsten. Het goede nieuws is ongetwijfeld dat de pandemie verder neigt af te zwakken, wat zelfs in Zuidoost-Azië wordt bevestigd (deze regio is van essentieel belang voor de goede werking van de waardeketen). Ook is de spaarquote in de OESO nog steeds tweemaal zo hoog als vóór de pandemie, de mobiliteit van de economieën is nog niet volledig terug op het niveau van vóór de crisis, de financiële situatie van de bedrijven blijft gunstig (zie de spreads op de obligatiemarkten) en in vele bedrijfstakken tekent zich een nieuwe cyclus van capaciteitsinvesteringen en modernisering af, wat ten eerste een

ondersteunende factor is voor de productiviteitswinsten en de toekomstige groei. In dit stadium weigeren wij derhalve een pessimistisch standpunt in te nemen (cf. stagflatiescenario). De consensusverwachting inzake de bedrijfswinsten voor 2022 (een groei van ongeveer 10% in zowel Europa als de VS na respectievelijke stijgingen van 55% en 45% in 2021) lijkt ons volkomen geloofwaardig.

Twee belangrijke kwesties moeten echter nauwlettend in het oog worden gehouden. De eerste kwestie, namelijk de uitdagingen in China, hebben we reeds besproken. De tweede kwestie betreft de stimuleringsprogramma's in de VS. De overwinning van Joe Biden in november 2020 kan de politieke spanningen in het Congres tussen de progressieve en centristische vleugel van de Democratische Partij niet langer verhullen. Tussen maart 2020 en maart 2021 zijn drie ambitieuze stimuleringspakketten goedgekeurd (de eerste twee onder het presidentschap van Donald Trump) voor een totaalbedrag van USD 4.800 miljard. Die plannen hebben een doorslaggevende rol gespeeld bij het herstel van de Amerikaanse economie die in de greep was van de pandemie

en de mobiliteitsbeperkingen. Zij hebben geleid tot een ongekeerde stijging van de overheidsschuld die nu een verhoging van het schuldenplafond vereist; de Republikeinen verzetten zich daar echter tegen gezien ze bezorgd zijn over de kosten veroorzaakt door de sociale agenda van het Witte Huis. Naast deze blokkering die tegen 18 oktober moet zijn opgeheven om de Schatkist in staat te stellen haar vervallen schulden terug te betalen (de financiering van de federale begroting is gegarandeerd tot 3 december), is er vooral het uitstel betreffende de twee nieuwe stimuleringsprogramma's. Voor het eerste stimuleringspakket, dat betrekking heeft op infrastructuur, was er een tweepartijenakkoord voor USD 550 miljard terwijl het tweede, dat de sociaal georiënteerde verkiezingsbeloften van Joe Biden bundelt, goed is voor USD 3.500 miljard. Terwijl het Witte Huis wil dat de twee plannen gelijktijdig worden goedgekeurd, weigeren twee centristische Democratische senatoren voor het tweede sociale plan te stemmen en weigert de progressieve vleugel echter het infrastructuurprogramma te steunen zonder een garantie over

het tweede plan. Deze politieke impasse, die terzelfdertijd de kwetsbaarheid van de Democraten aantoonde voor de tussentijdse verkiezingen van 2022, wakkert de bezorgdheid van de beleggers aan over het groeitraject voor de komende kwartalen (negatieve netto begrotingsimpuls in 2022 van ongeveer 5% van het BBP indien de twee stimulusplannen niet doorgaan; Bron: Les Cahiers Verts de l'Economie, Catallaxis september 2021). Deze stimuleringsplannen die over verschillende jaren zullen worden gespreid, wegen nog steeds ongeveer 20% van het BBP van de VS.

Die vragen omtrent de economische groei in 2022 kunnen uiteraard niet los worden gezien van de vragen over de normalisering van het beleid van de centrale banken. Het lijkt ons duidelijk dat de monetaire autoriteiten met de grootste omzichtigheid zullen optreden indien de economische en werkgelegenheidsdynamiek niet aanwezig is.

## CONCLUSIE

**Niettegenstaande we ons mogen verwachten aan een hogere volatiliteit door de verschillende bronnen van zorgen, laat de waardering van de belangrijkste beurzen – gebaseerd op de consensusramingen voor 2022– ons in dit stadium toe een gunstige visie op aandelen te handhaven (+/- 5% verwacht vrije kasstroomrendement voor 2022, wat overeenkomt met het historisch gemiddelde).**

Voor volgend jaar zien we twee mogelijke scenario's. Het eerste scenario gaat uit van een goede economische dynamiek (consensus: stijging van het BBP op wereldniveau met 5,9% in 2021 en 4,5% in 2022) in combinatie met een inflatoire druk die iets sterker is dan verwacht maar niet uit de hand loopt (afvlakking en vervolgens vertraging van de consumentenprijzen als gevolg van een beter evenwicht tussen vraag en aanbod op de energiemarkten, ook blijft de loonstijging lager dan de productiviteitsstijging). In dit ideale scenario voor de groei van de bedrijfswinsten (stijgende omzet en op peil blijvende marges) normaliseren de centrale banken zeer geleidelijk hun monetair beleid. De Fed zou daarbij voor het jaareinde met haar tapering beginnen maar zonder een inkrimping van haar balans of een sterke druk op de langetermijnrente. Dit scenario is uiteraard gunstig voor aandelen in het algemeen en meer in het bijzonder voor sectoren die bekend staan als "value" (financiële instellingen, energie, cyclische bedrijven in de industrie, grondstoffen, ...) en die minder te lijden hebben onder de stijging van de langetermijnrente. Het tweede scenario is

minder inspirerend voor de economische groei: de consensus blijft de groei daarbij neerwaarts herzien onder invloed van de zwakkere Chinese economie, de ontoereikende Amerikaanse fiscale stimuli, een groter dan verwachte impact van de hoge energieprijzen op de vraag en ten slotte de aanhoudende productiebeperkingen in de waardeketens. Dit scenario is a priori niet gunstig voor risicovolle activa, in het bijzonder niet voor de Amerikaanse activa. In dat geval denken we echter dat de monetaire autoriteiten het tempo van de normalisering van hun monetair beleid zullen vertragen, wat er op zich toe zou moeten leiden dat de reële rentevoeten voor langere tijd negatief blijven, of toch ten minste veel lager dan de economische groei. Beleggers zouden op die manier opnieuw geconfronteerd worden met het ontbreken van een valabel alternatief voor aandelen ("TINA") en zouden zo gedwongen worden weer een belangrijke weging te voorzien voor aandelen, met een voorkeur ongetwijfeld voor het groeitema en voor defensieve aandelen (technologie, farmaceutische bedrijven, nutsbedrijven, enz.). **Het is nog wat vroeg om te weten welke van de twee vermelde scenario's de bovenhand haalt; veel zal immers afhangen van de politieke beslissingen die de komende weken in Peking en Washington zullen worden genomen. Beleggers moeten daarom een gepaste geografische en sectorale spreiding in hun portefeuilles aanhouden en risicoconcentraties vermijden. Longposities in volatiliteit (afdekking via putopties op beurs indexen) worden behouden.**

---

## 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/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 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](http://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 markontwikkeling. 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.**