



Geschreven op 3 maart 2023

MAANDELIJKSE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

DE RECESSIE IS WEER WAT VERDER WEG

De markten bleven profiteren van de toegenomen risicobereidheid. Het recessiescenario is verder op de achtergrond geraakt nu beleggers niet echt belang lijken te hechten aan de risico's van escalatie in het Russisch-Oekraïense conflict. Dat geldt evenmin voor de bereidwillige toezeggingen van centrale bankiers die nog steeds vastberaden zijn in hun strijd tegen de inflatie. De stijgende obligatierente had weinig invloed op de beursindexen, behalve op de hoogst gewaardeerde activa (technologieaandelen, Amerikaanse markt).

De outperformance van Europese aandelen komt voor velen als een verrassing. Toch hoeft dat niet te verbazen.

STERKER DAN VERWACHTE ECONOMIE EN LANGZAMER DAN VERWACHTE DESINFLATIE

Aan het begin van het jaar maakten wij ons terecht zorgen dat een gematigde vertraging van de wereldeconomie niet voldoende zou zijn om het desinflatieproces soepel te laten verlopen. **Door de vrij sterke eindvraag, vooral in de dienstensector** (het grootste deel van de activiteit in onze ontwikkelde economieën), met name dankzij de nog steeds zeer sterke arbeidsmarkt in de Verenigde Staten en het zeer expansieve begrotingsbeleid in Europa, **kunnen we ons afvragen hoe snel het desinflatieproces zal verlopen**. Het valt niet te ontkennen dat de laatste statistieken, vooral in Europa, teleurstellend zijn. De prijsindexen van januari wijzen op een versnelling van de inflatie in de Verenigde Staten (PCE-prijsindex, de indicator die door de Federal Reserve het meest wordt gevolgd, bedraagt +5,4% op jaarbasis, tegen een verwachte van +5%). Hoewel de Amerikaanse centrale banken erkennen dat desinflatie een hobbelige rit is (*bumpy ride*), lijkt het erop dat de sterke binnenlandse vraag, die het risico van een recessie afwendt, onvereenbaar is met een snelle terugval van de inflatie naar 2%. En dat ondanks de daling van de groothandelsprijzen van energie. In Europa worden beleggers ook geconfronteerd met onaangename verrassingen op het gebied van de prijsindex (Frankrijk, Spanje, Italië), die niet alleen betrekking hebben op voedingsmiddelen. Dat kan erop wijzen dat de inflatie een hardnekkiger verschijnsel is dan verwacht. Het inflatieswapcontract voor de eurozone met een looptijd van 5 jaar tot 5 jaar (een financieel contract dat de inflatie voor een periode van vijf jaar bekijkt) is sinds half januari met bijna 30 basispunten (0,3%) gestegen en staat nu boven de 2,5%, het hoogste niveau sinds de piek in het voorjaar van 2022. Wij herinneren eraan dat het restrictieve monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) vooral de inflatieverwachtingen wil verankeren. Dit ondanks de recente daling van de groothandelsprijzen voor energie en het toegenomen recessierisico. Elke afwijking in de verwachtingen van de economische spelers zou worden beantwoord met een vastberaden reactie van de centrale bankiers. Beleggers anticiperen hier nog niet volledig op.

De obligatiemarkten gingen begrijpelijkerwijs gebukt onder deze teleurstellingen en het vooruitzicht van krappere financiële condities voor een langere periode. De tienjarige dollarente is gestegen tot boven de 4%, tegen 3,4% medio januari (de reële rente - na verwachte inflatie - is teruggevallen op 1,6% tegen 1,2% begin dit jaar). De belangrijkste beleidsrente van de Federal Reserve zou aan het einde van het monetaire verkrappingsproces een bandbreedte van 5,25% tot 5,50% moeten bereiken (tegen een bandbreedte van 4,50% tot 4,75% nu), of zelfs hoger als de prijsdruk te sterk blijft. Beleggers zetten hier echter niet op in. In de eurozone verwachten de markten dat de ECB tegen 2024 een eindrente van 4% zal hanteren, tegenover de huidige depositorente van 2,5%.

