



Geschreven op 4 oktober 2022

MAANDELIJKSE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

SEPTEMBER: DE GROTE RESET

"We manen aan tot grote voorzichtigheid 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... Hoewel de markten tijdens de zomer echt geloofden dat de berenmarkt voorbij was, was dat minstens voorbarig te noemen. 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 zeepbeleeconomie die de financiële markten sinds de subprimecrisis van 2008 heeft aangedreven, ver achter ons, iets wat veel beleggers met moeite kunnen aanvaarden." Dit was de conclusie van onze analyse van vorige maand.

September was immers de maand waarin beleggers hun verwachtingen voor de rente, de economische groei en de bedrijfswinsten moesten bijstellen. Terwijl deze aanpassing, met haar brutale gevolgen (een daling met ongeveer 10% van de belangrijkste beursindexen en een sterke stijging van de reële rente), goed op weg lijkt te zijn voor de kortetermijnrente in dollar, na de jongste verstrakking van de monetaire voorwaarden door de Amerikaanse centrale bank, is het proces waarschijnlijk nog niet voltooid voor de winstverwachtingen van de bedrijven, die afhankelijk zijn van de evolutie van de wereldwijde activiteit. Als de oorlog in Oekraïne de stress en de onzekerheid niet ernstig verhoogt, zouden wij voorzichtig kunnen overwegen om risicovolle activa bij te kopen die in sommige sectoren waarderingen bieden die al doen denken aan een recessiescenario dat steeds moeilijker af te wenden lijkt.

HET BELANG VAN DE REËLE RENTE

Sinds de oplossing van de *subprimecrisis* zetten de markten steeds in op de Fed put (US Federal Reserve). In een klimaat van lage inflatie - en soms zelfs deflatie - hebben beleggers lang vertrouwd op het zeer versoepelende monetaire beleid en de reactie van centrale banken op de geringste ernstige waarschuwing. Afgezien van enkele pogingen tot normalisatie, waarvan sommige snel in de kiem werden gesmoord, lag de korte rente lange tijd dicht bij 0%, terwijl de lange rente onder de nominale groei van de economie bleef, wat de financiering ervan vergemakkelijkte en de solvabiliteit van de economische actoren met schulden, met name die van de staten, garandeerde. In de VS schommelt de reële 10-jarige rente (het verschil tussen de rente op Treasuries en de verwachte inflatie over een periode van 10 jaar) al geruime tijd tussen -1% en 1% (met een korte beweging boven dit niveau eind 2018 voordat de Fed begin 2019 een stap terugzette). De pandemie heeft die reële rente op ongeveer -1% gebracht, waardoor de marktwaardering van alle financiële activa, met name degene die het gevoeligst zijn voor veranderingen in de langetermijnrente, is gestegen.

We mogen nooit uit het oog verliezen dat de uitzonderlijke prestaties van de beursindexen sinds maart 2020 niet alleen te danken zijn aan de positieve schok voor de winstgevendheid van bedrijven als gevolg van het economisch herstel en de inflatie - wat beleggers de "pricing power" van bedrijven noemen. De groei van de bedrijfswinsten en de stevige

winstmarges verklaren niet alles. Het verdwijnen van de termijnpremie op de obligatiemarkten (verlaging van de rente op langlopende obligaties door het beleid van kwantitatieve versoepeling) heeft een belangrijke rol gespeeld bij de stijging van de waarderingmultiples, vooral in de VS (hoge weging van groeisectoren). Dit was de triomf van de "TINA" mantra (acroniem voor "there is no alternative"), dat beleggers ertoe aanzette meer risico te nemen terwijl de reële rendementen op zogenaamd risicoloze activa (staatsobligaties, maar ook *investment grade* bedrijfsobligaties) negatief waren. Het enthousiasme voor groeiaandelen gedreven door de digitale en energietransities heeft geleid tot waarderingbubbels die sinds eind 2021 leeggelopen zijn (cloudaandelen, cryptomunten, klimaatverandering, enz.). De kracht van de marktinerie, waarover wij sinds het voorjaar spreken en die grotendeels profiteerde van de heropening van de economieën na Covid, is grotendeels verdwenen. Het actuair rendement van de 10-jarige Amerikaanse schatkistobligatie ligt rond de 3,75% (+100 basispunten sinds begin augustus). De reële 10-jarige rente in dollar naderde 2%, het hoogste niveau sinds 2009, alvorens terug te vallen naar 1,5%! Er is duidelijk niets uitzonderlijks aan de daling van de indexen, zelfs als we de oorlog in Oekraïne buiten beschouwing laten. **De dagelijkse schommeling van de reële rente in de VS is verantwoordelijk voor bijna alle schommelingen in Amerikaanse aandelen.** De eerste beursessies van oktober zijn vanuit dit oogpunt bijzonder verhelderend.

