

Opgesteld op 2 februari 2023

# MAANDELIJKSE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

## ZAL DE RECESSIE EINDELIJK AFGEWEND WORDEN?

Na een teleurstellende decembermaand (beursindexen dalen met 4 tot 8%), hebben de grootste markten zich hersteld en hebben zij januari afgesloten met aanzienlijke winsten (5 tot 10%). In deze fase van aantrekkende risicobereidheid onderscheidde Europese, Chinese en technologie aandelen zich.

Er waren vele factoren die hiertoe bijdroegen. Wij wijzen op de aanhoudende daling van de energieprijzen, met name de aardgasprijzen en het desinflatieproces in de Verenigde Staten dat nu eindelijk kracht wint (dat gepaard gaat met een geringere stijging van de arbeidskosten). Ook de langetermijnrente en de verwachtingen rond de toekomstige beleidsrente van de centrale banken stabiliseerden (ondanks hun nog steeds harde toon in hun strijd tegen de inflatie). De macro-economische signalen die het scenario van een korte en ondiepe recessie kracht bijzetten (of zelfs een vertraging zonder recessie) en het vooruitzicht van een economisch herstel in China vanaf volgend voorjaar (einde van de "zero Covid"-strategie) geven het vertrouwen opnieuw een boost. Ten slotte lijken de start van het resultaatenseizoen voor beursgenoteerde ondernemingen en de prille prognoses voor het boekjaar 2023 het spookbeeld van een sterke winstdaling voor het lopende jaar weg te nemen.

**Strookt de waardering van de markten, na zo'n sterke rally aan het begin van het jaar, met alle risico's die op de wereldeconomie wegen?**

## GERUSTSTELLELENDE SIGNALLEN

We kunnen er niet omheen: **de macro-economische factoren zijn de afgelopen weken verbeterd!** Het klopt dat de energieschok van vorig jaar heeft geleid tot een sterke krimp van de industriële productie in Europa (5 tot 20% afhankelijk van de sector), waardoor de landen waarvan de industrie een belangrijk gewicht in de toegevoegde waarde heeft, met name Duitsland, snel zijn teruggevallen. Maar **het grootste deel van de rekening voor de energiecrisis** (5% van het Europese bbp) kwam uiteindelijk op het conto van begrotingstekorten, die de nefaste gevolgen van de schok voor de consumptie van de huishoudens en uiteindelijk het bbp (beter dan verwachte prestaties van de eurozone in het vierde kwartaal) aanzienlijk verzachtten. **De commentaren van Europese ondernemingen over hun groei wijzen er eerder op dat hun klanten hun voorraden aanpassen.** Dat is een perfect logische aanpassing aangezien er na de Covidcrisis in bulk werd besteld om de bevoorrading veilig te stellen. De ondernemingen spreken momenteel echter **niet over een ineenstorting van de eindvraag.** Daar zijn talrijke redenen voor. Ondanks alles profiteren de orderboekjes van de bedrijven nog steeds van het herstel na de crisis. Na een inflatieschok als gevolg van een ontoereikend aanbod (halfgeleiders, energie, ecologische overgang, bottlenecks in de productieketens, het Russisch-Oekraïense conflict, enz.) zorgt de hervatting van de investeringen veel ondersteuning van de economische groeivoorzichten. Hierdoor blijven bedrijven financieel gezond, wat gedeeltelijk de verkrapping van de financiële condities compenseert. **Als er in Europa een recessie komt, kan deze minder ernstig zijn dan verwacht.**

De recente opmerkingen van de Duitse minister van Economie, Robert Habeck, die zijn groeiprognoses voor Duitsland in 2023 naar boven

