



17 MAART 2021

MAANDELIJKSE TOELICHTING - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

CORRECTIE VAN EXCESSEN EN EEN HEILZAME TERUGKEER NAAR DE FUNDAMENTALS?

- > Wat de recente episode onthult over de financiële markten
- > Eerste les: de centrale banken lijken niet bang te zijn voor de risico's van een oververhitting
- > Tweede les: de sectorrotatie ten gunste van "value" (= "waarde") is nog lang niet ten einde
- > Derde les: er zijn moeilijk te beoordelen factoren aan het werk die toch potentieel vernietigend zijn en niet weerspiegeld worden in de koersen
- > Conclusie

WAT DE RECENTE EPISODE ONTHULT OVER DE FINANCIËLE MARKTEN

Het onderwerp inflatie en rentevoeten is opnieuw een van de hoofdbekommernissen van de beleggers geworden. De verwachtingen die weerspiegeld worden in de financiële swapcontracten en in de inflatiegelinkte staatsobligaties bereiken opnieuw het niveau van vóór de winter van 2020 (ongeveer 2,3% in USD en 1,40% in EUR voor de swapcontracten op 5 jaar over 5 jaar, tegenover respectievelijk 1,2% en 0,7% in het heetst van de beurscorrectie in maart 2020). De langetermijnrente is de afgelopen maanden logischerwijze gestegen in het vooruitzicht van een economisch herstel dat op het conto kan worden geschreven van de uitrol van de vaccinatiecampagnes in de strijd tegen Covid-19. Die rentestijging is vooral aan Amerikaanse zijde het meest prangend gezien de economische groei er in 2021 volgens tal van economen wel eens 8 tot 10% zou kunnen bereiken. De 10-jarige Treasuryrente flirt met de zone van 1,50%- 1,60%: in de zomer van 2020 stond ze nog op een dieptepunt van 0,5%. Het commentaar van de voorzitter van de

Federal Reserve, Jerome Powell, heeft de markten niet volledig gerustgesteld ondanks zijn herhaalde belofte voor langere tijd een ultrasoepel beleid aan te houden (de Fed voorziet niet vóór eind 2023 haar basisrente te verhogen) en een slechts geringe inflatie voor de komende jaren. Toch zullen een aantal factoren die de volatiliteit kunnen aanwakkeren, niet snel verdwijnen.

De meeste economen zijn het eens dat de momenteel waargenomen inflatie (vooral inzake energie en grondstoffen) alsook de stijging van de langetermijnrente eerder een natuurlijke inhaalbeweging (basiseffecten) en normalisatie zijn na de scherpe en korte recessie van 2020. Toch duiden de recente volatiliteit op de wereldbeurzen en ook de relatieve prestatie van geografische zones en sectoren (vooral in de duurderere technologiesector) op het gevaar en de omvang van de excessen die de beurzen kunnen verzwakken.
Welke lessen kunnen we uit de afgelopen weken trekken?

EERSTE LES: DE CENTRALE BANKEN LIJKEN NIET BANG TE ZIJN VOOR DE RISICO'S VAN EEN OVERVERHITTING

De geruststellende verklaringen van de centrale bankiers over de inflatie zijn vooral gestoeld op hun ervaringen van de afgelopen twaalf jaar en meer in het bijzonder op de nu niet meer geldende link tussen geldcreatie en inflatie (uiteraard buiten de prijzen van financiële activa en vastgoed gerekend), alsook op het capaciteitsoverschot dat zelfs bij het einde van deze crisis nog behoorlijk groot blijft. Tot nu toe heeft de enorme **balansgroei van de centrale banken niet geleid tot een onverwachte en algemene prijsstijging**, in tegenstelling tot wat

vele economen vreesden na de subprime-crisis (2008-2009) en na de eurocrisis (2010-2012). Eerder integendeel gingen **de crisissen van de afgelopen jaren gepaard met een verhoogd deflatierisico, wat door de centrale banken steeds krachtiger werd bestreden** (een mondiale gelddoeveelheid die alleen al in 2020 met 75% is gestegen tegen een productiedaling van 5%). Dat bleek succesvol gezien het beleid van kwantitatieve versoepeling telkens een deflatoire spiraal heeft kunnen voorkomen. Wat de economische indicatoren betreft, **lijkt de**

overcapaciteit en de nog altijd hoge werkloosheid ieder inflatiegevaar op de korte en middellange termijn uit te sluiten: volgens de Fed bedraagt de werkloosheid in de VS wellicht tussen de 9 en 10% tegenover een laatste officiële cijfer van slechts 6,2%, wat kan verklaard worden door de vrij lage participatiegraad van 61,4% gezien miljoenen Amerikanen de arbeidsmarkt tijdelijk hebben verlaten. Is die **analyse echter geldig voor de komende tien jaar**, vooral als we een standpunt willen innemen dat verder gaat dan de horizon van de komende paar maanden? Is het misschien mogelijk dat er zich een fundamentele paradigmaverandering aandient na vier decennia van desinflatie? Verschillende verstandige waarnemers zoals Larry Summers (voormalig minister van Financiën van Bill Clinton en economisch adviseur van Barack Obama) of Paul Samuelson en