HET GOEDE NIEUWS: DE GELOOFWAARDIGHEID VAN DE CENTRALE BANKEN BLIJFT INTACT

Niet onterecht werd de centrale banken verweten te traag te hebben gereageerd op de inflatie die al voor de uitbraak van het conflict in Oekraïne aan het stijgen was, maar sindsdien hebben ze herhaaldelijk verklaard dat ze 100% inzetten op prijsstabiliteit. De verstrakking van het monetaire beleid wil dus de vraag beperken die tijdens de pandemie kunstmatig werd ondersteund door een ultra-expansief budgettaire en monetaire beleid. **De monetaire autoriteiten aanvaarden dus het risico van een recessie om te voorkomen dat de verwachtingen van de economische actoren ontsporen**, waardoor de structurele inflatie op een traject van ver boven de 2% per jaar zou komen (sommige economen vermelden het risico van een inflatie van ongeveer 5% per jaar).

Het goede nieuws is dat verschillende factoren die de inflatie aanjagen, sinds afgelopen voorjaar zijn verzwakt, hoewel de kerninflatie (exclusief energie en voedsel) de voorspellers negatief blijft verrassen. In onze maandelijkse nota van vorige maand hebben wij reeds melding gemaakt van de normalisatie van de waardeketens (kortere leveringstermijnen, ontstopping van de havens, lagere vrachtprijzen, enz.) en de correctie van de grondstoffenprijzen (aardolie, industriële metalen), die hoofdzakelijk kan worden verklaard door de matiging van de wereldvraag en de vrees voor een recessie. Deze daling van de grondstoffenprijzen doet vermoeden dat de inflatie in de komende maanden zal vertragen (basiseffecten). De scherpe prijsstijgingen in de nasleep van de pandemie, toen kopers zich meer zorgen maakten over de toegang tot essentiële goederen voor hun behoeften, ongeacht de prijzen die de producenten berekenden, liggen achter ons. Ter illustratie: in de VS zijn de prijzen van timmerhout dat in de bouw wordt gebruikt met 70% gedaald sinds het hoogtepunt in maart, nadat ze tijdens de pandemie waren verdrievoudigd. De sterke stijging van de hypotheekrente (de 30-jarige rente heeft 6,7% aangetikt, tegen 3% een jaar geleden) heeft de woningbouwmarkt aanzienlijk doen vertragen.

Kortom, **de interventies van de Amerikaanse centrale bank lijken de economie effectief af te remmen** (zoals blijkt uit de laatste PMI-indicatoren voor de industriële activiteit) **en de prijzen te drukken**. We moeten echter voorzichtig blijven met betrekking tot de onderliggende inflatie, die nog steeds wordt aangewakkerd door de nog steeds krappe arbeidsmarkt en de huurprijzen, die bijna 15% uitmaken van de index van consumptieprijzen die de Fed vooral opvolgt, en die slechts met een vertraging van enkele kwartalen reageert op de huizenprijzen. De kerninflatie zal naar verwachting veel minder snel dalen dan de totale inflatie die rechtstreeks door de energieprijzen wordt beïnvloed.

CONCLUSIE

Door de hoge inflatedruk **wordt een economische recessie in de komende maanden het meest waarschijnlijke scenario**. De inertie-effecten als gevolg van het einde van de pandemie zijn bijna verdwenen. Terwijl de meest cyclische sectoren op de beurs worden gewaardeerd tegen multiples die dit moeilijkere klimaat weerspiegelen, moeten de winstverwachtingen onverbiddelijk verder omlaag. De beursindexen zullen verder worden beïnvloed door de evolutie van de reële rente en waarschuwingen over bedrijfsresultaten (bv. Nike, FedEx, enz.). Doorgewinterde beleggers weten dat marktdieptepunten gewoonlijk ongeveer zes maanden voor een recessie worden bereikt. Als de oorlog in

