



Opgesteld op 7 december 2022

MAANDELIJKE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

ZAL 2022 IN SCHOONHEID EINDIGEN?

Beleggers waren in de wolken met de laatste consumentenprijsindexen, die erop wijzen dat de weg naar **desinflatie in de VS is ingezet** (Amerikaanse aandelen zijn sinds midden oktober met meer dan 10% gestegen). De recente opmerkingen van Federal Reserve voorzitter Jerome Powell doen beleggers hopen dat de verkrapping van het **monetair beleid zal milderen**. Toch blijft de **arbeidsmarkt zorgwekkend** sterk (weinig ontslagen in de privésector in dit stadium van de cyclus, lichte loonstijgingen). Volgens de berekeningen van de Fed is er nog steeds een tekort van 3,5 miljoen werknemers. Dat verklaart waarom bedrijven terughoudend zijn om hun werknemersbestand af te bouwen, ondanks de druk op hun winstmarges.

Onder druk van de sociale onrust heeft China besloten zijn gezondheidsbeperkingen te versoepelen, wat beleggers opnieuw doet **hopen op een economisch herstel** voor de komende maanden. 2022 was voor China immers een bijzonder teleurstellend jaar.

Tegen de achtergrond van de wereldwijde energiecrisis heeft de klimaatconferentie van Sharm el-Sheikh (**COP27**) eerder matige resultaten opgeleverd inzake de engagementen om de uitstoot van broeikasgassen te verminderen. Er werd vooral gewezen op de **kloof tussen de enorme investeringsbehoeften** in de energiesector tegen 2030 en de **ontoereikendheid van deal toegewezen projecten** in de sector van hernieuwbare energie en energietransitie (aardgas, kernenergie). Die kloof zet het Parijse Klimaatakkoord uit 2015 verder op de helling. Op kortere termijn zijn er veel redenen om ervan uit te gaan dat de olie- en gasmarkten in 2023 krap zullen blijven.

Na de opleving van de afgelopen weken is **de Amerikaanse aandelenmarkt weer vrij duur** (18 keer de verwachte winst van 2023). Het huidige niveau is alleen te rechtvaardigen als we een korte en milde recessie krijgen die gepaard gaat met een snel desinflatieproces. Zo kan de Fed overwegen om haar verkrappingscyclus stop te zetten, gevolgd door een eventuele pivot (versoepeling) vanaf de tweede jaarhelft van 2023. **Europese activa bieden meer waarde.**

DESINFLATIE EN DE PIVOT VAN HET MONETAIRE BELEID IN DE VS

Beleggers reageerden heftig op de bekendmaking van de inflatiecijfers van oktober in de VS. Met een stijging van de CPI (*consumentenprijsindex*) met 7,7% op jaarbasis, tegenover een verwachte stijging met +8% en een index van +8,2% de vorige maand, zagen de markten de **prille tekenen van desinflatie**. De onderliggende CPI-index (exclusief energie- en voedselprijzen) vertraagde tot +6,3%, terwijl hij in september nog +6,6% steeg. Ook de producentenprijzen vertragen.

Dit goede nieuws bleef niet zonder gevolgen. Hierdoor heeft de **geloofwaardigheid van de Amerikaanse Fed** in de strijd tegen de inflatie een opsteker gekregen (mede dankzij het krappere begrotingsbeleid van Washington). Het bevestigt dat de inflatiepiek aan de andere kant van de Atlantische Oceaan al achter de rug is, in tegenstelling tot in Europa. De **reële 10-jarige dollarrente** daalde weer **onder de 1,5%**, wat de obligatiemarkten en risicovolle activa een boost gaf. Terwijl de markten de economische vertraging omarmen die de centrale banken willen om ervoor te zorgen dat de prijzen niet verder stijgen en de verwachtingen van de economische spelers verankerd worden, ligt de nadruk op de inflatiecijfers en de arbeidsmarkt. Opmerkelijk is dat de Fed-voorzitter erkende dat de component 'huisvesting', goed voor 30% van de CPI-index, in grote mate inert is. Die blijft stijgen, ook al is de Amerikaanse huizenmarkt al gecorrigeerd door een sterke stijging van de hypotheekrente tot boven de 7%. **Jerome Powell heeft laten doorschemeren dat de Fed bereid is haar**

monetair beleid minder snel te verkrappen. Hierdoor hopen beleggers op een pivot (versoepeling) van het beleid voor eind 2023.