Kenneth Arrow (winnaar van de Nobelprijs voor Economie) spraken onlangs hun bezorgdheid uit over een mogelijke oververhitting als gevolg van het enorme herstelplan dat door de regering Biden is voorgesteld (USD1.900 miljard + USD 900 miljard goedgekeurd in december 2020 + een toekomstig herstelplan voor de infrastructuur) wat de vraagzijde zal aanvuren. **We antwoorden bevestigend maar zeggen er meteen bij dat de belegger zich niet moet verliezen in het afwegen van de pros en contras in het scenario van een duurzame terugkeer van de inflatie** gezien deze kwestie ongelofelijk complex is. **De belegger moet zich eerder de vraag stellen hoe zijn portefeuille zich zal gedragen volgens de beoogde veronderstellingen en welke maatregelen er moeten worden genomen om een onverwachte stijging van de langetermijnrente tegen te gaan.**

TWEEDE LES: DE SECTORROTATIE NAAR "WAARDE" AANDELEN IS NOG LANG NIET TEN EINDE

De markten blijven ervan uitgaan dat het ultrasoepel monetair beleid voor lange tijd behouden blijft door het gebrek aan inflatiedruk; dat is het consensusscenario dat al vele jaren overheerst en dat aan de basis ligt van de betere prestatie van de activa met lange looptijden. In onze maandelijkse brieven van de laatste maanden hebben we al regelmatig onze bezorgdheid geuit over de relatieve prestaties van de financiële activa. **De portefeuilles van de internationale beleggers hebben immers een te groot gewicht in groeiaandelen**, vooral dan Amerikaanse, Chinese, technologische en energietransitie gelinkte aandelen (de structurele groeithema's op de lange termijn). Deze activa kregen door de coronacrisis een groter gewicht gezien ze als winnaars van 2020 uit de bus kwamen ten koste van de zogenaamde "value"-sectoren (zwakke groei van de cashflows op lange termijn wat weerspiegeld wordt in de waarderingen), die al meer dan tien jaar zwak presteren. De beurzen zijn dan ook het jaar 2021 ingezet met hoge waarderingen en veel optimisme in de meest gegeerde segmenten die aanzienlijke kapitaalstromen aantrekken in index- en gespecialiseerde fondsen. Maar de recente beursdagen lijken de sectorrotatie te bevestigen die van start ging bij het positieve vaccinatie nieuws van begin november vorig jaar. De **stijging van de lange rente heeft immers een negatieve impact op de theoretische waardering van de groeiactiva indien de toekomstige cashflows niet in dezelfde mate stijgen** (actuariële impact). Bij de groeiaandelen worden de lange termijn verwachtingen - al behoorlijk hoog- niet naar boven bijgesteld niettegenstaande het conjunctuurherstel van de economie.

worden geacht dan de kampioenen van de digitale en energietransitie). De "value" aandelen profiteren vandaag **dan ook van betere vooruitzichten en van een sectorrotatie** die zich aftekent ten koste van de groeiaandelen alsook ten koste van de defensieve sectoren die bekend staan als "bond proxies" (bedrijven met een hoog dividendrendement). De waardering van die laatste is immers sterk afhankelijk van het renteniveau (nutsbedrijven, telecom, dranken en voeding, vastgoed). We wijzen er nogmaals op dat Europa de "value"-zone bij uitstek is ten gevolge van een hoge politieke risicopremie na de eurocrisis, de brexitsaga en de trage implementatie van het herstelplan van EUR 750 miljard. Het falende vaccinatiebeleid van de Europese Unie (een grove onderschatting van de productie en de logistiek terwijl de regering Trump deze fundamentele kwesties al in het voorjaar van 2020 had aangepakt) heeft uiteraard niet geholpen om de geloofwaardigheid van de Europese instellingen te herstellen, al dient hier gezegd te worden dat ook de nationale regeringen een verpletterende verantwoordelijkheid dragen voor dit fiasco.

