



Geschreven op 3 november 2022

MAANDELIJKE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

GEDULD IS EEN SCHONE ZAAK

Pessimisme bleek ongegrond in oktober. Terwijl veel beleggers een rampzalige maand hadden verwacht, ondersteunden verschillende meevallers en enkele soms onverwachte factoren de belangrijkste beursindexen.

- De markten verwelkomden de premierwissel in het Verenigd Koninkrijk en de budgettaire ommekeer, wat leidde tot een sterke daling van de obligatierente.
- De groothandelsprijzen voor aardgas in Europa zijn aanzienlijk gedaald op de spotmarkt.
- De Italiaanse parlementsverkiezingen en de benoeming van Giorgia Meloni tot premier hebben niet geleid tot een toename van de volatiliteit op de staatsobligatiemarkten van de eurozone (lichte daling van het renteverskil tussen Italiaanse en Duitse staatsobligaties). Beleggers verwachten een zekere continuïteit in de betrekkingen met de Europese Unie en in het economisch beleid van de nieuwe regeringscoalitie (11 van de 24 ministers maakten al deel uit van de laatste regering-Berlusconi van 2008-2011).
- De markten profiteerden ook van het nieuws rond de interne debatten van de Amerikaanse Federal Reserve over de mate van de verdere monetaire verkrapping, wat niet belette dat de rente op 10-jarige staatsobligaties de 4% overschreed en de 30-jarige hypotheekrente het hoogste peil in twintig jaar bereikte, namelijk 7%! Tijdens de laatste vergadering van het Federal Open Market Committee herhaalde Fed-voorzitter Jerome Powell terloops zijn vaste voornemen om de inflatie te bestrijden, waardoor het vooruitzicht van een pivot of zelfs een pauze in het verkrappingsproces werd uitgesteld.
- Het resultaatenseizoen van het derde kwartaal bevestigt het verwachte scenario van een economische vertraging, waarbij de consensusverwachtingen geleidelijk aan worden verlaagd. Beleggers zijn doorgaans niet verrast door het feit dat de bedrijfsleiding zich voorzichtiger uitlaat. Uiteindelijk zijn er nog heel wat geruststellende resultaten in uiteenlopende sectoren als het bankwezen, de chemie, kapitaalgoederen, autofabrikanten, energie, telecommunicatie en de luxegoederensector.

Er is echter een einde gekomen aan het statuut van veilige haven van de GAFAM-aandelen (acroniem voor Alphabet - moederbedrijf van Google -, Apple, Meta - moederbedrijf van Facebook -, Amazon en Microsoft), een status die tijdens de gezondheidscrisis werd verworven, alsook van sommige andere Nasdaq-leiders die vooral te lijden hebben onder hun overwaardering in een omgeving van sterk stijgende reële rentevoeten (Apple blijft voorlopig een uitzondering).

Het enige wat echt zorgen baart voor de toekomst van de Chinese economie, het wereldwijde geopolitieke klimaat, en de blootstelling van talloze Westerse ondernemingen aan China, is de uitkomst van het 20e Congres van de Communistische Partij van China. Die bekrachtigde de ruk naar een uiterst links en nog krachtiger leiderschap van Xi Jinping, die werd herbenoemd tot partijleider, en het grote belang dat wordt gehecht aan de nationale veiligheid, mogelijk ten koste van economische ontwikkeling.

DE POSITIEVE FACTOREN MOGEN ONS DE GROTE UITDAGINGEN NIET DOEN VERGETEN

De weinige gebeurtenissen die de markten de afgelopen weken hebben ondersteund, zijn uiteraard welkom. **Dat neemt echter niet weg dat het klimaat onrustwekkend blijft**, met name een combinatie van oorlog, een inflatieschok die in dertig jaar niet meer is voorgekomen, de energiecrisis in Europa, een aanzienlijke verkrapping van de financiële voorwaarden onder invloed van het monetaire beleid (met name van de Federal Reserve) en ten slotte een min of meer uitgesproken economische groeivertraging. Wat de prijzen betreft, is het de **hardnekkige kerninflatie** (exclusief energieprijzen) die een heuse uitdaging vormt voor de centrale banken (+6,6% in de Verenigde Staten over een jaar), terwijl de piek van de headline inflatie waarschijnlijk al voorbij is. Deze hardnekkigheid

weerspiegelt de bredere verspreiding van de inflatie in de economie, nog steeds sterke arbeidsmarkten (vooral in de VS) en lonen die met 5-6% per jaar stijgen. Vergeet niet dat de Fed en de Europese Centrale Bank (ECB) ernaar streven de totale inflatie tegen 2024 terug te brengen tot 2%, wat niet gemakkelijk zal zijn. De recente toelichtingen van Jerome Powell, die de markten eerder als hawkish beschouwen (geassocieerd met een restrictief beleid), zijn ondubbelzinnig: de Fed zal haar verkrappingsbeleid voortzetten (hoofddoelstelling is nu 5% in 2023 tegenover 3,75-4% na de FOMC-vergadering van 2 november) om de inflatiedruk te bestrijden (zonder evenwel uit te sluiten dat het proces minder intensief en snel wordt). In dit verband wijzen wij op de groeiende kloof tussen het beleid

van de ECB en dat van de Fed. Het proces van verstrakking van de financiële voorwaarden is in de eurozone veel minder ver gevorderd. De ECB is nog steeds niet begonnen met de afbouw van haar balans. De begrotingssteunplannen (verschillende punten van het bbp) en de zwakte van de euro helpen de Europese monetaire autoriteiten niet in hun strijd voor prijsstabiliteit.

