



Opgesteld op 4 december 2023

MARKET OVERVIEW

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

EEN RUSTIG EINDEJAAR?

In november zagen we de geopolitieke spanningen wegebben, de voortzetting van het desinflatieproces en dalende obligatierendementen, die allemaal pleiten voor een zachte landing van de economie. De aandelenmarkten flirten weer met hun hoogtepunten van dit jaar dankzij de daling van de reële rente. De terugkeer van risicobereidheid lijkt ons volkomen normaal, ondanks de hardnekkigheid van veel risico's.

WELGEKOMEN STILTE OP HET GEOPOLITIEKE FRONT

De rust op het geopolitieke front is wel degelijk een feit, ondanks de beelden die de internationale media uitdragen en die de algemene ongerustheid aanwakkeren. De financiële markten profiteerden hier duidelijk van: de risicopremies krompen. Ter illustratie wijzen we op de daling van de olieprijs. In het Midden-Oosten heeft de zo gevreesde algemene brandhaard niet plaatsgevonden. Iran en zijn bondgenoot Hezbollah maakten geen gebruik van de blitzkrieg van Hamas om een nieuw front te openen in Zuid-Libanon. De westerse publieke opinie heeft zich duidelijk afgekeerd van Israël, dat gedwongen werd om via Qatar te onderhandelen over de vrijlating van de gijzelaars. In Oekraïne is de mislukking van het militaire offensief van Kiev definitief bevestigd door een gebrek aan personele en materiële middelen, terwijl de winter een bevroering van de posities van beide partijen inluidt. Rusland, dat sinds de nederlaag van zijn lenteoffensief in 2022 een uitputtingsslag voert, blijft inzetten op de vermoeidheid van de westerse democratieën. We willen ook de opwarming van de betrekkingen tussen de Verenigde Staten en China benadrukken. Hoewel de resultaten van de ontmoeting tussen Joe Biden en Xi Jinping in San Francisco op 15

november eerder. mager zijn, benadrukken we het belang van het herstel van de communicatiekanalen tussen de strijdkrachten van de twee machten. Hierdoor wordt het risico van escalatie in geval van incidenten of misverstanden verminderd, met name rond Taiwan en in de Zuid-Chinese Zee.

Lezers moeten niet verkeerd begrijpen wat we bedoelen: de geopolitieke risico's zijn nog steeds actueel en beleggers moeten er uiteraard rekening mee houden wanneer ze hun portefeuilles samenstellen. Vandaag erkennen de markten alleen dat er geen ongecontroleerde ontsporing of escalatie plaatsvindt, wat deze exogene risico's in de komende maanden niet minder reëel maakt. Naast de hierboven kort genoemde onderwerpen, kunnen we de Europese parlementsverkiezingen op 6 juni 2024 en de Amerikaanse presidentsverkiezingen op 5 november mee op het lijstje zetten. Die zullen zeker leiden tot levendige discussies binnen de beleggersgemeenschap.

EEN ZACHTE LANDING IS HET CONSENSUSSCENARIO

Wat de macro-economische omgeving betreft, wordt de algemene context gekenmerkt door aanhoudende wereldwijde desinflatie. We zagen vrij goed nieuws aan beide zijden van de Atlantische Oceaan in de afgelopen weken, de hernieuwde verwachtingen van monetaire versoepeling in 2024 en de daling van de obligatierente en spreads, inclusief in het hoogrentende segment. Die zetten het scenario van een gematigde vertraging van de wereldeconomie (zachte landing) kracht bij. De mogelijkheid van een zware recessie is nu uitgesloten, met uitzondering van een paar zeer specifieke gevallen, zoals Duitsland, dat door het Grondwettelijk Hof van Karlsruhe werd beperkt in zijn expansieve begrotingsbeleid.

Hoe kunnen we de verkrapping van de krediet spreads verklaren, ook in het meest risicovolle obligatiesegment, als de

economie er niet goed voorstaat en de snelheid en omvang van de monetaire verkrapping van de afgelopen achttien maanden de vraag oproept over de solvabiliteit van debiteuren? In de privésector ligt het antwoord deels in het feit dat de gezondheids crisis en de oorlog in Oekraïne bedrijven hebben aangezet tot een gedisciplineerder, soberder financieel beleid. Sommigen hebben het ook over de overdracht van sommige van de meest risicovolle kredieten naar de private schuldmarkten. **De globale kwaliteit van de kredietmarkten, inclusief het high yield-segment, is dus vandaag helemaal niet zorgwekkend.** In Europa, waar de kwaliteit van high-yield bedrijfsobligaties hoger is dan in de Verenigde Staten (68% van de emissies heeft een BB-rating, vergeleken met slechts 49% aan de andere kant van de Atlantische Oceaan, en minder dan 5% heeft een CCC-rating, vergeleken met 11%), is het gemiddelde

rendementsverschil ten opzichte van staatsobligaties de afgelopen maand met bijna 50 basispunten (0,50%) afgenomen. Het gemiddelde actuariële rendement, dat rekening houdt met de mogelijke vervroegde terugbetaling door emittenten (yield to worst), klokte af op 7,7% voor een looptijd van drie jaar, vergeleken met 8,7% begin november, een aanzienlijke contractie. Dit feit wordt niet voldoende benadrukt door strategen: een van de belangrijkste redenen voor de goede prestaties van de aandelenmarkten is de over het algemeen goede financiële gezondheid van beursgenoteerde bedrijven, die in dit stadium van de economische cyclus geen buitensporige schulden hebben.