Veel **beleggers vrezen dat de Europese Centrale Bank (ECB) een gelijkaardig verkrappend monetair beleid zal voeren, wat momenteel nog lang niet het geval is** (sterk negatieve reële rente op korte en middellange termijn, geen inkrimping van haar balans), terwijl de inflatieschok aan deze zijde van de Atlantische Oceaan in de eerste plaats verband houdt met de energiecrisis, die verantwoordelijk is voor ongeveer de helft van de prijsstijging in de eurozone in het afgelopen jaar. Ze mogen echter niet vergeten dat **de ECB geen enkele steun krijgt van de overheid**, die het budgettaire wapen blijft gebruiken om de economie te ondersteunen. 2 tot 2,5% van het Europese bbp wordt door de overheid uitgegeven om de consumenten (huishoudens, industrieën) prijsplafonds en steunmaatregelen om de vraag aan te zwengelen aan te bieden. **De positie van de ECB is dus veel minder comfortabel dan die van de Amerikaanse centrale bank**, die in haar strijd tegen de inflatie wordt geholpen door de federale regering, die eveneens een krasser begrotingsbeleid voert. **Het risico dat de inflatie in Europa verankerd raakt, is dus niet volledig weggeëbd**. De zwakte van de euro ten opzichte van de dollar en het wegvallen van de productiviteitswinsten (onvoldoende om de stijging van de productiekosten per eenheid te beperken) doen er ook geen goed aan. In tegenstelling tot de Federal Reserve staat de **geloofwaardigheid van de ECB duidelijk op het spel**.

Terugvallende inflatieverwachtingen...

... dankzij het krachtdadige optreden van de centrale banken, ja, maar we denken ook aan de alomtegenwoordige situatie in het Verenigd Koninkrijk: de Bank of England moest haar anti-inflatiebeleid inperken om een financiële crisis te voorkomen die werd veroorzaakt door het vreemde macro-economische beleid van de nieuwe conservatieve regering onder leiding van de Thatcheriaanse premier Liz Truss. Onlangs begonnen sommige beleggers te hopen dat het optreden van de Bank of England het pad zou effenen voor meer terughoudendheid van centrale banken die geacht worden zich in te spannen om een ernstige financiële crisis te voorkomen. Wij menen dat dit momenteel ijdele hoop is zolang de inflatie niet snel afneemt. Laten we de doelstelling van de Fed en de ECB niet vergeten: een terugkeer van de inflatie naar 2% in 2024 tegen 8 tot 10% nu. **In deze fase lijkt het voorbarig en gevaarlijk om al in 2023 op een radicale wijziging van het monetaire beleid te rekenen** (verlaging van de beleidsrente), of zelfs op het begin van een meer versoepelend monetair beleid in de nabije toekomst. Het Britse fiasco, dat het utopische project van een nieuw "Singapore aan de Theems" voorgoed een utopie maakte, kan niet dienen als lakmoesproef voor het voorspellen van de belangrijkste wereldwijde centrale banken.

Oekraïne de onzekerheid niet zou vergroten, zouden we kunnen zeggen dat **de aandelenmarkten waarschijnlijk dicht bij het koopniveau** staan, op voorwaarde natuurlijk dat de reële rente stabiliseert en men een beleggingshorizon van minstens drie tot vijf jaar aanhoudt. Europese aandelen worden gewaardeerd op slechts 11 keer hun verwachte winst in 2023 bij een gemiddeld dividendrendement van meer dan 3,5%. Dit lijkt op het eerste gezicht zeer aantrekkelijk. De energieschok heeft echter het concurrentievermogen van de eurozone aanzienlijk verzwakt. Geen competitieve industrie zonder goedkope en overvloedige energie! In de VS zijn aandelen opnieuw veel redelijker gewaardeerd (15,6 maal de geraamde

winst voor 2023, wat overeenstemt met het gedrag van de reële rente). De winstverwachtingen zijn echter nog steeds optimistisch (+6% volgend jaar) tegen de achtergrond van striktere financiële voorwaarden; de marges zullen naar verwachting dalen (lagere pricing power, loondruk, afnemende vraag naar goederen, sterke dollar). Daarom verwachten wij dat de

verwachtingen voor de komende weken (resultatenseizoen van het derde kwartaal) verder bijgesteld zullen worden. Kortom, **wij blijven voorzichtig en hanteren tegelijkertijd een meer opportunistische visie op de markten** (beperkt neerwaarts potentieel voor indexen, profiteren van instapmomenten tussen nu en het einde van het jaar).

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 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 marktvolatiliteit. 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.