

Opgesteld op 2 april 2024

MARKTCOMMENTAAR

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

WELVERDIENDE KWARTAALPRESTATIES

Weinig beleggers geloofden in een dergelijk scenario aan het begin van het jaar. Toch braken de belangrijkste aandelenindexen nieuwe records ondanks de economische vertraging en het feit dat de al te agressieve monetaire versoepeling werd bijgesteld. Ook is het geopolitieke klimaat niet om over naar huis te schrijven. De redenen voor deze sterke prestatie van risicovolle activa, die niet op een zeepbel lijkt (cf. onze vorige maandelijkse nieuwsbrief), zijn welbekend. De voorlopende economische indicatoren zijn hersteld, wat wijst op een cyclische opleving van de activiteit vanaf de tweede helft van het jaar. De Amerikaanse economie, die profiteert van het herstel van de productiviteitsgroei, is erg sterk. De energiecrisis is ten einde, waarvan de Europeanen voluit profiteren. De winstconsensus voor het boekjaar 2024 is gestabiliseerd na een resultatenseizoen dat de veerkracht van de winstmarges van bedrijven heeft aangetoond. Tot slot gaat het desinflatieproces, dat de volgende cyclus van renteverlagingen door de Europese Centrale Bank (ECB) en de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) aankondigt, verder, zij het met horten en stoten. Terwijl aandelen in het eerste kwartaal een hoge vlucht namen, bleven de obligatiemarkten eerder matig presteren. Ze leden onder de neerwaarts bijgestelde verwachtingen van de beleidsrentes.

HET RENDEMENT VAN DE WERELDWIJDE BEURSINDEXEN BEDROEG IN HET EERSTE KWARTAAL BIJNA 10% IN LOKALE VALUTA!

's Werelds belangrijkste indexen boekten in het 1e kwartaal rendementen van bijna 10% (in dollartermen). De indexen van de eurozone hebben dit niveau zelfs overtroffen en hebben niets te benijden van de Amerikaanse markten. Dat is een aangename verrassing aangezien deze regio bij wereldwijde vermogensbeheerders onderworpen is en het oude continent op economisch vlak chronisch blijft onderpresteren. We merken ook op dat de technologie-indexen niet beter hebben gepresteerd dan de algemene gediversifieerde indexen. Het goede nieuws is dat het thema van generatieve artificiële intelligentie (AI) niet langer de enige drijvende kracht achter de prestaties van de indexen is. We vermelden de uitstekende prestaties van de financiële, energie- en productiesectoren, met andere woorden het rendement van sectoren die bekend staan als conjunctuurgevoelig. Terwijl Chinese aandelen teleurstellend blijven en wegen op de opkomende indexen, zien we de zeer goede prestatie van de aandelenmarkt in Tokio (vooral in lokale valuta), die niettemin afhankelijk blijft van het monetaire beleid van de Bank of Japan en de zwakke yen.

Zoals we in onze vorige maandbrief hebben uitgelegd, moet de hypothese van een algemene zeepbel op de aandelenmarkt in dit stadium worden uitgesloten, ook al zijn de waarderingen hoger dan drie maanden geleden. De risicobereidheid heeft niveaus die doen denken aan een scenario van een waarschijnlijke technische correctie op kortere termijn. Het zijn echter de solide winstvooruitzichten die de markten ondersteunen: de consensus gaat uit van een winststijging van 10% in de VS dit jaar (vergeleken met slechts 1% in 2023) en ongeveer 3% in Europa (groei vergelijkbaar met vorig jaar, maar nog steeds met hoge marges). We denken dat de verwachtingen in dit stadium redelijk zijn. Het wereldwijde rendement op de free cashflow van aandelen voor 2024 is bijna 4%, een

niveau dat weliswaar onder het langetermijngemiddelde (5%) ligt, maar nog steeds ruim boven de niveaus die we zagen tijdens de twee grote financiële crises. Denk aan het uiteenspatten van de internetzeepbel in 2000 en de *subprimecrisis* in 2008. Voor de berenmarkt uitbrak, bedroeg het cashflowrendement in beide gevallen minder dan 2%! Ter herinnering, de free cashflow meet het overschot aan cash dat bedrijven in een jaar genereren. Het geeft een goed beeld van wat beursgenoteerde bedrijven kunnen teruggeven aan aandeelhouders in de vorm van dividend in cash en/of inkoop van eigen aandelen.