Ook al zijn de ondernemingen, die nog goed weten hoe moeilijk het was om mensen aan te werven na de gezondheidscrisis, terughoudend om hun personeelsbestand te snel af te bouwen (met uitzondering van de technologie-reuzen). De arbeidsmarkt (een achterlopende conjunctuurindicator) zou uiteindelijk de centrale banken moeten geruststellen. De Amerikaanse bedrijven zullen niet aarzelen om mensen af te danken als hun winstmarges echter onder druk komen (vertragende activiteit en dalende productiviteit). We mogen niet vergeten dat er in deze fase van de cyclus **geen fors stijgende lonen bestaan in de wereld** (gemiddelde stijging van 5% per jaar). In realiteit blijft hun evolutie ver onder de inflatie, waardoor kan worden gesteld dat **de inflatieschok in geen enkel opzicht vergelijkbaar is met die van de jaren zeventig** (een periode die werd gekenmerkt door een sterke indexering van de lonen aan de consumptieprijzen, wat een loon-prijsspiraal op gang bracht).

Per slot nog een bedenking over het monetaire beleid van de Europese Centrale Bank, dat zich in 2022 serieus heeft vergist inzake de voorspelde inflatie: die kwam immers 8% hoger uit dan de initiële doelstelling van 2%. De geloofwaardigheid van de ECB heeft al bij al goed stand gehouden (zie de verwachtingen van de economische spelers op

lange termijn). Wat in haar voordeel pleitte, met betrekking tot de kloof van 8% tussen haar voorspelling een jaar geleden en de vastgestelde realiteit:

- › 3% houdt verband met aardgas en het effect daarvan op de elektriciteitsprijzen (Europees prijsmechanisme gebaseerd op de marginale productiekosten van de laatste gascentrale die in dienst wordt genomen om vraag en aanbod in evenwicht te brengen),
- › 3% houdt rechtstreeks verband met verstoringen in de waardeketens (gezondheids crisis en oorlog in Oekraïne),
- › en slechts 2% wordt verklaard door de kracht van de arbeidsmarkt en de eindvraag (bron: ODDO).

Wat de ECB kan redden, is natuurlijk de **afwezigheid van een loon-prijsspiraal in Europa**, de **verankering van de verwachtingen** en het

feit dat verschillende **factoren** waarschijnlijk gunstig zullen evolueren. We denken aan de vermindering van de spanning in de aanbodketens, de vraag die wordt beperkt door de dalende koopkracht van de huishoudens, gunstige basiseffecten op de energie- en grondstoffenmarkten en de recente versterking van de euro ten opzichte van de dollar. Met andere woorden, de mediane inflatieprognose van 2,2% eind 2024 lijkt aannemelijk. Zo mogen beleggers een beperkt aantal verhogingen van de beleidsrente verwachten tot een niveau dat iets hoger ligt dan wat wordt beschouwd als de neutrale rente (rond 2%), vóór de waarschijnlijke kwantitatieve verstrakking (afbouw van de balans van de ECB). In dit scenario **zou de Europese reële rente (na inflatie) voldoende aantrekkelijk moeten blijven voor risicovolle activa** en in ieder geval lager moeten zijn dan in de VS.