Integendeel, de befaamde "value" cyclische bedrijven (vooral grondstoffen, energie (olie en gas), chemie, kapitaalgoederen, de autosector, de leiders uit de bouwsector, enz) profiteren ten volle van de hogere verwachtingen. Dat wordt gerechtvaardigd door de goede kwaliteit van de bedrijfsresultaten en door de verwachtingen voor 2021. Dit laatste punt is van belang: **veel grote industriële bedrijven hebben de beleggers overtuigd van de kwaliteit van hun cashflows en de goede oriëntering van hun orderboekjes** (Saint-Gobain, Schneider Electric, AngloAmerican, Arkema, Solvay, Vinci, Eiffage, Stellantis... om maar enkele Europese bedrijven te noemen). De zojuist vermelde sectoren, waar we de banksector aan toevoegen, zijn goedkoper gewaardeerd en vooral veel minder aanwezig in de portefeuilles van de beleggers (activa die vaak minder aantrekkelijk

Wel presteren de Europese beurzen nu niet meer ondermaats in vergelijking met hun Amerikaanse tegenhanger, wat veel zegt over hun potentieel indien de vaccinatiecampagne even goed zou vloten als in de VS. Europa profiteert van een gunstiger renteklimaat en van een dalende politieke risicopremie (nieuwe regering in Italië onder leiding van Mario Draghi, voormalig voorzitter van de ECB). De industriële bedrijven die goede resultaten hebben gepubliceerd, krijgen op de beurs opnieuw kleur. De Amerikaanse technologie-reuzen slagen er niet in de recordkoersen te verslaan die in de zomer van 2020 (Amazon, Facebook, Salesforce, Netflix...) of aan het begin van het jaar (Apple, Microsoft, PayPal...) werden bereikt. Ondertussen lijden de indexfondsen die gespecialiseerd zijn in de cloud of halfgeleiders onder aanzienlijke winstnames. Dat zijn allemaal tekenen van een **verlies aan momentum in de ultra-consensuele segmenten van de beursnotering sinds het voorjaar van 2020**. Zo heeft de Nasdaq 100index, die sinds midden februari meer dan 8% is gedaald, zijn winsten sinds begin van dit jaar zien verdampen (per 5 maart). Weinig beleggers hadden een dergelijke correctie verwacht. Tot slot wijzen we erop dat de groeiemarkten momenteel afgestraft worden door de sterkere dollar die rugwind krijgt van het oplopende renteverval.

DERDE LES: ER ZIJN MOEILIJK TE BEOORDELEN FACTOREN AAN HET WERK DIE ECHTER POTENTIEEL VERNIETIGEND ZIJN EN NIET WEERSPIEGELD WORDEN IN DE KOERSEN

De centrale bankiers laten zich niet uit over de factoren die de inflatieverwachtingen op langere termijn kunnen voeden, vooral diegene die gelinkt zijn aan de energietransitie die fundamenteel inflatoir van aard is. Uiteraard willen de centrale banken in de eerste plaats de bezorgdheid van de economische agenten proberen te bedaren om op die manier een opflakking van de inflatieverwachtingen te vermijden. De ambitieuze doelstellingen om de klimaatopwarming te bestrijden en te komen tot koolstofneutraliteit, kunnen bijvoorbeeld alleen worden bereikt door de prijzen van energie en een ton koolstof te verhogen (zie in dit verband het plan van de Europese Unie voor een koolstofaanpassingsmechanisme aan de grenzen). Ook wordt er weinig of niets gezegd over de knelpunten waaronder tal van sectoren lijden en die niet enkel de moeilijkheden weerspiegelen om het industrieel apparaat na de recessie weer op gang te trekken (hervatting van de productie, hernieuwde opslagcapaciteit, tekort aan containers). Door een duidelijk gebrek aan capaciteitsinvesteringen is er momenteel een tekort aan halfgeleiders voor de huidige digitale en energietransitie. Verder blijft China dé markt van zeldzame aardmetalen domineren (70% van de wereldwijde export) en haar voorwaarden opleggen, terwijl veel landen onder druk van de publieke

opinie nog steeds weigeren potentieel vervuilende productie –en raffinagevestigingen nieuw leven in te blazen. Deze knelpunten kunnen niet alleen het economisch herstel afremmen (cfr de lagere autoproductie in het eerste kwartaal) maar ook een inflatoire spiraal aanwakkeren. Algemeen kunnen de stijging van de grondstoffenprijzen en de ontwrichtende problemen in de wereldwijde productieketens de komende maanden tot echte bekommernis leiden. Tenslotte laten de centrale banken zich weinig uit over de welvaarts kloof die **door de crisis** nog groter is geworden maar wel over de stijging van de financiële activa en de vastgoedprijzen die een gevolg zijn van het ultrasoepele beleid dat eigenlijk sociaal onverdedigbaar en politiek gevaarlijk wordt voor de toekomst van onze democratie. Die ongelijkheden **versterken immers onvermijdelijk de druk om de lage lonen op te trekken ten koste van de aandeelhouders** (naar een billijker verdeling van de toegevoegde waarde), en om de vraagzijde van de economie steeds meer te ondersteunen via een herverdelingsbeleid van de overheid of via nieuwe herstelplannen.

