



Opgesteld op 5 juni 2023

MAANDELIJKSE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

NAAR EEN MEER ONZEKERE TWEEDE HELFT

Terwijl de beursindexen op sleeptouw worden genomen door de hype rond de snelle toepassing van generatieve artificiële intelligentie (AI), zijn er steeds meer tekenen dat de wereldeconomie stopt. De gevolgen van de kredietcrisis beginnen voelbaar te worden, vooral in de vastgoed- en bouwsector. Een restrictief monetair beleid verspreidt zich geleidelijk over de hele economie. Ondanks de sterke arbeidsmarkt worden de gezinsbestedingen aangetast door het verlies aan reële koopkracht en de dreigende verdwijning van het spaaroverschot dat tijdens de gezondheids crisis is opgebouwd. China's economische opleving (einde van het Covid zero-beleid) verzwakt. Het enige echt goede nieuws, afgezien van het akkoord over het Amerikaanse federale schuldenplafond, is de voortzetting van het desinflatieproces, versterkt door de scherpe correctie van de energieprijzen, die ons de hoop geeft dat de cyclus van renteverhogingen door de centrale banken snel tot een einde komt.

EEN SOMBER GROEITRAJECT OP KORTE TERMIJN

We vermeden de recessie tijdens de winter, maar tegen het einde van dit jaar kan ze opduiken. In 2022 heeft de combinatie van de enorme energieschok en de sterke stijging van de rentevoeten (+500 basispunten voor de beleidsrente van de Amerikaanse Federal Reserve, d.w.z. +5% sinds maart 2022) ertoe geleid dat de overgrote meerderheid van de economische spelers een recessie verwachtte. De meest kwetsbare regio was Europa, door zijn afhankelijkheid van Russisch aardgas. Dankzij het krachtdadige optreden van de overheden (zoeken naar alternatieven voor de Russische invoer, vergemakkelijkt door de verminderde Chinese vraag naar LNG, energiebesparingsprogramma's, steunplannen voor huishoudens en bedrijven), in combinatie met vrij zachte wintertemperaturen en een daling van het aardgasverbruik met ongeveer 15%, vooral dankzij de productiekrimp in de verwerkende sector, kon Europa de schok boven verwachting opvangen. De groothandelsprijzen voor aardgas zijn op 24 februari 2022 in Oekraïne teruggevallen naar het niveau van voor het Russische offensief. De invoer van energieproducten, waarvan de totale kosten op het hoogtepunt van de crisis meer dan 5% van het bbp bedroegen in de eurozone, zal naar verwachting ongeveer 2,5% van het bbp bedragen in het tweede kwartaal van 2023, een echte verademing voor de economie. We willen er ook op wijzen dat de strategische aardgasvoorraden aan het einde van de winter ruim boven hun historische gemiddelden liggen. Gezien de aanpassingen die de komende maanden niet meer hoeven te worden gedaan, zou de eurozone de winter van 2023-2024 veel beter kunnen ingaan.

Zoals we in onze vorige brieven al hebben aangegeven, was de economische activiteit uiteindelijk sterker dan verwacht, vooral in de dienstensector. Die profiteert immers nog steeds van de heropening van de economieën na covid. Daardoor konden beursgenoteerde bedrijven goede resultaten publiceren in het eerste kwartaal en stabiliseerde de winstconsensus (de verwachtingen van analisten) voor

de rest van het jaar. De beursindexen hebben hier logischerwijs van geprofiteerd (een stijging van ongeveer 8-10% afhankelijk van de markt sinds het begin van het jaar), mede dankzij de stabilisatie van de langetermijnrente, die de verwachtingen van beleggers over het toekomstige monetaire beleid weerspiegelt. De inflatieverwachtingen bleven goed verankerd (geloofwaardigheid van centrale banken in de strijd tegen inflatie), terwijl het desinflatieproces in de Verenigde Staten doorging, vooruitlopend op de Europese cyclus (inflatiedruk nog steeds zorgwekkend volgens de Europese Centrale Bank). Weinig beleggers geloven in het scenario van de loon-prijsspiraal, tenminste wat betreft de lonen in de VS, waar ze minder snel stijgen.