ENERGIEMARKTEN: VERGEET CHINA NIET

De energie-uitdagingen zijn al uitvoerig aan bod gekomen in onze voorgaande nota's. Sinds de recordniveaus van dit jaar zijn de olie-, aardgas- en elektriciteitsprijzen sterk gedaald, maar ze staan nog niet terug op het niveau van voor de oorlog in Oekraïne. Het gebruik van strategische reserves om vraag en aanbod van ruwe olie in de Verenigde Staten in evenwicht te brengen, het onmiskenbare succes van de Europese landen om hun aardgasreserves voor de winter aan te vullen (deels met Russisch gas, wat in 2023 niet meer mogelijk zal zijn), de vrij zachte temperaturen tot half november, de onverwachte zwakte van de Chinese economie (onredelijk zero-covid beleid en vastgoedcrisis) en de inkrimping van de industriële vraag (vooral in Duitsland) verklaren grotendeels deze daling van de energieprijzen, die een echte verademing voor de consument vormt. Hoewel de langetermijnproblemen nog niet verdwenen zijn (energietransitie, onvoldoende investeringen in gas en olie sinds 2015, minimaal 3 tot 5 jaar voor nieuwe LNG-capaciteit om het einde van de Russische aardgasinvoer in Europa te compenseren, teleurstellende Amerikaanse koolwaterstofproductie die nog steeds wordt beperkt door strengere financiële voorwaarden, enz.), **zijn drie factoren op korte termijn enorm bepalend:**

1. **De evolutie van de temperaturen** in de komende winter op het noordelijk halfrond blijft uiteraard een vraagteken (risico van black-outs of ten minste een afkoppeling in Europa). Hierdoor zullen de energieprijzen volatiel blijven.
2. **Het embargo van de Europese Unie** op Russische ruwe olie en aardolieproducten (met name diesel) vanaf respectievelijk 5 december en 5 februari zal onvermijdelijk gevolgen hebben voor de globale fossiele brandstoffenprijzen (meer dan het onlangs door de EU en de G7 overeengekomen maximum van 60 dollar per vat).
3. **De aangekondigde heropening in China** (geleidelijke afschaffing van het rampzalige zero Covid beleid, beëindiging van ongebreidelde lockdowns, duidelijke versoepeling van de gezondheidsbeperkingen)

doet vermoeden dat China opnieuw een beroep zal doen om de energiemarkten.

Want dankzij de vertraging van de Chinese economie konden Europeanen tegen een gunstige prijs LNG kopen van enkele tankers om hun strategische reserves aan te vullen. Door het sociale protest, dat de meeste grote steden van China trof en waarbij zowel jongeren als arbeiders betrokken waren, moest Xi Jinping uiteindelijk plooien. Nochtans was het regime rondt Orwelliaans. Zo hadden de sociale netwerken de grootste moeite om de stroom subversieve video's te controleren terwijl de vertraagde uitzending van het WK in Qatar werd ontdaan van beelden van juichende, ongemaskerde supporters! De negatieve gevolgen voor de industriële productie verklaren ongetwijfeld de bocht die de Chinese overheid heeft gemaakt (zie de spanningen bij Foxconn, de belangrijkste toeleverancier van Apple, die serieus overweegt zijn waardeketens buiten China te reorganiseren). Afgezien van de ondermaatse vaccinatiegraad van de oudere bevolking (slechts 40% van de 80-plussers heeft een derde prik gekregen), maakt Peking zich terecht zorgen over de gevolgen van de gezondheidsbeperkingen voor het concurrentievermogen van de exportbedrijven. Hoewel de protesten in een land met 1,4 miljard inwoners uiteindelijk binnen de perken bleven, werd een wig gedreven in de absolute macht van de politieke factie van Xi Jinping, die sinds het 20e congres het hele CCP-politbureau in handen heeft.

Hoewel de heropening van China goed nieuws is voor de wereldgroei en de vlotte internationale handel, betekent het ook dat een belangrijke concurrent opnieuw zijn opwachting maakt op de energiemarkten (vooral voor LNG-vrachten die niet gedekt zijn door futures). Dat speelt niet in de kaarten van de Europeanen...