Aan het begin van het jaar waren veel beleggers vooral bezorgd over de normalisering van de winstgevendheid van bedrijven na de uitzonderlijke piek na Covid (*pricing power* ondersteund door een uitzonderlijke vraag naar goederen en bottlenecks in de toeleveringsketens). Deze periode van normalisering lijkt nu grotendeels voorbij. We zien winstmarges stabiliseren op een degelijk niveau en zelfs licht herstellen in de VS. Enerzijds werd de impact van de renteschok beter opgevangen dan verwacht, vooral dankzij de vele financiële managers die profiteerden van de zeer lage rente om goedkoop te herfinancieren en de looptijd van hun schulden te verlengen. Anderzijds houden productiviteitsstijgingen in de Verenigde Staten de productiekosten per eenheid onder controle, met stijgingen van ongeveer 2% per jaar, ondanks een stijging van de lonen met 4%. **We willen nogmaals benadrukken dat deze winsten ten goede komen aan alle bedrijven met productiemiddelen in de Verenigde Staten, inclusief Europese bedrijven** die niet langer aarzelen om te dreigen met bezuinigingen tegenover de Europese politieke leiders om te profiteren van een coherenter federaal beleid in de VS en lagere energieprijzen (aardgas is ongeveer drie keer

goedkoper aan de andere kant van de Atlantische Oceaan). Enkele Europese kleppers met een zeer aanzienlijke activabasis in het land van Uncle Sam zijn Stellantis (auto-industrie), Schneider Electric

(kapitaalgoederen), Syensqo (speciale chemicaliën) en Ahold Delhaize (supermarkten en e-commerce).

WAT MOGEN WE DE REST VAN HET JAAR VERWACHTEN?

Het desinflatieproces gaat onverminderd door. Natuurlijk is de laatste fase in het bereiken van het 2%-streefcijfer van de centrale banken de minst eenvoudige. Statistische reeksen laten van tijd tot tijd vaker tegenvallende gegevens zien, zoals het geval was tijdens het 1e kwartaal in de Verenigde Staten. De richting waarin alles evolueert wordt echter niet betwist, zoals blijkt uit de meest recente prognoses van de ECB voor de kerninflatie (exclusief energie en voedsel) in 2025 en 2026, namelijk +2,1% en +2,0%, licht neerwaarts bijgesteld ten opzichte van de prognoses die afgelopen december werden gepubliceerd (respectievelijk +2,3% en +2,1%). Een blik op 5-jaars forward inflatieswaps in dollars en euro's toont aan dat de inflatieverwachtingen goed verankerd zijn. Dat doet vermoeden dat de geloofwaardigheid van centrale banken intact is. Dit geeft ons reden om te hopen dat de beleidsrentes zullen worden verlaagd, te beginnen dit voorjaar voor de ECB (juni is het meest waarschijnlijk), en misschien later voor de Fed, die geen reden heeft om haast te maken gezien de kracht van de Amerikaanse economie. **Het vooruitzicht van een soepeler monetair beleid blijft duidelijk een belangrijke ondersteunende factor voor de markten.**

Wat zijn de vooruitzichten voor de aandelenmarkten? Zoals we al hebben aangegeven, vormen de **technologie-reuzen die vorig jaar de Amerikaanse aandelenmarkt hebben aangedreven, geen homogene groep.** Onder de inmiddels beroemde "Magnificent 7" hebben Nvidia, Meta, Amazon.com en Microsoft zich allemaal onderscheiden op het gebied van beursprestaties sinds het begin van het jaar. Dat is te danken aan sterke kwartaalresultaten en de relevantie van hun AI-strategie. Hetzelfde kan niet gezegd worden van Apple, Alphabet en Tesla. Apple lijkt achter te lopen op het gebied van generatieve AI en verliest marktaandeel in Azië aan spelers wiens smartphones op bijna hetzelfde niveau staan als die van de reus uit Cupertino. Geruchten over gesprekken met Alphabet om zijn Gemini generatief AI-platform te integreren in zijn producten zijn niet geruststellend. Alphabet lijdt onder ongerustheid over de toekomstige koers van zijn zeer dominante marktaandeel in zoekmachines, op een moment dat generatieve AI de kaarten op dit gebied opnieuw zou kunnen schudden. De sterke stijging van de investeringen in infrastructuur en de negatieve impact daarvan op de vrije cashflow baarde beleggers zorgen toen het bedrijf zijn kwartaalresultaten publiceerde. Om dit korte overzicht van de Amerikaanse technologieleiders af te sluiten: Tesla heeft te lijden onder de vertraging van de markt voor elektrische voertuigen, de