Wat de economische activiteit betreft, zijn er steeds meer tekenen die wijzen op een **afkoeling voor de komende maanden**, waarschijnlijk al aan het eind van het jaar in Europa (Duitsland is al in een recessie beland), en later in de Verenigde Staten. De Chinese economie blijft teleurstellend (vastgoedcrisis, zero Covidstrategie, bocht naar links die de innovatie-inspanning dreigt te fnuiken, Amerikaanse sancties in nieuwe technologieën). Tot nu toe was de wereldeconomie veerkrachtig dankzij de inertie van de post-Covideffecten (heropening van de economieën, herstel van de dienstensectoren, met name in het toerisme), maar deze drijvende krachten vertragen duidelijk. De plotselinge verkrapping van de financiële voorwaarden in economieën waarin de overheid en privésector vaak hoge schulden torsi, in combinatie met de forse verslechtering van de koopkracht van de huishoudens, waarvan de inkomens – op enkele uitzonderingen na – de inflatie niet perfect bijhouden, wijst op een tamelijk somber scenario. De wereldwijde volumegroei van 2,3% volgens de consensus voor 2023 (vergeleken met 2,9% voor het jaar en 5,8% voor 2021) is geen goed nieuws voor de potentiële groei van de bedrijfswinsten. Aan het begin van het jaar verwachtte de consensus onder economen een groei van 4,4% voor het lopende jaar; de abruptheid van de vertraging is opmerkelijk.

Op **zeer korte termijn** kunnen we uiteraard profijt trekken van **enkele gunstige ontwikkelingen**. In de inleiding noemden we de spotmarktprijzen voor aardgas in Europa, die de uitzonderlijk zachte temperaturen tot eind oktober en de succesvolle aanvulling van de strategische reserves

weerspiegelen (onlangs zouden sommige gastankers die voor de Europese kust lagen moeite hebben gehad om afnemers van LNG te vinden). Behoudens extreem slecht weer zouden de Europeanen genoeg gas moeten hebben tijdens de winter. Toch zullen er volgend voorjaar opnieuw vragen rijzen over de continuïteit van de voorziening en de prijzen. De gasprijzen zullen ten minste twee jaar hoog blijven omdat de nieuwe LNG-infrastructuur die moet helpen om de doelstelling te halen om 100% van het in Europa ingevoerde Russische gas te vervangen, waarschijnlijk niet vóór 2025 operationeel zal zijn. Gezien de noodzakelijke investeringen eisen de bedrijfsleiders bovendien zichtbaarheid op lange termijn, met andere woorden dat deze infrastructuur gedekt zijn door leveringscontracten voor ten minste tien of vijftien jaar, wat momenteel niet het geval is (dit verklaart ook de grote voorzichtigheid van de gasproducerende landen, die de Europese Unie met scepsis gadeslaan, met name wat betreft het mechanisme van de maximumprijs, dat er uiteindelijk niet doorkwam). We mogen evenmin de factoren over het hoofd zien die de olieprijs de komende weken zouden moeten ondersteunen: het embargo op Russische olie zal pas eind december volledig van kracht worden. De chronische onderinvesteringen in de oliesector sinds 2015 en de zeer lage OPEC-reserv capaciteit (om nog maar te zwijgen van de hernieuwde hoge geopolitieke risico's in Iran en Irak) wijzen op aanhoudende prijsdruk in de komende maanden. Het meest pijnlijke scenario voor de Europese consumenten is een mogelijk herstel van de Aziatische vraag naar olie en LNG volgend jaar, met name vanuit China, dat in 2022 uitzonderlijk zwak is. Het zijn immers de beperkingen waartoe Peking in het kader van zijn zero-Covid-strategie heeft besloten, die grotendeels verklaren waarom Europa in staat is in geval van nood meer dan 40% van het vóór de oorlog ingevoerde Russische gas te vervangen door LNG dat over zee wordt aangevoerd. Een opleving van de Chinese activiteit volgend jaar zou Europa van LNG-tankers ontdoen, of op zijn minst de concurrentie tussen geografische gebieden voor toegang tot energie vergroten.