We moeten ons ongetwijfeld enigszins verheugen over een zekere ontkenningfase op de markten. Die ontkenning rechtvaardigde ons wantrouwen over Amerikaanse aandelen en groeiaandelen in het algemeen, die sterk rentegevoelig zijn. Sinds hun piek begin februari hebben de Amerikaanse technologie-indices 7-8% prijsgegeven. Dat is ongeveer de helft van hun winst sinds het begin van het jaar. **Anderzijds stellen wij vast dat valueaandelen (marktwaardering die een lage tot matige verwachte kasstroomgroei weerspiegelt), en meer in het bijzonder Europese aandelen, goed presteren. En dat ondanks de verwachtingen van veel vermogensbeheerders begin dit jaar.** De oorlog in Oekraïne, de energiecrisis en de vrijwel zekere recessie vanaf de winter van 2022-2023 verklaren uiteraard de terughoudendheid van de meeste internationale beleggers ten aanzien van Europese activa. Bovendien hebben veel strategen door het veel verder gevorderde monetaire verstrakingsproces in de VS, vergezeld van de hoop op een pivot van de Federal Reserve reeds in de tweede helft van het jaar, de voorkeur gegeven aan de Verenigde Staten en de opkomende landen (vooral China onder impuls van de vooruitzichten op een economische opleving na de afschaffing van zijn "zero covid"-beleid). Europese aandelen, die sinds 1 januari met 10% zijn gestegen, tegen ongeveer 5%

voor hun Amerikaanse concurrenten (in euro), hebben vooralsnog beleggers beloofd die bedreven zijn in *contrarian* strategieën en zich vooral zorgen maken over de waardering. Nogmaals: tegen 18 keer de verwachte winst in 2023 (vergeleken met een multiple van slechts 13 voor Europese indices), bieden Amerikaanse aandelen weinig ruimte voor teleurstelling. De obligatiemarkten in dollar bieden ondertussen brutorendementen van ongeveer 5% voor middellange looptijden en *investment grade* emittenten. **De dollarrente biedt reële alternatieven**

voor Amerikaanse aandelen, die in beperkte mate zullen worden ondersteund door het in 2023 verwachte winstmomentum (+4 tot 5%). Wij herinneren eraan dat de outperformance van Europese activa in 2022 perfect te verklaren is door de uiteenlopende herzieningen van de bedrijfswinsten in het nadeel van Amerikaanse aandelen, vooral in de tweede helft van het jaar (minder pessimistische winstconsensus in Europa).

WAAROM OUTPERFORMEN EUROPESE AANDELEN?

Europa profiteert duidelijk van de verbeterde wereldwijde macro-economische vooruitzichten. Zijn cyclische en *value* kenmerken verklaren grotendeels zijn zeer goede beursprestaties, want het resultaatseizoen is vrij goed ontvangen door de beleggers. Dat geldt ook voor sectoren die a priori leden onder de huidige economische vertraging (chemie, banken, auto-industrie bijvoorbeeld). Ten slotte liggen de verwachtingen voor de winstgroei in 2023 aan beide kanten van de Atlantische Oceaan dicht bij elkaar (ongeveer 4 tot 5%). Alleen een stijging van de Amerikaanse aandelenmultiples (lagere risicopremie en/of lagere dollarrente) zou hierin verandering kunnen brengen, een scenario dat op korte termijn vrij onwaarschijnlijk is. Wij zien echter niet goed in waarom de mooie dagen van de Europese beurzen (qua relatieve prestaties tegenover de rest van de wereld), met een waardering van 13 keer de geschatte winst voor 2023, voorbij zouden zijn. Afgezien natuurlijk van dramatische geopolitieke gebeurtenissen die ons continent zwaarder zouden treffen. **Amerikaanse activa leden niet enkel onder de stijgende rente. Beleggers moesten ook erkennen dat de technologie-sector** (nog steeds overwogen in de portefeuilles van internationale beleggers) **verre van immuun was voor de economische neergang.** Teleurstellingen waren wijdverbreid, vooral in de GAFAM's, cloud, consumentenelektronica en halfgeleiders (geheugen), omdat de winstgroei-vooruitzichten naar beneden moesten worden bijgesteld. **Het verschijnsel ChatGPT (AI) is een actuele herinnering dat leiderschapsposities kunnen worden uitgedaagd** (in dit geval het bijna-monopolie van de zoekmachine Google). Hierdoor worden **kasstromen ver in de toekomst minder voorspelbaar en kunnen de risicopremies terecht stijgen.** Het inertie-effect van bijna vijftien jaar outperformance van groeiaandelen in een klimaat van zeer negatieve reële rentevoeten lijkt af te nemen, nu de realiteit eindelijk begint door te dringen bij vermogensbeheerders. Bovendien zijn de hoge discounts van veel Europese sectoren ten opzichte van hun Amerikaanse concurrenten steeds moeilijker te rechtvaardigen, gezien hun goede fundamentals. Dit geldt met name voor de bank-, verzekerings-, olie-, chemische en IT-dienstensector.