heeft bijgesteld (+0,2% tegen een eerder voorspelde krimp van 0,4%) zijn in dit opzicht bemoedigend. Naast dit goede nieuws in Europa is er natuurlijk **het vooruitzicht van het economisch herstel in China** (18% van het wereldwijde bbp) na een teleurstellend 2022 (3% volumegroei). Dat komt omdat de "zero Covid"-strategie werd versoepeld, ondanks de nog steeds bestaande structurele nefaste factoren (vastgoedcrisis, schuldenlast, vertrouwen van de gezinnen verzwakt door het overheidsbestuur, dat het "oude" ontwikkelingsmodel, gedreven door export en investeringen, versterkt, enz.) **Voor de privéconsumptie wijzen we op de situatie in de Verenigde Staten (twee derde van het bbp).** De arbeidsmarkt is nog steeds sterk. Het tekort aan arbeidskrachten waarmee bedrijven na de gezondheids crisis werden geconfronteerd, heeft hen voorzichtig gemaakt: ontslagprogramma's worden uitgesteld. Want is het nodig om af te danken als de vertraging tijdelijk is? Het banenverlies in de technologiesector (Amazon, Microsoft, Salesforce, Alphabet, enz.) moet worden gerelativeerd. Aanwervingsproblemen in de periode 2020-2022 hebben ertoe geleid dat veel bedrijven hun rekruterings eisen hebben verlaagd. Personeelsafdelingen, die niet kunnen volgen om mensen aan te nemen (sollicitaties verlopen vaak online) profiteren van de vertragende activiteit om zich te ontdoen van de minst productieve profielen, met name in sales en digitale marketing. We moeten echter oppassen dat we de veerkrachtigheid van de Amerikaanse consument niet overschatten, want zijn koopkracht is aanzienlijk uitgehold (loonstijgingen onder de inflatie, minder dan 5% per jaar)! Het tijdens de gezondheids crisis opgebouwde spaargeld werd grotendeels gebruikt om evenveel te blijven consumeren. Alleen de verdere desinflatie - het beste wapen om de koopkracht van de huishoudens te garanderen - in combinatie met een veerkrachtige

arbeidsmarkt, kan een recessie in de VS in 2023 hopelijk afwenden. Als samenvatting van bovenstaande evoluties merken wij op dat **het Internationaal Monetair Fonds onlangs zijn mondiale groeioprognose voor 2023 heeft verhoogd tot 2,9% in volume**, een stijging met 0,2% ten opzichte van zijn laatste raming van oktober.

Wat is het gevolg van een minder ernstig recessiescenario voor de aandelenmarkten? De groei is uiteraard bepalend voor de evolutie van de bedrijfswinsten. Terwijl het afgelopen december volkomen legitiem was om voorzichtig te zijn met een **consensusprognose van 2% en 5% groei van de bedrijfswinsten in respectievelijk Europa en de VS voor 2023**, zijn deze prognoses **nu geloofwaardiger** geworden. Hoewel ze niet wijzen op een forse groei van de cashflow in de komende maanden, weerspiegelen zij wel redelijke en plausibele marktverwachtingen. Zo verkleint het risico van onaangename verrassingen en teleurstellingen wanneer

beursgenoteerde ondernemingen hun kwartaalresultaten bekendmaken. Ook de recente ontwikkelingen op de bedrijfsobligatiemarkten (spreads tussen bedrijfs- en staatsobligaties), die de visie van beleggers op de financiële gezondheid van de privésector weerspiegelen, zijn tamelijk geruststellend. Bovendien kunnen we dankzij het toegenomen vertrouwen in de consensusprognoses **positiever worden over de Amerikaanse markt, die in dit stadium van de conjunctuurcyclus niet als goedkoop** kan worden omschreven (geschatte gemiddelde koers-winstverhouding in 2023 van ongeveer 18,5, boven het tienjarig historisch gemiddelde van 17 keer de winst). De beurs van New York zal ongetwijfeld erg gevoelig blijven voor de evolutie van de rentecurve en dus voor het verloop van de inflatie in de komende maanden. De reële 10-jaars dollarrente (na verwachte inflatie) is gedaald van 2% in november vorig jaar tot ongeveer 1,25%, wat grotendeels het herstel van Amerikaanse aandelen en technologieaandelen verklaart (+10% alleen al in januari).

## DE LAGERE RENTEVOETEN ZIJN DE BELANGRIJKSTE AANJAGER VAN DE MARKTSTIJGING

**Dit goede macro-economische nieuws zou niet mogelijk zijn geweest zonder een forse terugval van de energieprijzen.** Dit is natuurlijk dé meevaller van de laatste weken. De groothandelsprijzen voor aardgas (eerste leveringstermijnen) staan terug op het niveau van vóór het Russisch-Oekraïense conflict. Hoewel de langetermijnproblemen niet verdwenen zijn (zie onze vorige maandelijkse nota) en de heropening van China de vraag naar fossiele brandstoffen zou moeten ondersteunen, is het evident dat deze algemene daling van de energieprijzen een verademing is voor bedrijven en huishoudens. Uiteraard zal het even duren voor de tegenschok er komt, afhankelijk van de voorwaarden van de distributiecontracten, het dekkingsbeleid en de overheidsmaatregelen.

