



Geschreven op 04 mei 2023

MAANDELIJKSE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

STUURLOZE MARKTEN

Nu het kwartaalresultatenseizoen in volle gang is, wachten beleggers op meer duidelijkheid over het verloop van de inflatie en de komende monetaire beleidsbeslissingen. De belangrijkste beursindexen, die sinds het begin van het jaar op positief terrein staan, nemen eindelijk een welkome pauze. Toch pakken er zich donkere wolken samen (regionale banken in de VS, het federale schuldenplafond, risico's van escalatie in het Russisch-Oekraïense conflict, enz.) De veronderstelling van een korte recessie in de VS in de tweede helft van het jaar lijkt het basisscenario te zijn voor de economische actoren.

TERUGSLAG VAN FINANCIËLE STRESS MET ENKELE SEISMISCHE NASCHOKKEN

De vrees voor een financiële crisis als gevolg van een krappere monetair beleid en een sterke rentestijging is weggeëbd, ondanks enkele seismische schokken als gevolg van de zwakke regionale banken in de VS. Dankzij het snelle ingrijpen van de overheid zijn enkele kleinere instellingen niet overkop gegaan. De systeembanken lijken sterker uit deze crisis te zijn gekomen (marktaandeel gewonnen ten opzichte van meer kwetsbare instellingen en slachtoffers van lakse regelgeving - zie onze vorige maandelijkse nieuwsbrief). **Het scenario van een toekomstige recessie in de VS ligt echter opnieuw op tafel.** De aanscherping van de kredietvoorwaarden als gevolg van deze bankenstress, in combinatie met de stijging van de financieringskosten (minder overvloedig en duurder krediet), verzwakt de eindvraag na enkele goede maanden. Ter illustratie herinneren wij eraan dat regionale banken in de VS ongeveer driekwart van de bankleningen aan Amerikaanse commerciële vastgoedspelers verstrekken.

Tot nu toe hadden de goede prestaties van de arbeidsmarkt en de sterke financiële resultaten van de bedrijven (piekwinstgevendheid na de pandemie) de inflatieschok kunnen opvangen. De volumegroei van de activiteit was tijdens de winter veel beter dan verwacht (sterke diensten en de consumptie), waarop wij hadden gehoopt na de talrijke contacten die onze analisten tijdens de eerste maanden van het jaar hadden met ondernemingen die in uiteenlopende sectoren actief zijn. Het recessiescenario leek dus al lang achter de rug, terwijl het desinflatieproces hoop gaf dat de renteverhogingscyclus van de Federal Reserve snel voorbij zou zijn. Recente economische indicatoren wijzen echter op een vertraging van

de gezinsconsumptie (twee derde van het Amerikaanse bbp) en een verzwakking van de investeringscyclus en de industriële productie van het bedrijfsleven. De Amerikaanse economie zou eindelijk de prijs moeten betalen voor de uitzonderlijk grote verkrapping van het monetaire beleid door de Fed. **De crisis van de regionale banken heeft de groei ongetwijfeld met enkele tienden van een punt verminderd.**

Een recessie van korte duur en van beperkte omvang gezien de afwezigheid van sterke macro-economische onevenwichtigheden (solide financiële situatie van huishoudens en bedrijven, zonder vergelijking met 2008) zou **goed nieuws zijn voor de Federal Reserve**, die ontevreden blijft over de ontwikkeling van de onderliggende inflatie, energie- en voedselproducten niet meegerekend. De strijd tegen de inflatie is nog niet beslecht. Eerst moet de eindvraag krimpen. Alleen als het tempo van de prijsstijgingen terugkeert naar een niveau dat dicht bij de doelstelling van 2% ligt, zal de Fed serieus kunnen overwegen haar beleidsrente te verlagen. Daar zijn we nog niet. **Wij merken echter op dat de loonstijging in de VS, iets meer dan 4% op jaarbasis in maart** (tegen bijna 6% in het voorjaar van 2022) **blijft vertragen:** de prijs-loonspiraal, de nachtmerrie van centrale bankiers, is er niet gekomen. Deze loonmatiging is nog niet zichtbaar in Europa, waar de kerninflatie in de ogen van de gouverneurs van de Europese Centrale Bank (ECB) te hoog blijft. Alleen de energiecomponent verklaart de daling van de prijsindices. Het goede nieuws is echter dat veel leveringsketens zich normaliseren, wat de beperktere druk op de verkoopprijzen van bedrijven verklaart.

WELKE LESSEN KUNNEN WORDEN GETROKKEN UIT DE RESULTATEN VAN DE ONDERNEMINGEN?

Het belangrijkste gespreksonderwerp in financiële kringen was afgelopen najaar het recessiescenario dat steeds meer in de hoofden van veel economische actoren speelt. Het verklaart de algemene voorzichtigheid in de prognoses die bedrijven destijds voor het boekjaar 2023 hebben opgesteld. Deze terechte voorzichtigheid gaat gepaard met een geleidelijke terugval van de winstconsensus sinds de zomer van 2022. Hoewel het basisscenario uitging van een vrij gematigde en kortstondige recessie (verwacht rond de winter van 2022-2023 in Europa, later in de VS), vonden wij de financiële doelstellingen van de bedrijven voldoende voorzichtig (vooral in de meest cyclische sectoren) om **positieve verrassingen** te verwachten in **de bedrijfsresultaten over het eerste kwartaal**. Dit is precies wat we de afgelopen weken hebben gezien. In het algemeen overtroffen de aan beide kanten van de Atlantische Oceaan gepubliceerde resultaten de verwachtingen van de financiële analisten. Dat wijst op beter dan verwachte economische activiteit (vooral in de dienstensector), de nog steeds positieve effecten van de stijging van de verkoopprijzen op de marges van de ondernemingen en de normalisatie van de bevoorradingsketens die de gevolgen van de inflatieschok voor de productiekosten temperen. Terwijl de winstconsensus voor Amerikaanse aandelen (verwachte winstgroei per kwartaal) sinds het voorjaar van 2022 elk kwartaal met 2-4% was gedaald, **herstelden de analistenverwachtingen voor Q1 2023 zich in de loop van de maand april licht. Dat wijst erop dat de positieve verrassingen iets groter zijn dan de slechte op het vlak van resultaten.** Wij kunnen dus tevreden zijn, ook al wijst de consensus voor Q1 2023 nog steeds op een daling van de winsten van Amerikaanse bedrijven met 4% op jaarbasis (tegenover de eind maart verwachte -6,7%). De winstrecessie heeft inderdaad

