

Geschreven op 2 september 2024

MARKTOVERZICHT SEPTEMBER 2024

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

STAAT HET BASISSCENARIO OP DE HELLING?

Aan het begin van de zomer waren veel beleggers terecht bezorgd over de royale waarderingen van de aandelenmarkten, vooral in de Verenigde Staten. Toch dook de volatiliteit uiteindelijk weer op. Dat leidde tot bruuske sectorverschuivingen in de portefeuilles van vermogensbeheerders. Er ontstond even paniek in verband met het monetaire beleid van de Bank of Japan (brutale correctie op de aandelenbeurs van Tokio die gepaard ging met een sterke stijging van de yen) en er ontstond ook twijfel of de Amerikaanse economie wel een recessie zou kunnen afwenden. Uiteindelijk bleek de ongerustheid die tijdens de zomer werd geuit zwaar overdreven. De markten stegen immers in de tweede helft van augustus dankzij door de daling van de obligatierente en de aankondiging van Jerome Powell, voorzitter van de Federal Reserve (Fed). Die hintte op een zeer waarschijnlijke monetaire versoepeling in september.

WAT ANIMATIE IN KLEINERE VOLUMES

In onze vorige maandelijkse newsletter vreesden we voor een 'hete' zomer en legden we van naaldje tot draadje uit waarom we terughoudend zijn tegenover aandelenmarkten die we iets te zelfgenoegzaam vonden, vooral te midden van meerdere politieke risico's. **Het zomerseizoen deed zijn reputatie eer aan, met pieken in de volatiliteit en kleinere handelsvolumes, maar de belangrijkste uitdagingen waren economisch en financieel van aard. Ten eerste zagen we midden juli de zeer heftige rotatie naar Amerikaanse small caps ten koste van grote technologieaandelen (een daling van 15% vanaf de piek van het jaar tot het dieptepunt voor de belangrijkste Amerikaanse technologie-index) die de marktvolatiliteit aanwakkerde.** De doorslaggevende invloed van de markt voor geïndexeerde beleggingsfondsen (ETF's) en de kortzichtigheid van veel beleggers moeten we hier benadrukken. Qua technologieaandelen werden de markten gealarmeerd door een riedeltje dat, toen de resultaten van Q2 werden gepubliceerd, ooverdovend werd. De investeringen die nodig zijn om generatieve artificiële intelligentie (AI) te implementeren zijn aanzienlijk, wat de kapitaalintensieve aard van de digitale transitie benadrukt. Beleggers hadden dat lang onderschat, terwijl AI-gerelateerde inkomsten traag op gang komen buiten de sectoren halfgeleiders en cloudinfrastructuur. De plotselinge rotatie naar kleine beursgenoteerde bedrijven was eerder ingegeven op het idee dat portefeuilles opnieuw in balans moesten worden gebracht, weg van de 'Magnificent Seven' (Alphabet, Amazon.com, Apple, Microsoft, Meta, Nvidia, Tesla), waarvan het gewicht in marktkapitaalgewogen indexen zorgwekkend was geworden. Toch rechtvaardigden de fundamentals dit niet noodzakelijkerwijs. Analisten van Kepler Cheuvreux herinnerden ons er onlangs aan dat 41% van de bedrijven in de Russell 2000 small-cap index verlieslatend is en dat een flink deel eerder middelmatige kredietprofielen heeft. Dat verklaart waarom de Russell 2000 index, na een sterke stijging van meer dan 13% in de tweede helft van juli, al zijn winsten snel weer inleverde zodra de angst voor een Amerikaanse

recessie begin augustus weer de kop opstak. Deze plotselinge schommelingen in de beursindexen zijn het bewijs van de heel nerveuze markten. Wat betreft de angst over het rendement van investeringen in AI, erkennen we dat er veel onzekerheid is. Deze aanzienlijke investeringen, die een enorme instapdrempel vormen voor de technologische leiders, met name de *hyperscalers* (Alphabet, Amazon.com, Microsoft, Oracle, enz.), komen echter ten goede aan de hele waardeketen - inclusief de energiesector - als onderdeel van een technologische revolutie die nog veel jaren zal lopen. **Het heeft natuurlijk geen zin om deze langetermijntrends te beoordelen op basis van de resultaten van één kwartaal.** Terwijl de huidige generatieve AI-oplossingen momenteel weinig onderscheidend zijn, zullen op de langere termijn meer gespecialiseerde toepassingen met een hogere toegevoegde waarde het aantal gebruikstoepassingen vermenigvuldigen (bijv. de integratie van generatieve AI in robotica). Volgens Dario Amodei, CEO van Anthropic, bedragen de kosten voor het trainen van de nieuwste grootschalige taalmodellen in generatieve AI (geschat op enkele miljarden parameters), waarbij gebruik wordt gemaakt van de rekenkracht van *datacenters* en enorme databases, bijna een miljard dollar en kunnen deze tegen 2026 oplopen tot 5 of 10 miljard dollar. De modellen die momenteel beschikbaar zijn, kosten "amper" 100 miljoen dollar. **Wie, afgezien van een handvol technologieleiders die verticaal geïntegreerd zijn in de AI-waardeketen (van chips en cloudinfrastructuren tot applicatiesoftware), is in staat om zulke bedragen te investeren? Zijn de nieuwe, steeds meer computerintensieve modellen niet meer weggelegd voor potentiële nieuwkomers en software-uitgevers die geen eigen cloud-infrastructuur hebben? Databasebeheer is ook een belangrijk punt. Zullen dergelijke kosten voor de klanten de massale toepassing van generatieve AI niet in de weg staan?** Dit zijn allemaal fascinerende vragen die betrekking hebben op de generatie van toegevoegde waarde en die de komende