We mogen echter niet te veel lezen in deze snelle terugval van de energieprijzen! De markten zijn in feite nog steeds krap. De investeringsbehoeften in hernieuwbare energiebronnen (verscheidene punten van het wereldwijde bbp per jaar om de doelstellingen van koolstofneutraliteit te bereiken) en fossiele brandstoffen (vooral in aardgas en LNG) zijn enorm als we de komende jaren vraag en aanbod van primaire energie in evenwicht willen brengen. De prijzen zullen hoog blijven (gemiddeld boven de niveaus van vóór de crisis) in een geopolitieke context die op korte termijn geen steun zal bieden. **De recente correctie van de energieprijzen mogen we in geen geval als tijdelijk beschouwen.** Dit wordt verklaard door de vrij zachte winter op het noordelijk halfrond en door de inkrimping van de industriële productie in de elektro-intensieve industrieën (Europa). Ook hebben de Europese landen hun strategische aardgasvoorraden succesvol aangevuld (mede dankzij de omleiding van LNG-tankers die oorspronkelijk voor China bestemd waren) en hebben de Verenigde Staten hun strategische oliereserves aangesproken. Wat de groothandelsprijzen voor elektriciteit betreft, is de hervatting van de Franse nucleaire productie (dankzij de aanwerving van enkele honderden Amerikaanse en Canadese lassers die in Europa niet te vinden waren, een

fataal gevolg van de vernietiging van een topsector) een belangrijke factor geweest voor het herstel van het marktverwicht.

**De stijging van de beursindexen is uiteindelijk te danken aan het basisidee dat de recessie ondiep zal zijn** (en dat de winsten dus weinig zullen dalen) en **gepaard zal gaan met een fase van desinflatie** die wordt versterkt door de daling van de energieprijzen en de verankering van de inflatieverwachtingen (geen loon-prijsspiraal), **waardoor kan worden geanticipeerd op het nakende einde van de monetaire verstrakkingscyclus** (stabiele lange rente gevolgd door een daling). Dit scenario is uiteraard het meest gunstig voor risicovolle activa en in het bijzonder voor aandelen.

Meer activiteit dan verwacht betekent echter ook mogelijk hogere inflatie. Vooral de heropening van China (20% van de wereldinvoer van olie en aardgas, meer dan 50% van de wereldinvoer van ijzererts en non-ferrometalen) doet vrezen voor verdere druk op de energie- en grondstoffenmarkten. Laten we niet vergeten dat de centrale banken vooral de eindvraag voldoende willen afremmen om de inflatiedruk definitief te doorbreken en de verwachtingen van de economische actoren te verankeren. Dat brengt onvermijdelijk een stijging van de werkloosheidsgraad en in sommige landen een afkoeling van de vastgoedmarkten met zich mee. Als de vraag naar arbeid niet voldoende afneemt, zal een stijging van de lonen met 4-5% per jaar onvermijdelijk zijn met de inflatiedoelstelling van 2% van de Federal Reserve en de Europese Centrale Bank (ECB). Met andere woorden, **het goede macro-economische nieuws** (de economie die beter bestand is tegen de inflatieschok) is **misschien niet naar de zin van de centrale bankiers. Die zouden immers de hoop van beleggers** op een mogelijke pivot in het monetaire beleid in 2023-2024 (die precies tot uiting komt in de rentecurve van de dollar) **kunnen temperen.**

## CONCLUSIE

De eerste Fed- en ECB-vergaderingen van 2023 zullen de toon zetten voor de rest van het jaar. Terwijl de Amerikaanse centrale bank met meer vertrouwen kan stellen dat het leeuwendeel van de monetaire verkrapping achter de rug is en dat een pauze mogelijk is (zonder een verlaging van haar beleidsrente voor het einde van het jaar aan te kondigen), kan hetzelfde niet worden gezegd van de eurozone, waar de inflatiedruk nog steeds zeer hoog is. Zonder energieprijzen stegen de prijzen met meer dan 7% op jaarbasis. Dat wijst erop dat de spanningen zich over de hele economie verspreiden, met name in de dienstensector, de voedingssector en de industrie. De massale begrotingssteun en het

gebrek aan productiviteitswinsten (bedrijven beschermen hun winstgevendheid door hun verkoopprijzen te verhogen) onderscheidt de eurozone van de VS. Dat helpt de ECB niet in haar strijd om in 2025 opnieuw haar doelstelling van 2% te behalen. De strijd tegen de inflatie is geen sinecure. Begin dit jaar lijken de markten te hebben gekozen voor een rooskleurig scenario, dat van een snelle desinflatie in combinatie met een zachte landing van de economie. **Hoewel we opgetogen zijn met de tamelijk positieve ontwikkelingen die de stijging van de risicobereidheid rechtvaardigen, adviseren wij beleggers niettemin om waakzaam en strikt te blijven bij hun beleggingsbeslissingen.**

---

## 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 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](http://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.