CHINA IS NIET MEER HET CHINA VAN DE JAREN 2010

Wat toelichting over China is uiteraard nodig na het debacle van de Chinese aandelen na afloop van het 20e PCC-congres. **De overname van het staatsapparaat door Xi Jinping is geen goed nieuws** voor internationale beleggers. Het stelt immers het door Deng Xiaoping in de jaren tachtig ingevoerde systeem van collegiaal bestuur en de bureaucratische meritocratie binnen de PCC in vraag. Toch konden dankzij dit beleid de bestende afgelopen dertig jaar China besturen, en kon wetenschappelijke en technologische innovatie floreren (vooraanstaande Chinese geleerden hebben de PCC vaak vergeleken met het keizerlijke corps van geletterde ambtenaren). De terugkeer naar de dictatuur van één leider is een terugblik op de donkere dagen van het Mao-tijdperk. De perikelen rond Taiwan, die haaks staan op de legendarische voorzichtigheid van Peking, versterken het isolement van China (Amerikaanse sancties die onvermijdelijk zijn ontwikkeling zullen afremmen) en zetten het verschijnsel van "deglobalisering" in de verf. De eliminatie van dissidenten en afwijkende stemmen binnen het Politburo en zijn Permanent Comité doet de vraag naar het bestuur rijzen die reeds werd opgeworpen door het ondoeltreffende nul-Covid-beleid, de verslechtering van de betrekkingen met het Westen alvorens technologische en wetenschappelijke autarkie te bereiken, de

steeds onhandiger toenadering tot het Rusland van Vladimir Poetin, het verzet van vele landen tegen het hegemoniale project van de Nieuwe Zijderoute en de moeilijkheden bij de overgang van een exportgerichte economie naar een op binnenlandse consumptie gerichte economie. Anderzijds is er weinig vooruitgang geboekt op het gebied van sociale bescherming en er geen oplossing is gevonden voor het dringende vraagstuk van de vergrijzing. Op zeer korte termijn kunnen Chinese aandelen op sleeptouw worden genomen door het vooruitzicht van een uitweg uit de Covid-crisis (*relief rally*). Op langere termijn is het feit dat leden van het Politbureau die als liberaal, hervormingsgezind en bekwaam worden beschouwd om de nationale economie te sturen buitenspel worden gezet, misschien wel het meest negatieve signaal voor internationale beleggers. **De waarderingskloof tussen Chinese activa** (geschatte koers-winstverhouding over 12 maanden van ongeveer 10) **en aandelen uit de liberale democratieën** (gemiddelde koers-winstverhouding van ongeveer 15), **zal waarschijnlijk niet kleiner worden**. Die weerspiegelt een grotendeels verdiende politieke risicopremie die al is aangewakkerd door de aanscherping van de regelgeving in 2020-2021.



CONCLUSIE

Begin oktober hebben wij ons zeer voorzichtige standpunt afgezwakt door erop te wijzen dat de markten vanuit een langetermijnperspectief waarschijnlijk koopwaardig zijn, mits de reële rente niet verder stijgt. De reële 10-jarige rente in dollar heeft zich sindsdien gestabiliseerd tussen 1,5% en 2%. Ook al heeft de Fed de verkrappingscyclus van haar monetaire beleid nog lang niet voltooid, de standvastigheid van de Amerikaanse centrale bank in haar strijd tegen de inflatie en de doelstelling van een beleidsrente van 5% in 2023 geven visibiliteit aan beleggers die er nog steeds van overtuigd zijn dat de inflatiedoelstellingen van de centrale banken in 2024 bijna bereikt zullen zijn (wij zijn echter van mening dat dit onderwerp in de eurozone nog lang niet definitief van tafel is).

Stabiele reële rentes zijn een belangrijke factor voor de aandelenmarkten. **Maar er is nog meer.** De winstdynamiek die wordt bepaald door het economische groeiprofiel is de andere bepalende factor. De consensusaanpassing van de bedrijfswinsten begint eindelijk aan te sluiten bij het scenario van een korte wereldwijde recessie tussen eind 2022 en voorjaar 2023. Die aanpassing is waarschijnlijk nog niet voorbij. Het is met andere woorden **te vroeg om op korte termijn te denken dat de beursindexen een nieuwe stijgingscyclus zullen inzetten.**

De marktwaardering is geen katalysator voor aandelenprestaties; zij bepaalt alleen het verwachte langetermijnrendement. **De markten zullen inderdaad krachtige en zo mogelijk gesynchroniseerde incentives** nodig hebben in de vorm van inflatiecijfers die eindelijk gunstig worden (met name in termen van kerninflatie), waardoor we kunnen denken dat het monetaire verkrappingsproces (of zelfs de overgang naar een verlaging van de basisrente) mogelijk ten einde is, en dat de voorlopende indicatoren van de economie niet langer verslechteren, wat wijst op een bodem in de winstcyclus van de bedrijven. In het beste geval is het een kwestie van een paar maanden. In het licht van de recente marktontwikkelingen zijn er echter steeds meer beleggingskansen. De waardering van veel beursgenoteerde ondernemingen weerspiegelt reeds het scenario van een sterke verslechtering van het economisch klimaat.

Hoewel wij denken dat **dit enerzijds geen goed moment is om de weging van naar risicovolle activa aanzienlijk uit te breiden** (laten we de oorlog in Oekraïne niet vergeten), en dat anderzijds de rendementen op risicovrije activa aantrekkelijke alternatieven bieden (het einde van de TINA-mantra voor "er is geen alternatief", vooral op de Amerikaanse markt), zullen geïnformeerde beleggers niet aarzelen om de beste kansen te grijpen.

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/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 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.