jaren ongetwijfeld de discussie zullen aanwakkeren bij de vermogensbeheerders.

De tweede gebeurtenis die de correctie aanwakkerde, was de onwaarschijnlijke stijging op de financiële markten in reactie op uit hun context gerukte cijfers. We vermelden de tewerkstellingsdata in de VS die op 2 augustus werden gepubliceerd. Een lager dan verwachte banengroei en een lichte stijging van de werkloosheidsgraad in juli, van een dieptepunt van 4,3% tegen een consensus van 4,1%, veroorzaakte een golf van paniek. Het scenario van de *soft landing* (het consensus basisscenario) leek ernstig in twijfel te worden getrokken en werd vervangen door het recessiescenario, zonder enige overgang. Deze cijfers werden echter snel getemperd door geruststellende consumentenuitgaven. Terwijl de productiesectoren vrij zwak zijn, blijft de dienstensector kranig en blijven de fundamenten van de Amerikaanse economie over het algemeen vrij solide, waarbij de winstmarges van bedrijven hoog blijven. Bovendien verbeteren de financiële omstandigheden nu de inflatie blijft dalen (zie volgende paragraaf over de Fed en inflatie). **Volgens ons blijft de hypothese van de soft landing overeind; de kans op een recessie in de komende twaalf maanden blijft klein** (20% volgens economen van Goldman Sachs, tegenover 25% vóór de publicatie van de cijfers over de kleinhandelsverkopen).

Op maandag 5 augustus kon Japan de markten dan weer in rep en roer zetten. Mogen we het hebben over het einde van een schijnvertoning? We spreken over de *carry trade*, waarbij men tegen een lage rente yen leent om te beleggen in de aandelenmarkt van Tokio of in valuta's met een hogere rente, of zelfs in Amerikaanse

technologie-indexen. Deze beleggingsstrategie, die in het voorjaar van 2023 populair werd gemaakt door het beroemde Berkshire Hathaway-fonds van Warren Buffett (dat een verhoging van zijn beleggingen in een handvol Japanse exporteurs aankondigde), is uiterst speculatief. Ze is immers gebaseerd op het geloof dat de Bank of Japan een zeer soepel monetair beleid zal handhaven. Dit heeft ongetwijfeld bijgedragen aan de stimulans van de liquiditeit op de financiële markten gedurende vele jaren. Over welke bedragen hebben we het? Dat is vrijwel onmogelijk om te zeggen, aangezien het overgrote deel van de leningen in yen wordt aangegaan op de valutaswapmarkt: 14.200 miljard werd belegd in yen-swaps, maar dit cijfer omvat zowel afdekkingstransacties als meer speculatieve *carry-trades*. De schattingen variëren van \$500 miljard volgens UBS, waarvan de helft al zou zijn afgewikkeld, tot \$4 biljoen volgens JPMorgan Chase (bron: The Economist, 17 augustus 2024). In het recente verleden zijn we voorzichtig geweest voor de Japanse aandelenmarkt (een consensusidee in de financiële gemeenschap), waarvan 60% van de hoofdfindex bestaat uit exporteurs waarvan de marges en winsten afhangen van het evolutie van de yen. **Het volstond dat de Bank of Japan aankondigde dat ze haar monetaire beleid verstrakte - een logische beslissing gezien het inflatietraject - om de aandelenmarkt in Tokio in drie handelssessies met 20% te laten kelderden. En tegelijkertijd ging de yen fors de hoogte in! De Japanse autoriteiten reageerden snel en gaven aan dat een beslissing over het monetaire beleid zou afhangen van de situatie op de financiële markten, waardoor de markten snel kalmeerden.** We mogen echter niet vergeten dat, terwijl de Bank of Japan op een monetair verkrappend pad zit, de belangrijkste centrale banken in de rest van de wereld al een (Fed) versoepelend beleid hebben aangenomen of op het punt staan dat te doen.

