

Geschreven op 3 november 2023

MARKET OVEREVIEW

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

WACHTEN OP EEN KOOPSIGNAAL

Oktober staat in het teken van de oorlog in het Midden-Oosten en het resultaatenseizoen van de bedrijven over het derde kwartaal. Hoewel de langetermijnrente, zowel nominaal als reëel, iets is gedaald, leiden de gepubliceerde resultaten tot neerwaartse herzieningen van de consensuswinstramingen voor de rest van 2023 en 2024. De aandelenmarkten hebben misschien hun bodem aangetikt.

GEPOLITIEKE CRISIS IN HET MIDDEN-OOSTEN

Nu de oorlog in Oekraïne volop woedt, is er een nieuwe crisis uitgebarsten die de geopolitieke problemen in de wereld nog verergert. De verrassingsaanval op Israël heeft de angst aangewakkerd over het evenwicht op de energiemarkten in het geval van een oncontroleerbare escalatie in de regio. De olie- en gasprijzen, die al stegen door de vastberadenheid van de OPEC om de olieproductie te beperken, blijven hoog. De prijs van een vat Brent ruwe olie uit de Noordzee steeg terug naar niveaus van rond de 90 dollar in de herfst van 2022. **De vraag die beleggers zich stellen is of er een risico is op een nieuwe energiecrisis, vergelijkbaar met de crisis die de wereldeconomie hard trof toen de Russische militaire operaties in Oekraïne begonnen in het voorjaar van 2022.** In dit stadium gaan we niet uit van een worstcasescenario. Iran is ongetwijfeld de hoeksteen van deze crisis. Hoe dat land reageert, zal de komende weken cruciaal zijn. Teheran heeft waarschijnlijk al twee belangrijke doelstellingen bereikt. Enerzijds ondermijnt de oorlog tussen Israël en Hamas de Abrahamakkoorden door de publieke opinie te doen keren tegen regeringen die nauwere banden met Israël steunen, vooral in de soennitische Arabische wereld. Anderzijds schaadt de brute reactie van Israël, waarop Iran ongetwijfeld hoopt, het imago van Israël in het Westen verder, vooral in progressieve kringen, en raakt het Westen verder verwijderd van het "mondiale Zuiden" (net zoals de oorlog in Oekraïne werd ondermijnd door Rusland in een heel andere context). Zal Iran nog verder gaan? Dat is de hamvraag, want de volgende stappen van Teheran zullen afhangen van het binnenlands beleid en de wens om een regime dat al opgeschud is door de economische crisis die de arbeidersklasse hard treft (westerse

sancties) en door de neiging van de hoogopgeleide jeugd om te protesteren en in opstand te komen, niet te verzwakken. We zien niet in welk belang Iran heeft bij het opstoken van oncontroleerbare militaire escalatie door nieuwe fronten te openen. De recente diplomatieke toenadering tot Saoedi-Arabië (onder auspiciën van China) lijkt de relevantie van onze analyse te bevestigen.

Ook al denken we in dit stadium niet aan het scenario van een uitstaande brand, deze crisis noopt natuurlijk om de meest elementaire voorzichtigheid. Het zou ons ook moeten doen nadenken over de oplossingen die de markten bieden om met alle mogelijke scenario's om te gaan. We denken bijvoorbeeld aan de mogelijke opbouw van posities in langlopende staatsobligaties, die goed hun rol kunnen spelen als veilige havens (een daling van 2% van de 10-jarige rente komt overeen met ongeveer 20% return over twaalf maanden voor dollar Treasuries), of de weging van de energiesector in de assetallocatie op een moment dat de groeiende invloed van ESG-beheer (*Environmental, Social, and Governance*) leidt tot een buitensporige onderwaardering van veel bedrijven in de olie- en gasindustrie. Andere activa zijn waarschijnlijk ook beter in staat om schokken op te vangen. We raden op zijn minst aan om een goede diversificatie binnen portefeuilles te handhaven, inclusief blootstelling aan valuta.

DE TWEE VOORWAARDEN VOOR DE START VAN EEN HAUSSEMARKT

Volgens ons staan de aandelenmarkten op het punt om uit te bodemen of hebben ze dat al gedaan, afhankelijk van de index. Na een voorzichtige visie in de zomer zijn we opnieuw optimistischer geworden voor de komende twaalf tot achttien maanden. Lezers zullen dit optimisme op zijn zachtst gezegd misplaatst vinden, gezien de algemene economische situatie (de voorlopende indicatoren zijn niet

bijzonder bemoedigend, vooral in Europa, dat heel traag groeit) en de onrustwekkende geopolitieke omgeving. Men gaat echter zo voorbij aan de werking van de aandelenmarkt als een verdisconteringsmachine. Beleggers kijken nu al vooruit naar 2024 en de volgende cyclische opleving.