Deze onderwerpen zijn vanzelfsprekend nog niet vertaald in de inflatieverwachtingen van de financiële markten, die nog steeds dicht bij het niveau van vóór de crisis liggen.

CONCLUSIE

De belegger voelt zich terecht ongemakkelijk tussen de weinigen die een ontsprende inflatie vrezen en de overgrote meerderheid optimisten die blijven geloven in de factoren die al tien jaar lang de inflatie drukken (mondialisering van de handel, deregulering, e-commerce, desintermediatie, machtsverlies van de vakbonden, ...). We herhalen daarbij ons **advies** van de afgelopen maanden: **absoluut te vermijden is een onevenwichtige allocatie met een overgewicht aan activa uit geografische zones en uit sectoren die het duurst gewaardeerd zijn en waarover de consensus het hoogst is; die zijn immers het meest blootgesteld aan een paradigmaverschuiving ten aanzien van de inflatie.** Ook in een fase van geleidelijke prijsstijgingen (natuurlijke inhaalbeweging) en een gematigde rentestijging (normalisatie) zullen bepaalde activa rugwind krijgen van

de herschikking binnen de portefeuilles: we denken daarbij aan de Europese beurzen, de "value"aandelen, de bedrijven die van een goede prijszettingmacht genieten, enz. We blijven ervan overtuigd dat de beurzen nog steeds ver verwijderd zijn van een zeepbelsituatie ([zie onze maandelijkse brief van februari](#)); de vaccinatieprogramma's staan garant voor een wereldwijd economisch herstel dat gevoed wordt door expansiegerichte budgettaire en monetaire beleidsmaatregelen. De overdrijvingen in verschillende segmenten waar we nu al enkele maanden op duiden, zijn steeds moeilijker te verdedigen. Uiteindelijk gaat het hier om een terugkeer naar de fundamentals van het vermogensbeheer: beleggers zullen de waardering van de financiële activa opnieuw centraal stellen.

DISCLAIMER

De bovenstaande inhoud werd geproduceerd en wordt verspreid door Pure Capital S.A. Deze wordt louter ter informatie gegeven en heeft tot doel de beheeractiviteiten van de vennootschap Pure Capital S.A. (hierna: "Pure Capital") te presenteren, alsook informatie te verstrekken over haar beleggingsstrategieën. De informatie of gegevens (met inbegrip van de teksten en de fotodragers) die in dit document zijn opgenomen, zijn beschermd door het auteursrecht en elke reproductie of verspreiding ervan aan derden, geheel of gedeeltelijk, zonder de voorafgaande goedkeuring van Pure Capital, is verboden. Pure Capital behoudt zich te allen tijde het recht voor om de gegevens in dit document zonder voorafgaande mededeling te wijzigen of te veranderen.

Dit document mag in geen geval worden gelijkgesteld met een aanbod om een financieel instrument te verwerven/te verkopen of met enige huis-aan-huisverkoopactiviteit of activiteit inzake het verzoeken om financiële of beleggingsinstrumenten te kopen of te verkopen. Alle hier gepubliceerde informatie wordt louter ter informatie verstrekt en vormt in geen geval beleggingsadvies. Er kan echter geen garantie worden gegeven omtrent de juistheid of volledigheid ervan. Deze informatie is niet opgesteld overeenkomstig de wettelijke vereisten ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebied en moet derhalve worden beschouwd als een marketingmededeling. Hoewel er voor deze inhoud geen gebruiksverbod geldt voordat deze wordt verspreid (bijvoorbeeld om orders uit te voeren), streeft Pure Capital er niet naar hier profijt 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) op eenvoudig verzoek gratis beschikbaar bij Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital" genoemd) (tel.: +352 26 39 86) of via raadpleging van de website www.purecapital.eu.

De informatie in dit document wordt te goeder trouw verstrekt en kan er niet toe leiden dat de aansprakelijk van Pure Capital kan worden ingeroepen.

Er kan geen garantie worden geboden dat beleggingsdoelstellingen zullen worden behaald. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. De prestaties kunnen in de loop van de tijd variëren. De netto-inventariswaarde van de portefeuille is afhankelijk van de markttrends. Elk beleggingsfonds is dan ook onderhevig aan marktschommelingen en het is mogelijk dat de belegger slechts een lager bedrag recupereert dan hij heeft belegd.

Er kunnen jaarlijkse bewaarkosten of bewaarlonden worden afgehouden door uw rekeninghouder. Zij verschillen van de ene instelling tot de andere. Om ze te kennen, gelieve u hierover te informeren.

Dit document wordt u ter beschikking gesteld op voorwaarde dat het geen primaire basis vormt voor beleggingen. Elke belegging zou het resultaat moeten zijn van een voldoende weldoordachte en verstandige beslissing.