Aan de Amerikaanse kant merkten we vorige maand al de stabilisering van de winstmarges in het derde kwartaal op (normalisering na de uitzonderlijke periode van greefdflation - zie vorige

maandelijkse nota's), wat deels de goede toestand van de arbeidsmarkt rechtvaardigt - het management heeft geen reden om het personeelsbestand te sterk in te krimpen - terwijl de bedrijfs groei bevredigend blijft. **De terugkeer van de productiviteitswinsten - ongetwijfeld het beste nieuws voor 2023, want het voorspelt een versterking van de potentiële economische groei in de Verenigde Staten - zorgt ook voor een frisse wind door de Amerikaanse bedrijven,** door hun winstgevendheid te ondersteunen (de loonkosten per eenheid product daalden in Q3) en hun vermogen om te investeren (zelffinancierend) te behouden, ondanks de krappere financiële voorwaarden in de afgelopen achttien maanden. **Opnieuw moeten we benadrukken dat de opleving van de productiviteit de Federal Reserve helpt in haar strijd tegen inflatie, omdat arbeidskosten per eenheid product een belangrijke determinant zijn van prijstrends.**

STEKERE VERWACHTINGEN VAN MONETAIRE VERSOEPILING IN 2024

Als gevolg van de hierboven beschreven ontwikkelingen beginnen de markten te anticiperen op een aanzienlijke monetaire versoepeling door de Amerikaanse centrale bank volgend jaar. Dat is een verlaging van de beleidsrente (1,25%) met ongeveer 125 basispunten, terwijl de Fed-funds rentes momenteel zijn vastgesteld op een bandbreedte van 5,25% tot 5,50%. De meest recente toespraken van de Amerikaanse monetaire autoriteiten benadrukken de desinflatie en wijzen op monetaire versoepeling, die volgens de huidige verwachtingen van de financiële markten volgend voorjaar al zou kunnen beginnen (50/50 kans op 25 basispunten versoepeling tijdens de Fed-vergadering in maart 2024). Natuurlijk bevestigen deze toespraken, zonder echt verrassend te zijn, ook de grote waakzaamheid van de Federal Reserve: de volgende pivot in haar monetaire beleid zal afhangen van het verloop van de inflatie in de komende maanden.

We merken op dat de hoop op een renteverlaging ook de Europese Centrale Bank (ECB) zorgwekkend is, zij het in mindere mate. De sterkere economische vertraging in de eurozone, terwijl de kredietvolumes ongunstig blijven evolueren (dalende financieringsvraag van bedrijven en huizenkopers in spe, en strengere kredietvoorwaarden voor banken), zou de ECB moeten doen twifelen aan de relevantie van

het handhaven van de kortetermijnrente op 4%. Ondertussen bereidt de Federal Reserve de markten al voor op haar volgende koerswijziging. Hoewel het desinflatieproces aan de Europese kant minder gevorderd is, met name in de dienstensector waar de loongroei in 2023 met ongeveer 4,5% nog steeds robuust is, lijkt het erop dat het ergste van de loonstijging nu achter de rug is. De grootste moeilijkheid voor de ECB is de heterogeniteit van de inflatie-indexen tussen de lidstaten van de eurozone, wat een weerspiegeling is van het sterk uiteenlopende steunbeleid. **We mogen echter niet vergeten dat de bijdrage van bedrijfswinsten aan de Europese inflatie aanzienlijk is geweest:** volgens schattingen van economen kan ongeveer de helft van de prijsstijging tussen eind 2021 en het einde van het eerste kwartaal van 2023 worden verklaard door de stijging van de winstmarges. **Tegen de achtergrond van een trage eindvraag** (de consumptievolumes in de eurozone zijn nauwelijks teruggekeerd naar de niveaus van voor de pandemie, terwijl ze in de VS al 10% hoger liggen) **denken we dat het grootste deel van deze inflatie waarschijnlijk zal verdampen.** Rekening houdend met het feit dat de looninflatie een vertraagde indicator van de cyclus is, denken wij dat de haviken bij de ECB, die voorstander zijn van de hardste monetaire lijn, de komende maanden in de minderheid kunnen zijn. Dat effent het pad voor monetaire versoepeling in 2024.

CONCLUSIE

We erkennen dat de economische groei de komende maanden middelmatig zal zijn. We geven toe dat de verwachtingen van monetaire versoepeling die weerspiegeld worden in de rentecurves al aanzienlijk zijn. Ze zijn niet onrealistisch in een scenario van een zachte landing en aanhoudende desinflatie. Achteraf gezien bleek onze koersommezwaai begin november eerder gerechtvaardigd. De inflatie blijft dalen, geholpen door de terugval van de energieprijzen. De geopolitieke context is minder gespannen, hoewel deze de gemoederen bezighoudt. Verwachtingen van monetaire versoepeling en dalende obligatierentes versterken het scenario van een zachte landing voor de economie; leidende economische indicatoren lijken de bodem te

hebben bereikt. **De bedrijfswinsten normaliseren maar blijven hoog, in de VS dankzij een herstel van de productiviteitsgroei en in Europa dankzij de internationalisering van bedrijven en hun vermogen om hun prijzen op peil te houden.** Er is niets buitensporigs aan de waarderingen op de aandelenmarkten, die nog geen rekening hebben gehouden met de potentiële positieve effecten van productiviteitswinsten door de grootschalige uitrol van artificiële intelligentie. Langetermijnemissies bieden bedrijven enorme investerings- en groeimogelijkheden. **2024 zal ongetwijfeld niet van een leien dakje verlopen. Is dat reden genoeg om de trein voorbij te laten passeren?**

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 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.