



Geschreven op 1 september 2023

MARKET OVERVIEW

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

STIJGENDE LANGETERMIJNRENTE EN SOMBERHEID IN CHINA

Tot nu toe is het een vrij rustige zomer geweest op de aandelenmarkten. Na een maand juli die in het teken stond van de Amerikaanse technologieleiders en werd gekenmerkt door kwartaalresultaten zonder echte verrassingen, kregen de indices een bescheiden terugval te verwerken na de stijging van de langetermijnrente en de teleurstellende Chinese economie. De belangrijkste aandelenmarkten daalden met 2 tot 3%, waardoor ze terugvielen tot hun niveaus van begin juli en de performance terugviel tot ongeveer 10 tot 12% sinds 1 januari voor de belangrijkste wereldindices, uitgedrukt in euro's.

ZACHTER LANDING IN DE VERENIGDE STATEN EN ONGERUSTHEID IN CHINA

Het basisscenario van de financiële markten lijkt iets minder pessimistisch dan aan het begin van de zomer. De economen van de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) zijn afgestapt van het idee van een matige recessie ten gunste van een zachte landing voor de Amerikaanse economie. Veel economische voorspellingsbureaus hebben zich hierbij aangesloten. De economische indicatoren die tijdens de zomer werden gepubliceerd, waren in feite vrij gunstig, vooral de kleinhandelsverkoop, die getuigt van de gezonde financiële gezondheid van de Amerikaanse consument en de sterke arbeidsmarkt. De afkoelende inflatie, gecombineerd met een loonstijging die hardnekkig lijkt (iets meer dan 4% per jaar), ondersteunt het reële inkomen van huishoudens (na inflatie). **Het desinflatieproces zette zich voort, eerder in lijn met de verwachtingen van economen.** Dankzij de daling van de energieprijzen en aanzienlijke basiseffecten bedraagt de totale inflatie gemeten door de PCE-index nu slechts 3,3% op jaarbasis, het laagste niveau sinds april 2021. Zonder de energie- en voedselprijzen bedroeg de prijsstijging op jaarbasis 4,2%. Ook al is de inflatievrees niet helemaal weggeëbd bij de hoge pieken van de Federal Reserve, wat de tijdige voorzichtigheid in hun recente commentaren verklaart (cf. de toespraak van Fed-voorzitter Jerome Powell op het Jackson Hole symposium). De macro-economische context van de VS is eerder geruststellend, ondanks de minder vriendelijke commentaren van Fitch over het gewicht van de federale schuld.

Hetzelfde kan niet gezegd worden van China, dat nog steeds kampt met problemen in de vastgoedsector. De hoop op een krachtig economisch herstel na het loslaten van de "zero Covid"-strategie werd aan diggelen geslagen door een reeks teleurstellende indicatoren. De productiesector lijdt onder de bijstelling van voorraden die gepaard gaat met de standaardisatie van logistieke en productieketens over de hele wereld. De consumptie blijft traag ondanks een herstel in de reis- en toerismesector, terwijl de crisis in de vastgoedsector (een kwart van China's bruto binnenlands product is direct en indirect getroffen) nog

steeds niet opgelost is. De ellende van ontwikkelaar Country Garden (€176 miljard schuld volgens Bloomberg), die midscheeps werd getroffen door het mislukken van zijn extravagante Forest City-project in Maleisië (ter waarde van \$100 miljard), doet denken aan die van ontwikkelaar Evergrande twee jaar geleden. Deze laatste heeft onlangs zijn schuldeisers herinnerd door faillissementsbescherming aan te vragen (hoofdstuk 15) in de Verenigde Staten, om een akkoord te bereiken over de herstructurering van zijn schulden onder de Amerikaanse wetgeving. De financiële problemen van projectontwikkelaars en hun impact op de financiële gezondheid van lokale overheden voeden de twijfels over *shadow banking* (niet-bancaire financieringskanalen die volgens de *Financial Stability Board* goed zijn voor 60% van het bbp). De stimulusmaatregelen van Beijing en de People's Bank of China hebben tot nu toe een zeer beperkt effect gehad op de economische activiteit en de eindvraag. Het thema deflatie doemde tijdens de zomer weer op, terwijl de Aziatische aandelenmarkten en valuta's niet in goeden doen waren. Wat nog zorgwekkender is, is dat terwijl we het al hadden over de verslechtering van het openbaar bestuur sinds het 20^e Congres van de Chinese Communistische Partij, waarbij het hele staatsapparaat in een wurggreep werd gehouden door één politieke stroming onder leiding van Xi Jinping. Lokale voorspellingsbureaus kreunen nu onder de toegenomen politieke druk om de realiteit van economische en sociale problemen te verbergen of op zijn minst af te zwakken. Als veelzeggend symbool van deze scherpe verslechtering van de transparantie zal de nauwlettend in de gaten gehouden indicator van de werkloosheid onder 16- tot 24-jarigen (21,3% afgelopen juni) niet langer worden gepubliceerd door het Nationaal Bureau voor de Statistiek. De politieke risicopremie op Chinese activa - het waarderingsverschil tussen Amerikaanse en Chinese aandelen is het grootst sinds 2000 - is volkomen gerechtvaardigd. **De waarderingsnormen die gelden voor de financiële activa van liberale economieën kunnen immers niet als maatstaf dienen in een autocratie die steeds verder afwijkt van gezonde**

bestuurspraktijken, terwijl de oplossing van haar structurele problemen transparantie en rationaliteit vereist, en warmere betrekkingen met de Verenigde Staten.