Daarom mogen we ervan uitgaan dat de energieprijzen in 2023 hoog zullen blijven, maar niet de recordhoogten van 2022 zullen bereiken. Zelfs niet als we uitgaan van een economische recessie.

CONCLUSIE

Het **vertrouwen** waarvan de markten de afgelopen twee weken blijf hebben gegeven, is **gebaseerd op twee belangrijke denkpatronen**:

1. Ten eerste **zal de aangekondigde recessie mild zijn** en eerder lijken op een stagnatie. Misschien kan ze in de VS zelfs net worden vermeden dankzij de sterke arbeidsmarkt en de goedgevulde orderboekjes van de bedrijven. In Azië beginnen de beleggers te hopen op een geleidelijke heropening van China (versoepeling van de gezondheidsbeperkingen). Verwacht wordt dat Azië volgend jaar goed zal zijn voor een belangrijk deel van de wereldwijde economische groei. Naar verwachting zal het herstel in de tweede helft van 2023 echter ook bescheiden zijn. Het zal los staan van de sterke herstel dat we gezien hebben na het einde van de gezondheidscrisis.
2. Ten tweede gaat men ervan uit dat **de Amerikaanse centrale bank dicht bij haar fameuze monetaire pivot staat, of minstens de financiële voorwaarden minder snel gaat verkrappen**. Alleen een prille desinflatie, die naar verwachting vanaf het voorjaar van 2023 momentum zal krijgen (forse basiseffecten), maakt dit scenario mogelijk. In dat geval zouden de markten reeds correct hebben geanticipeerd dat de beleidsrente in USD rond 5% zal pieken. Na een jaar van sterk volatiele rentevoeten en een inflatieschok in 2022 is de consensus dat de inflatie in 2023 zal afnemen en dat de obligatiemarkten tot rust zullen komen. Dat verklaart waarom beleggers de laatste tijd een voorkeur hebben voor *investment grade* bedrijfsobligaties (laag wanbetalingsrisico).

Kortom, we hoeven ongetwijfeld niet overdreven voorzichtig te zijn over de economische en beursvooruitzichten voor 2023. Hoewel de Amerikaanse beurs te duur is geworden om rekening te houden met eventuele tegenslagen voor de komende maanden (zwaardere recessie, nieuwe inflatieschok, krappere monetair beleid dan verwacht...), denken we toch dat **het dieptepunt van de beerenmarkt in 2022 werd aangetikt**. Het is weinig waarschijnlijk dat dit dieptepunt opnieuw wordt getest.

Natuurlijk blijft het conflict in Oekraïne een levensgroot vraagteken. De problemen rond de **energietransitie** en het feit dat de **wereld** inzake globalisering **in twee vijandelijke blokken is uiteengevallen** (het ene blok rond de liberale democratieën, het andere anti-westerse blok rond China en Rusland) vormen een **sombere achtergrond** voor de markten. **Toch bieden de energiecrisis en de herstructurering van de waardeketens enorme beleggingskansen**. Laten we niet vergeten dat de inflatieschok in de eerste plaats een probleem is van een ontoereikend aanbod en niet van een oververhitte vraag. Het schoolvoorbeeld hiervan is de autosector in Europa, die te lijden heeft onder het tekort aan zowel elektronische onderdelen als aan vrachtwagenchauffeurs. Om dit probleem vanuit een langetermijnperspectief aan te pakken, zullen de overheden alles op alles moeten zetten om de investeringscyclus en de productie in de komende jaren te ondersteunen (technologische innovatie, regelgeving, vaardigheden van de werknemers, toegang tot financiering). Op die manier kunnen we uitkijken naar een economisch herstel na de onvermijdelijke technische recessie die ons deze winter of volgend voorjaar te wachten staat.

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 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 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.