toegenomen concurrentie van Chinese spelers in het topsegment en de sterke druk op de prijzen.

Deze zeer korte samenvatting van trends in technologie en AI is bedoeld wil twee boodschappen geven. De eerste is dat markten uiteindelijk efficiënt blijven en het kaf van het koren scheiden op de beurs: winnaars worden beloond, verliezers of bedreigde bedrijfsmodellen worden afgestraft. De "stock picking" strategie (selectie van individuele aandelen) op basis van fundamentals bewijst dus zijn relevantie tegenover passieve strategieën die gericht zijn op beursindexen, waarvan vele zeer geconcentreerd zijn geworden. **De tweede boodschap is dat het sterk aan te raden is om uw portefeuille zoveel mogelijk te diversifiëren.** Na de stijging van 20-25% van 's werelds belangrijkste aandelenmarktindexen sinds november 2023, zullen beleggers natuurlijk op zoek gaan naar een meer gelijkmatige spreiding van hun risico's en een grotere weging toekennen aan achtergebleven sectoren of zwaar afgestrafte marktsegmenten zoals small- en mid-caps, vooral in Europa. Het vooruitzicht van een verbetering van de economische activiteit, weerspiegeld in het herstel van de consensusverwachtingen, stimuleert ook een grotere interesse in de meer cyclische sectoren.

Nog enkele laatste bedenkingen over geopolitiek, ongetwijfeld waar beleggers zich op dit moment weinig zorgen over maken. Ze lijken gevaarlijk gewend te geraken aan de verwildering van de wereld. Vergeet niet dat het grootste risico voor de financiële markten waarschijnlijk niet zozeer economisch dan wel politiek is. Er lijkt geen economische crisis in het verschiet te liggen. Anderzijds blijven de internationale betrekkingen zorgwekkend, net als de factoren die de financiële markten verstoren. Vanuit dit oogpunt zal het jaar 2024 beslissend zijn in Oekraïne, waar Rusland zou kunnen proberen zijn voorsprong te vergroten in een uitputtingsslag waarvan de inzet duidelijk is onderschat door het Westen. De oorlogstoestand in het Midden-Oosten is blijvend. **Beleggingsportefeuilles moeten dienovereenkomstig worden samengesteld om de onvermijdelijke geopolitieke omwentelingen te weerstaan en pieken in volatiliteit op te vangen.** Tegen deze onzekere achtergrond zullen beleggers profiteren van reële obligatierendementen (na verwachte inflatie) die opnieuw positief zijn, vooral in de minst risicovolle segmenten (staatsobligaties en investment grade bedrijfsobligaties).

CONCLUSIE

We herhalen: de aandelenmarkten bevinden zich niet in een zeepbelfase. De waarderingen zijn hoog maar niet excessief. Veel van de meer conjunctuurgevoelige sectoren en small- en midcaps zijn immers aantrekkelijk gewaardeerd. Europa blijft over het algemeen relatief goedkoop, net als bepaalde opkomende regio's. Het aanvankelijke ongenueanceerde enthousiasme voor generatieve AI heeft plaatsgemaakt

voor een meer gematigde en vooral voorzichtige benadering bij beleggers. De winstvooruitzichten zijn over het algemeen verbeterd, dankzij de stabilisatie en vervolgens een voorzichtig herstel van de voorlopende economische indicatoren. Het desinflatieproces richting de doelstelling van 2% blijft overeind. De pivot van de ECB en de Fed wordt halverwege het jaar verwacht, en misschien later voor de Amerikaanse centrale bank.

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.