INFLATIE EN CENTRALE BANKEN: DE FED KONDIGT HAAR PIVOT AAN

Tijdens het langverwachte symposium voor centrale bankiers dat van 22 tot 24 augustus in Jackson Hole werd gehouden, kondigde Jerome Powell, voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve, aan dat het tijd was om het monetaire beleid aan te passen. Hij effende zo het pad voor de eerste renteverlaging van de Fed op 18 september. Natuurlijk herhaalde hij het nauwe verband tussen het tempo van de monetaire versoepeling en de komende economische cijfers. Zijn toespraak zorgde echter wel voor een daling van de obligatierente (de nominale rente op 10-jaars schatkistobligaties staat nu op 3,80%, het laagste niveau van het jaar, vergeleken met een piek van 4,70% afgelopen voorjaar) en ondersteunde het herstel van de aandelenindexen na de correctie halverwege de zomer. Het goede nieuws over de inflatie is een krachtig argument om de kredietvoorwaarden te versoepelen. De jongste cijfers bevestigen het desinflatoire traject richting de 2%-doelstelling van de Federal Reserve. De loonmatiging ondersteunt dit scenario (naar een loongroei van +3,5% in 2024 volgens Les Cahiers Verts de l'Économie). Bovenal blijft de Amerikaanse economie comfortabele productiviteitswinsten boeken, die verenigbaar zijn met een bescheiden groei van de productiekosten per eenheid. **We hebben dit cruciale punt al meermaals benadrukt: de productiviteitswinst (+2,3% in Q2) helpt om**

de productiekosten per eenheid (+0,9%) te beteugelen en de hoge marges van Amerikaanse bedrijven te ondersteunen. **Let op de scherpe matiging van de productieprijzen, een wereldwijd fenomeen waar China zeker een rol in speelt:** de matige binnenlandse vraag, terwijl de productiecapaciteit in veel sectoren een groot overschot vertoont - met elektrische auto's als meest emblematische - wakkert een race aan om marktaandeel voor de export te winnen. Dat zet de deflatoire druk in de rest van de wereld in de verf. De markten verwelkomen dan ook de daling van de inflatieverwachtingen die tot uiting komt in swapcontracten en inflatiegelinkte obligaties: het 5-jaars inflatieswapcontract in dollar binnen vijf jaar staat op het laagste niveau sinds december 2022 (2,45% tegenover een fluctuatiemarge tussen 2,50% en 2,80% sinds het begin van het jaar). We merken op dat dit fenomeen ook wordt waargenomen in de eurozone, wat goed nieuws is voor de Europese Centrale Bank (ECB), die niettemin waakzaam blijft (zie de toespraak van haar hoofdeconoom, Philip Lane, in Jackson Hole). Verwacht wordt dat de Federal Reserve zich op 18 september zal voegen bij de lijst van centrale banken die al hebben besloten om hun monetaire beleid in 2024 te versoepelen (ECB op 6 juni, Bank of England, Bank of Canada, Sveriges Riksbank, Swiss National Bank, enz.)

AMERIKAANSE PRESIDENTSVERKIEZINGEN: DE SPANNING IS TE SNIJDEN

Wat uitleg over de Amerikaanse presidentsverkiezingen, die heel wat spanning met zich meebrengen. Terwijl de aanslag op Donald Trump op 13 juli, die volgde op een rampzalig debat voor Joe Biden, de Republikeinse kandidaat een boost had gegeven in de peilingen, heeft het aftreden van de Democratische kandidaat op 21 juli ten gunste van zijn huidige vicepresident Kamala Harris de kaarten opnieuw geschud. Denk aan meer verdeelde peilingen in de zeven belangrijkste staten waar de voorsprong van Donald Trump aanzienlijk is geslonken. De verkiezingen van 5 november, die ook het Congres betreffen, naderen met rasse schreden. **Het lijkt erop dat 'Kamalmania' de media in de ban heeft en dat de kans op een overwinning van Trump afneemt. We moeten echter het gebrek aan duidelijkheid benadrukken in het programma dat Kamala Harris had voorgesteld, dat zich vooral richtte op de linkse verschuiving die ze wil aanbrengen in het federale economische en sociale beleid, wat zeker niet onbelangrijk is voor Amerikaanse aandelen.** Om een voorbeeld te geven: haar voorstellen om de belastingen op bedrijven (van 21% nu naar 28%, en 35% vóór de verlaging waartoe Trump in 2017 heeft besloten) en vermogende gezinnen te verhogen om tussen de \$1700 en \$2000 miljard aan sociale beloften aan de werkende en middenklasse over een periode