In de eurozone heeft de activiteit, ondanks de energieschok in verband met Oekraïne, weer wat aan kracht gewonnen na de zeer lichte technische recessie in de winter van 2022/2023. We mogen niet vergeten dat voor de Europese Unie de invoer van aardgas tussen de tweede helft van 2021 en april 2023 extra kosten met zich meebrengt van ongeveer 260 miljard dollar (1,7% van het bbp van de EU in 2022!). Het feit dat de diensteneconomie beter standhoudt, betekent echter

LANGETERMIJNRENTE IN DE LIFT

Ondanks de realiteit van het desinflatieproces (vooral zichtbaar in de Verenigde Staten) en de deflatoire druk in China, zijn zowel de nominale als de reële langetermijnrente (na verwachte inflatie) weer gaan stijgen. We zien een versteiling van de rentecurves, gemeten aan de hand van het verschil tussen de rente op 10-jaars en 2-jaars staatsobligaties. Dit geldt met name voor de VS, waar de reële langetermijnrente opnieuw de symbolische grens van 2% heeft bereikt (het hoogste niveau sinds 2009) na afgelopen voorjaar te zijn gedaald tot ongeveer 1,2%. Het nominale rendement op schatkistpapier met een looptijd van 10 jaar bereikte 4,3%, het hoogste niveau sinds 2007, voordat het zich eind augustus stabiliseerde rond 4,1%. Het is belangrijk op te merken dat het niet de inflatie is die de economische actoren lijkt te storen - hun verwachtingen die worden weerspiegeld in de *inflation linked bond* markten zijn redelijk stabiel. Dit is inderdaad een stijging van de reële rente, maar er is geen eensluidende verklaring voor. Sommige waarnemers wijzen op de zwakte van de Aziatische valuta's, wat de verkoop van Amerikaanse Treasuries door centrale banken (China, Japan) aanwakkert, terwijl tegelijkertijd de Amerikaanse financieringsbehoeften hoger zijn dan verwacht. Dat is het gevolg van het succes van belastingkredieten gekoppeld aan het infrastructuuruitgavenprogramma van de *Inflation Reduction Act* (IRA); het federale begrotingstekort voor 2023 is hoger dan het Congressional Budget Office voorspelde op 6,3%. Anderen wijzen op het groeiende besef bij beleggers dat het monetaire beleid van de Fed wel eens langer krap zou kunnen zijn, waardoor de risico's van neerwaartse inflatieweerstand in de komende maanden worden benadrukt. Wat de dominante factor ook is, de situatie is niet zonder gevaar voor de waardering van risicovolle activa en vastgoedactiva die sterk afhankelijk zijn van financieringskosten. Tegen deze achtergrond benadrukken we de sterkte van de dollar, in tegenstelling tot de analyses die de ronde deden nadat Fitch de rating van de Verenigde Staten downgrade van AAA naar AA+.

Een paar woorden over de tweedekwartaalresultaten van beursgenoteerde bedrijven. Dankzij de publicaties zijn de verwachtingen van analisten voor 2023 gestabiliseerd, wat al goed nieuws is. Dit bewijst ook dat de algemene impact van dit resultaatenseizoen vrij neutraal is voor de schattingen van beleggers. Maar terwijl de nettowinstmarges van Amerikaanse bedrijven (11,5%) stabiel waren tussen het eerste en tweede kwartaal van het jaar, bedroeg de krimp nog steeds 2% over de afgelopen twaalf maanden. De Verenigde Staten zijn dus ongetwijfeld al uit deze buitengewone periode van *"greedflation"* (een neologisme afgeleid van de samentrekking van *greed* of hebzucht, en inflatie), waarin veel bedrijven hun verkoopprijzen veel sneller verhoogden dan de inflatie van hun

dat we in de nabije toekomst niet meer dan een matige stagnatie van het bbp kunnen verwachten, waarschijnlijk tot het voorjaar van 2024. De aanhoudende desinflatie en de gunstige impact daarvan op het reële inkomen van de gezinnen zijn de enige factoren die de algemene voorraadcorrectie in de industriële sectoren, de recessie in de nieuwbouwsector en de afkoelende vraag vanuit China en de Verenigde Staten kunnen compenseren. **De meest prangende vraag blijft echter hoe de inflatie de komende maanden zal evolueren, aangezien zwakke productiviteitswinsten bijdragen tot hogere productiekosten per eenheid.**