Op korte termijn is de situatie echter zorgwekkender geworden. De effecten van het restrictieve monetaire beleid worden geleidelijk voelbaar. De stijging van de rente ging gepaard met een aanscherping van de voorwaarden voor bankleningen, in de Verenigde Staten nog verergerd door de crisis bij kleine banken, wat een aanzienlijke impact heeft gehad op de commerciële vastgoedsector. Terwijl de dienstensector redelijk robuust blijft (transport, toerisme, enz.), dalen de indicatoren voor het ondernemingsklimaat in de industriële sector. Meer in het algemeen zien we een vertraging in de voorlopende economische indicatoren. In economieën die in hoge mate afhankelijk zijn van de financiële gezondheid van de gezinnen is de vraag of zij de motor van de economische groei kunnen aanjagen heel pertinent. Tot nu toe hebben de ijzersterke arbeidsmarkt (bedrijven zijn niet geneigd om personeel te ontslaan terwijl de winsten over het algemeen hoog blijven) en het spaargeld dat tijdens de pandemie is opgebouwd, consumenten in staat gesteld om de inflatieschok op te vangen. Er komen echter stilaan barstjes in dat verhaal, door de neergang op de huizenmarkt en het verlies van reële koopkracht (loongroei onder inflatie). Tot slot merken we op dat de opleving in China na Covid is vertraagd.

Het logische gevolg van deze eerder middelmatige vooruitzichten voor de wereldwijde groei in de tweede helft van het jaar is een afwachtende houding van beleggers en een underperformance van de aandelenmarkt door cyclische sectoren, met name energieaandelen en grondstoffenproducenten. Alleen technologieaandelen, en dan vooral de aandelen die direct te maken hebben met generatieve AI (Nvidia, ASML, ASM International, Alphabet, Microsoft, enz.), hebben de afgelopen weken goed gepresteerd. De Amerikaanse markten worden echter gedreven door een steeds beperkter aantal aandelen, terwijl de rest van de markt sinds het begin van het jaar nauwelijks positief heeft gepresteerd, wat de grote terughoudendheid van beleggers weerspiegelt. De verwachte algemene vertraging van de winsten van beursgenoteerde bedrijven in 2023, met een neerwaartse druk die al zichtbaar is op de winstmarges in de

Verenigde Staten (zij het met grote sectorverschillen), in combinatie met de relatieve stabiliteit van de langetermijnrente, verklaart perfect het gebrek aan energie in de indexen. We zeggen het keer op keer: Amerikaanse aandelen zijn duur in absolute termen en ten opzichte van obligatiemarkten op een moment dat het recessiescenario geloofwaardiger is geworden. De Nasdaq-markt noteert meer dan 28 keer de geschatte totale winst voor 2023! Alleen het vooruitzicht van het op handen zijnde einde van het monetaire verkrappingsproces door de Amerikaanse Federal Reserve (Fed), waarvan de functionarissen hebben aangegeven een pauze te willen inlassen om de effecten van hun beleid en de recente bankenstress beter te kunnen beoordelen, zal de indices waarschijnlijk verder ondersteunen. Toch moeten we waarschijnlijk niet verwachten dat de Amerikaanse centrale bank voor eind 2023 begint met het verlagen van de rente.

GENERATIEVE AI: EEN REVOLUTIE DIE MEER AANDACHT VAN BELEGGER VERDIENT

Sinds de enorme hype rond OpenAI's ChatGPT generatieve AI-model, blijven fantasieën het debat domineren. Het onderwerp is op zich goed voor een maandelijkse nota, gezien de mate waarin deze revolutie waarschijnlijk de economie en, fundamenteeler, onze samenlevingen radicaal zal veranderen. Helaas helpt het gebrek aan wetenschappelijke kennis bij de meerderheid van de bevolking de samenleving niet om de problemen op te helderen die gepaard gaan met de zeer snelle toepassing van deze technologie, waarvan de principes niet nieuw zijn. We zijn immers al vele jaren vertrouwd met artificiële neurale netwerken, deep learning en hun toepassingen zoals de chatbots Alexa (Amazon.com) en Siri (Apple), of de autonome rijsystemen die Tesla heeft ontwikkeld. **Wat echter ongezien is, is de combinatie van big data** (de enorme massa gegevens die nodig is om generatieve AI-modellen te trainen), **formidabele computercapaciteit** dankzij de opkomst van nieuwe chips (met name in de categorie GPU of Graphical Processing Unit) **en, natuurlijk, grote vooruitgang in algoritmische wetenschap en convolutive neurale netwerken**, die een aanzienlijke sprong voorwaarts mogelijk hebben gemaakt in de verwerking van menselijke natuurlijke taal. **Deze technologieën hebben snel discussies aangewakkerd over de gevaren van het onredelijk gebruik van AI, terwijl ze in feite al enkele jaren op grote schaal worden gebruikt in verschillende vormen** (waarvan de oudste gebaseerd zijn op andere logica dan neurale netwerken). Expertsystemen worden bijvoorbeeld op grote schaal gebruikt in veel sectoren, waarbij de eerste daten uit de jaren 1960. Let op het grote aantal dystopische romans/films/series waarvan de post-apocalyptische scenario's vaak gebaseerd zijn op de vernietiging van de beschaving door een AI volledig ontspoord. De film *2001: A Space Odyssey* (Stanley Kubrick, 1968) had al veel gedaan om deze fantasieën te verspreiden, met zijn verontrustende AI genaamd HAL.