van tien jaar te financieren (schattingen van het *Committee for a Responsible Federal Budget*) zullen Wall Street niet geruststellen. De vraag is of deze mengelmoes van aankondigingen in de eerste plaats politiek is, met het doel om de linkerkant van de Democratische partij achter de kandidaat te krijgen. Ondertussen lijkt Kamala Harris afstand te willen nemen van de groepen die als 'woke' worden beschouwd (zij hadden tijdens de conventie in Chicago niets in te brengen), en in het tegenovergestelde geval, of de Democraten de meerderheid in het Congres zullen hebben om dit programma uit te rollen. Dit zijn essentiële vragen: het gemiddelde belastingtarief voor de "Magnificent Seven" is 14% sinds 2017; het mediane belastingtarief voor de belangrijkste Amerikaanse beursindex is 20% over de afgelopen vijf jaar (bron: Berenberg). Volgens de Cahiers Verts de l'Économie zouden de gevolgen van de in het Democratische programma geplande verhoging van de belastingdruk, die niet volledig zou worden gecompenseerd door het Keynesiaanse beleid om de vraag aan te wakkeren, leiden tot een gemiddelde inkrimping van de nettowinsten van bedrijven met 10%, en zouden ze vooral de technologiesector raken. Ondanks de grillen van zijn kandidaat lijkt een overwinning van het Republikeinse kamp in het Witte Huis en het Congres veelbelovender voor Wall Street.

CONCLUSIE

Heeft de zomer het basisscenario fundamenteel veranderd? Volgens ons niet: de wereldwijde groei blijft steken rond de 3% per jaar. De hypothese van een *soft landing* wordt in de Verenigde Staten niet in vraag gesteld. De Chinese binnenlandse vraag blijft middelmatig, wat de deflatoire druk in de verwerkende industrie aanwakkert. In de eurozone blijft de bedrijvigheid in de industrie zwak en verzwakt ze in de dienstensector, terwijl huishoudens aarzelen om meer te

consumeren (bbp-groei op jaarbasis van +1,2% in de 1e helft). Het proces van wereldwijde desinflatie gaat door, waardoor centrale bankiers hun monetaire beleid kunnen versoepelen, wat op zijn beurt de druk op de obligatiemarkten verlicht. Samenvattend: hoewel het momentum voor de bedrijven er minder veelbelovend uitziet dan een paar maanden geleden, geeft de versoepeling van de financiële voorwaarden de markten reden tot hoop.

DISCLAIMER

De bovenstaande inhoud is geproduceerd en wordt verspreid door Pure Capital S.A. Hij wordt uitsluitend ter informatie verstrekt en is bedoeld om de beheersactiviteiten van Pure Capital S.A. weer te geven. (hierna "Pure Capital") en om informatie te verstrekken over haar beleggingsstrategieën. De informatie of gegevens (inclusief tekst en fotomateriaal) in dit document zijn auteursrechtelijk beschermd en mogen niet worden gereproduceerd of gedistribueerd aan derden, geheel of gedeeltelijk, zonder voorafgaande toestemming van Pure Capital.

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 een publicitaire mededeling. Hoewel deze inhoud niet onderworpen is aan een verbod op gebruik voorafgaand aan de verspreiding (bijvoorbeeld om orders uit te voeren), streeft Pure Capital er niet naar om er winst uit te halen. Voor meer details over de beleggingsproducten zijn de officiële verkoopdocumenten (het document met essentiële beleggersinformatie, het prospectus, het halfjaarlijks verslag en het jaarverslag) kosteloos verkrijgbaar op verzoek bij Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital" genoemd) (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 is er niet verantwoordelijk voor.

Er kan geen garantie worden gegeven dat de beleggingsdoelstellingen zullen worden bereikt. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. De prestaties kunnen variëren in de tijd. De netto-inventariswaarde van de portefeuille is afhankelijk van de marktontwikkeling. Elk beleggingsfonds is derhalve onderhevig aan marktschommelingen en het is mogelijk dat de belegger slechts minder terugkrijgt dan hij heeft geïnvesteerd.

Uw rekeningshouder kan u jaarlijkse bewaargevingskosten in rekening brengen. Zij verschillen van instelling tot instelling. Als u wilt weten wat dat zijn, vraag het dan.

Dit document wordt u ter beschikking gesteld met dien verstande dat het niet de primaire basis voor uw belegging vormt. Elke investering moet het resultaat zijn van een voldoende geïnformeerde en goed geïnformeerde beslissing.