productiekosten en zo de stijging van de consumentenprijzen aanwakkerden. Het moet gezegd worden dat de huidige waardering van de Amerikaanse markt (geschatte koers-winstverhouding over 12 maanden van meer dan 19, vergeleken met een historisch gemiddelde over 5 jaar van 18,6, maar in een context van veel lagere rentetarieven) **geenszins het vooruitzicht weerspiegelt van het einde van deze periode van uitzonderlijk prijszettingsvermogen. Voor het eerst sinds 2008 is het verschil tussen het rendement op de vrije kasstroom van beursgenoteerde Amerikaanse bedrijven (verwacht in 2023) en dat van de 10-jaars Treasury in dollars negatief.** Bovendien voorspellen analisten een stijging van de winstmarges in 2024 en een winstgroei van ongeveer 10% (vergeleken met een stagnatie in 2023)! Volgens ons is het risico groot dat de consensus wordt herzien. Europa, waar de waarderingen redelijker zijn, staat voor dezelfde hindernis in 2024, ook al loopt de winstcyclus achter op die van zijn Amerikaanse concurrenten.

We kunnen terecht verrast zijn door de veerkracht van de aandelenmarkindices tijdens de zomer, ondanks de opwaartse druk op de reële rente. In werkelijkheid verklaart het steeds toenemende gewicht van een handvol toonaangevende technologieaandelen (Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon.com, Alphabet, Tesla, enz.), waarvan sommige worden aangedreven door de rage van generatieve artificiële intelligentie (AI), de inertie van de grote indices. **Vergeet niet dat de tien grootste bedrijven in kwestie alleen al bijna 20% van de aandelenmarkindices van de wereld vertegenwoordigen. De goede gezondheid van de markten is dus te danken aan de dynamiek van de effecten die uiterst populair zijn geworden bij beleggers, die ze bijna als veilige havens beschouwen.** De goede resultaten voor het tweede kwartaal rechtvaardigen deels dit enthousiasme en de agressieve positionering van vermogensbeheerders. De waardering van deze leiders, die niet volledig immuun zijn voor de vertraging van de economische groei, zal echter niet onbeperkt kunnen decorreleren met veranderingen in de reële rente (rekening houdend met hun impact op hun theoretische waardering). Dat blijkt uit de consolidatie van enkele procentpunten in de belangrijkste Amerikaanse technologie-indexen sinds 1 augustus. De hoge verwachtingen die beleggers hebben van generatieve AI - ook al is de impact ervan op de winst tot nu toe over het algemeen beperkt, afgezien van een paar specialisten - kunnen leiden tot teleurstelling als de snelle opmars van deze technologie zich niet vertaalt in harde cash. We mikken daarom op grotere verschillen in de beursprestaties van technologiespelers in de komende maanden.



CONCLUSIE

Onze boodschap van voorzichtigheid, verwoord in de maandelijkse nota die begin juli werd gepubliceerd, werd versterkt door de macro-economische cijfers die de afgelopen weken werden gepubliceerd en door de stijging van de reële langetermijnrente. Terwijl de Verenigde Staten het recessiescenario achter zich lijken te laten (dankzij het begrotingsbeleid en de banenmarkt), begint het economisch herstel in China, dat lange tijd de drijvende kracht achter de wereldeconomie is geweest maar nu kampt met een echt bestuursprobleem, op kruissnelheid te geraken. Europa heeft te kampen met zwakke productiviteitswinsten en stijgende productiekosten per eenheid, waardoor het risico ontstaat dat de daling van de inflatie exclusief energie en voedsel vertraagt.

Hoewel de laatste kwartaalresultaten over het algemeen bevredigend waren, dalen de marges in de Verenigde Staten, terwijl ze in Europa op peil blijven, nu de sectoren die het meest zijn blootgesteld

aan de consumentenbestedingen uit de uitzonderlijke periode van 'greedflation' komen. Dat is de bereidheid van bedrijven om hun verkoopprijzen veel sneller te verhogen dan nodig is, in een tempo dat hoger ligt dan de stijging van hun productiekosten. Vanuit dit oogpunt lijkt de winstconsensus voor de komende kwartalen te optimistisch.

Terwijl de stijging van de obligatierente beleggers in staat stelt om de duration (een maatstaf voor de gemiddelde beleggingsperiode) van hun in vastrentende waarden belegde portefeuilles te verhogen, na jaren van magere rendementen, weegt de stijging van de reële rente op de aandelenindices. Hun waarderingen weerspiegelen een nogal rooskleurig scenario, vooral voor volgend jaar. In deze nog steeds onzekere omgeving hebben we geen voorkeur voor een bepaalde beheerstijl en raden we aan om een goede balans binnen de portefeuilles te handhaven.

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.