plaatsgevonden, na het uitzonderlijke en onhoudbare winstgevendheidsniveau dat in de periode van begin 2021 tot de zomer van 2022 na de pandemie werd bereikt.

Voor **Q2** (en de rest van het jaar) hebben de goede en slechte verrassingen in termen van winstverwachtingen elkaar tot dusverre uitgebalanceerd. **De consensus ging uit van een winstdaling van -5% over een jaar.** Hoewel de analisten voor Q1 een lichte stijging van de omzetten voorspellen (ongeveer 3% op jaarbasis), stroken de ramingen voor het lopende kwartaal met de waargenomen economische vertraging (verwachte stabiliteit van de totale omzet). Terwijl de kwartaalresultaten de verwachtingen overtroffen, zijn de prognoses voor de rest van het jaar meer gemengd. Bedrijven blijven liever voorzichtig, zelfs als zij hun prognoses later in het jaar naar boven moeten bijstellen als het macro-economische klimaat verbetert. **De consensusprognose is voor Amerikaanse bedrijven voor het hele jaar 2023 een stabiele winst en een lichte omzetstijging (+2%). De verwachtingen in Europa zijn vergelijkbaar.**

De beursindexen lijken dus een pauze in te willen lassen. Beleggers wachten op de beslissingen van de centrale banken. Geen enkele beheerstijl tussen 'groei' en 'value' kon zich de afgelopen weken onderscheiden, wat de grote omzichtigheid van de markten illustreert. We wijzen wel op de daling van de oliepijzen (ondanks de recente interventie van de OPEC) en de somberheid op de markten voor industriële metalen, die de gemengde economische vooruitzichten weerspiegelen.

CONCLUSIE

We zeggen het nogmaals: **Amerikaanse aandelen zijn niet goedkoop, noch in absolute termen** (koers-winstverhouding van 18 keer de verwachte winst over de komende 12 maanden, tegen een historisch gemiddelde over 10 jaar van 17,3 keer), noch in relatieve termen, gelet op de obligatierente in dollar die een alternatief biedt voor risicovolle activa in een context van een winstrecessie en de afzwakkende groei van de Amerikaanse economie. Bovendien kunnen wij een toename van de risicoaversie niet uitsluiten. De crisis van de regionale banken is nog niet helemaal opgelost nu het probleem van het Amerikaanse federale schuldenplafond speelt. **De uitzonderlijke beursprestaties van enkele grote technologiebedrijven, gerechtvaardigd door de veerkracht van hun financiële resultaten en aangedreven door de hype van de snelle toepassing van generatieve artificiële intelligentie (Nvidia, Microsoft), kunnen de correctie van de rest van de beurs, die de grote omzichtigheid van beleggers weerspiegelt, niet verbergen.** Volgens een recente enquête van het tijdschrift Barron's verwacht 52% van de ondervraagde vermogensbeheerders dat obligaties in 2023 meer zullen opbrengen dan aandelen. 47% gelooft dat Amerikaanse aandelen overgewaardeerd zijn, en slechts 8% gelooft dat ze ondergewaardeerd zijn. Op 30 april waren vijf technologiebedrijven - Apple, Microsoft, Nvidia, Meta en Amazon.com - samen goed voor bijna 60% van de prestaties van de Amerikaanse markt. In Europa ondersteunen lage waarderingen de indices nu het resultaatenseizoen minder slecht blijkt te zijn dan

verwacht. **De prognoses voor de rest van het jaar wijzen echter op meer voorzichtigheid bij CFO's.**

Markten die evolueren zonder overtuiging, en eerder stuurloos zijn, bieden een gunstige omgeving voor beleggers die bedreven zijn in *stock picking* (het selecteren van individuele aandelen ten nadele van indexfondsen of ETF's). In tegenstelling tot de grote indexen bieden veel beursgenoteerde bedrijven waarde en goede vooruitzichten voor de komende kwartalen. Het scenario van een korte recessie in de Verenigde Staten in de tweede helft van het jaar, waardoor we mogen hopen op een verder desinflatieproces en uiteindelijk het einde van de monetaire verkrappingscyclus, is perfect verenigbaar met een afwachtend gedrag van de beursindexen. Dat gaat gepaard met min of meer heftige sectorale rotatiefasen. In deze bijzonder onzekere omgeving (inflatie, monetair beleid, geopolitiek), die niettemin goede kansen biedt in de bloeiende thema's (digitale transformatie, elektrificatie van de economie, decarbonisatie, halfgeleiders, hervatting van de Chinese groei, bloeiende defensie- en cyberbeveiligingssectoren, enz.), verkiezen we bedrijven met een ijzersterke balans die in staat zijn hun groei-investeringen zelf te financieren. Marktwaarderingen die reeds een aanzienlijke vertraging van de activiteit in de tweede helft van het jaar weerspiegelen, moeten zorgvuldig worden bestudeerd wanneer zij de robuustheid van de fundamentals op langere termijn links laten liggen.

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.**