De vragen die voor ons als beleggers van bijzonder belang zijn, hebben betrekking op de gevolgen van generatieve AI voor bedrijven. Grofweg kunnen we het beleggingsuniversum verdelen in drie groepen die ook overlappingen kennen. De eerste groep omvat **bedrijven die zullen bijdragen aan de ontwikkeling van AI**, zoals NVIDIA met zijn GPU-chips en Microsoft, een partner en aandeelhouder in

OpenAI, de ontwikkelaar van ChatGPT. In de tweede groep plaatsen we **bedrijven waarvan de toetredingsdrempels zullen toenemen en waarvan het bedrijfsvolume zal toenemen door de inzet van generatieve AI**, bijvoorbeeld in medisch onderzoek of onderzoek naar de fysica van nieuwe materialen. **De derde groep bevat de 'slachtoffers' van wat de econoom Joseph Schumpeter creatieve destructie noemde**. We zouden nog een aantal sectoren kunnen toevoegen die weinig last hebben gehad van AI, maar het verspreidt zich zo snel dat we ons moeilijk kunnen voorstellen dat er op de lange termijn nog perfect afgeschermd activiteiten overblijven. Het spreekt voor zich dat veel bedrijven tegelijkertijd tot groep 2 en 3 zullen behoren, afhankelijk van de diversiteit van hun activiteiten. In dit stadium hebben een paar financiële analysebureaus het spel gespeeld om de sectoren en activiteiten te definiëren die het meest bedreigd worden door generatieve AI (met wisselend succes), maar wij denken dat het nog veel te vroeg is om de winnaars van de verliezers te onderscheiden. De snelheid waarmee bedrijven zich aanpassen, die in grote mate zal afhangen van de wetenschappelijke en technologische opleiding van hun werknemers, zal bepalend zijn voor hun overlevingskansen. Het is duidelijk dat we ons vandaag op de eerste groep moeten concentreren: de "verkopers van schoppen en houwelen" in een goudkoorts die veel bedrijven in de kou zal laten staan. Hieronder vallen fabrikanten van halfgeleiderapparatuur, beheerders van infrastructuur en cloudservices, AI-modelontwikkelaars en al het andere dat om dit ecosysteem draait. Let op! Technologieleiders, die vaak als veilige havens worden beschouwd, zullen ook aan het wankelen worden gebracht door AI, waardoor bastions die ooit als onneembaar werden beschouwd, op de proef kunnen worden gesteld. Neem bijvoorbeeld de zoekmachine Google (Alphabet).

Meer in het algemeen **lijkt generatieve AI**, in een tijd waarin de vergrijzing van de bevolking en de aanwervingsmoeilijkheden voor bedrijven wegen op de potentiële groei van de economie, **een grote belofte in te houden om de productiviteit te verhogen**, een belofte die niet volledig kan worden waargemaakt zonder een aanzienlijke versterking van het wetenschappelijk en technologisch onderwijs vanaf jonge leeftijd. Degenen die het vergezochte idee hebben geopperd dat

het beroep van wiskundeleraar uiteindelijk bedreigd wordt door generatieve AI, hebben niets begrepen van wat er op het spel staat.

CONCLUSIE

De verwachte economische groei in de komende maanden is niet bepaald bemoedigend voor beleggers: de totale winsten zullen slechts licht stijgen, als ze al stijgen, terwijl de piek van uitzonderlijke winstgevendheid die we aan het einde van de pandemie zagen, al lang achter ons ligt. Bedrijven hebben geen moeite gehad om de stijging van hun kosten door te berekenen in hun verkoopprijzen, en in veel gevallen zelfs meer. De eindconsument, deels geholpen door de staat, betaalde een groot deel van de rekening voor de inflatieschok. In de Verenigde Staten zijn de winstmarges echter al omgeslagen. Ze houden nog steeds stand in Europa, maar lopen achter op de Amerikaanse cyclus.

Hoewel de waarschijnlijke monetaire pauze van de Fed welkom is, bieden aandelen weinig katalysatoren in de komende maanden. De obligatiemarkten zijn serieuze concurrenten geworden. **We herhalen onze eerder voorzichtige boodschap voor de korte termijn, waarbij we erkennen dat de huidige omgeving sectorspecifieke kansen biedt.** We durven echter te hopen dat de AI-rage geen irrationeel gedrag aanwakkert bij beleggers, zoals tijdens de blockchain- en crypto-activazeepbel tijdens de pandemie. AI verdient beter dan de zoveelste speculatieve zeepbel.

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/verkoopen 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.