In de lijst van argumenten ten gunste van Amerikaanse aandelen boven Europese aandelen horen we vaak het **IRA-argument** (*Inflation Reduction Act*). Dat is het federale programma van de regering Biden dat naast inflatiebestrijding vooral hele segmenten van de Amerikaanse industrie wil subsidiëren. Dit herindustrialisatieprogramma van de VS zou dus een doorslaggevend concurrentievoordeel bieden aan de producenten in de VS. Deze analyse is niet helemaal verkeerd, hoewel het reactievermogen van de EU erdoor wordt onderschat. Maar er wordt vooral voorbijgegaan aan

de ongelooflijke inspanningen die de laatste twintig jaar zijn geleverd om de activiteiten van Europese beursgenoteerde bedrijven te internationaliseren. **De talrijke economische en financiële crisissen op het oude continent, de zoektocht naar nieuwe groeimarkten en de noodzaak om in de dollarzone dicht bij de eindverbruiker te produceren, om zo de winstmarges beter te beheren (beperking van het wisselkoersrisico), hebben de Europese ondernemingen ertoe gebracht de geografische spreiding van hun productiemiddelen te diversifiëren.** Het gewicht van Europa in de productie en omzet van spelers als Stellantis (de vierde autofabrikant ter wereld, ontstaan uit de fusie tussen Peugeot en FCA in 2021, met 60% van zijn bedrijfsresultaat afkomstig uit Noord-Amerika), Solvay (minder dan 30% van de omzet in West-Europa), Roche (meer dan 40% van de omzet van het Zwitserse farmaceutische concern in Noord-Amerika), Schneider Electric (nauwelijks een kwart van de omzet van de fabrikant van elektrische apparatuur in West-Europa; het hoofdkantoor van de groep die voortrekker is op het gebied van energietransitie is gevestigd in Hongkong) of Shell, is mettertijd steeds kleiner geworden. De voorbeelden zijn legio, met name in de IT-diensten (toenemend belang van *offshore-personeel*, voornamelijk in India) en de luxegoederenindustrie. De groei daarvan wordt steeds meer afhankelijk van klanten buiten Europa. Een goed voorbeeld van de transformatie van ondernemingen is Saint-Gobain, dat nog niet zo lang geleden werd beschouwd als een investeringsvehikel dat bijna uitsluitend op Europa was gericht en dat in 2019 goed was voor 60% van zijn bedrijfsresultaat. Dit gewicht bedraagt thans minder dan 40%, terwijl Noord-Amerika en de opkomende landen goed zijn voor respectievelijk 30% en 32%, dankzij sterke lokale productiebasissen.

Kortom, minder dan 50% van de omzet van de ondernemingen die lid zijn van de grote Europese indexen wordt aan deze kant van de Atlantische Oceaan gegenereerd. Als we de banken en veel nutsbedrijven die voornamelijk in eigen land actief zijn, buiten beschouwing laten, daalt het aandeel van Europa in de inkomsten tot slechts 40%. **Maar het belangrijkste punt is dat de verkoop aan de rest van de wereld steeds meer plaatsvindt vanuit productiefaciliteiten die niet langer in Europa zijn gevestigd.** Europese bedrijven die in de VS produceren zullen ook profiteren van de federale IRA-regeling. De verwaarlozing van Europese aandelen wordt steeds moeilijker te verdedigen. Het hoofdkantoor van een onderneming zegt al lang niets meer over de geografische spreiding van haar activa en omzet. Uiteindelijk zal de kasstroom de ultieme bepalende factor zijn voor beursindexen. Vanuit dit oogpunt zijn de Europese ondernemingen hun Amerikaanse concurrenten geleidelijk aan het inhalen.

CONCLUSIE

Wij zijn tevreden over de prestaties van de beursindexen sinds het begin van het jaar. **Het vooruitzicht van een zachte landing van de wereldeconomie heeft beleggers enerzijds nieuwe hoop gegeven. Anderzijds is het moeilijker geworden om het toekomstige verloop van de inflatie nauwkeurig te beschrijven** nu de voorlopende activiteitsindicatoren zich herstellen en negatieve verrassingen in de prijsindexen (vooral in de dienstensector) steeds vaker voorkomen. De strijd tegen de inflatie is niet gewonnen; hij zal in ieder geval langer duren dan verwacht (strengere financiële voorwaarden voor een langere periode). **Hoewel de markten waarde bieden aan geduldige**

beleggers (de free-cash-flow yields op de wereldwijde indexen liggen op 5%, het historisch langetermijngemiddelde), blijven wij waakzaam voor Amerikaanse aandelen. Hun prestaties zijn immers sterk afhankelijk van het monetaire beleid van de Federal Reserve. Wij geven de voorkeur aan *stock picking* (individuele aandelselectie), wat perfect geschikt is voor de onzekere omgeving waarin wij verkeren. Europa blijft meer waarde bieden in veel sectoren waarvan de waardering lijdt onder een structurele korting sinds de staatsschuldencrisis van 2010-2012 die steeds moeilijker te rechtvaardigen is.

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 puren.

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.