Voor een herstel van de aandelenmarkten moet aan twee voorwaarden worden voldaan. De eerste is dat de langetermijnrente, vooral de reële rente, niet meer stijgt. De tweede is het einde van het proces van neerwaartse herzieningen van de geschatte bedrijfswinsten, dat hand in hand zal gaan met de overtuiging dat de voorlopende economische indicatoren inderdaad de bodem hebben bereikt. Aan de eerste voorwaarde wordt binnenkort voldaan. Na verschillende keren het niveau van 5% te hebben getest, daalde het rendement op de 10-jaars Treasuries in dollars terug naar ongeveer 4,60%. De reële langetermijnrente, die medio oktober rond de 2,5% lag, is gestabiliseerd rond de 2,2%. De Europese langetermijnrentes daalden ook licht. Het gemiddelde rendement op in euro luidende *investment-grade* bedrijfsobligaties daalde weer tot onder de 4,4%, nadat het boven de 4,70% was uitgekomen. Kortom, de langetermijnrente, die een impact heeft op de theoretische waarde van aandelen, lijkt te stabiliseren of zelfs licht te dalen. Vorige maand stelden we dat de langetermijnrente grotendeels in lijn lag met redelijke macro-economische aannames en daarom aantrekkelijke koopniveaus bood op de obligatiemarkten. Oktober lijkt ons gelijk te hebben gegeven.

Natuurlijk kunnen we verrast zijn door deze lichte daling van de Amerikaanse langetermijnrente, gezien de kracht van de economische groei in Q3. Die wordt verklaard door de sterke arbeidsmarkt (groei van de consumentenbestedingen in het hoogste tempo sinds zeven kwartalen!) en het begrotingsbeleid (effecten van steunplannen, uitrol van de *Inflation Reduction Act*). Er is echter ook goed nieuws: de matiging van de looninflatie (essentieel in de dienstensector) en de daling van de winstmarge van Amerikaanse bedrijven (1% impact op de daling van de inflatie, wat het einde van de periode van "greedflation" weerspiegelt, zie de nota van oktober) dragen in grote mate bij tot de voortzetting van het desinflatieproces. De stijging van de langetermijnrente deed de rest van het werk. Zo zijn de financiële voorwaarden verder aangescherpt en kon de Federal Reserve haar cyclus van de stijging van de beleidsrente stopzetten (Fed Funds range 5,25% - 5,50%). Toegegeven, haar voorzitter Jerome Powell benadrukte onlangs de langdurige strijd tegen inflatie, waarbij de jaarlijkse inflatiedoelstelling van 2% nog ver weg is. Maar een terugkeer naar een conventioneel monetair beleid (het beleid van voor de *subprimecrisis*) sluit monetaire versoepeling in 2024 niet uit, misschien al volgende zomer. In ieder geval versterkt de consumptieprijsindex PCE, die nauwlettend in de gaten wordt gehouden door de Fed, ons optimisme, want deze bereikte 2,4% in het derde kwartaal (verandering op jaarbasis ten opzichte van het tweede kwartaal), het traagste tempo sinds Q4 2020! In de eurozone erkent de ECB de kracht van de rentestijging die doorwerkt in de financiële condities en de invloed ervan op de economische groei. Hoewel de inflatie nog steeds te hoog is, stellen we vast dat de dienstensector verder matigt. De bedrijfsenquête lijken het idee te ondersteunen dat de desinflatie nu alle activiteitensectoren treft. Terwijl de Federal Reserve als eerste haar beleidsrente zal verlagen, zal de ECB uiteindelijk volgen (eind 2024?).

Laten we nu naar de tweede voorwaarde kijken. Nu de wereldwijde groei blijft vertragen, lijken de voorlopende economische indicatoren hun dieptepunt te hebben bereikt. De productiesector, die vorige winter als eerste in een recessie terechtkwam als gevolg van de stijgende energieprijzen in 2022 en de massale voorraadafbouw door

klanten na spanningen in de toeleveringsketens, vertoont de eerste tekenen van verbetering in de conjunctuurenquêtes, vooral in de VS. De diensten die beter stand hadden gehouden, zullen er langer over doen om te herstellen. Sterke arbeidsmarkten en stijgende reële inkomens van huishoudens als gevolg van desinflatie zullen de consumptie aanzwengelen. Dat is een fenomeen dat al duidelijk zichtbaar is in de Verenigde Staten. De Europese groei mag dan traag zijn, maar is sterk afhankelijk van een herstel van de wereldwijde vraag (verdere verzwakking van de activiteit in mercantilistische landen). Verwacht wordt dat de activiteit deze winter haar dieptepunt zullen bereiken. China daarentegen zit nog steeds met structurele problemen en zal in de toekomst minder bijdragen aan de wereldwijde groei, ondanks meer overheidssteun.

Aan het bedrijfswinstenfront ging het driemaandelijkse resultatenseizoen, dat in grote lijnen in lijn was of iets beter was dan verwacht, gepaard met bijgestelde prognoses voor Q4 en, tot op zekere hoogte, voor 2024. De neerwaartse herzieningen van de consensuscijfers zijn meer uitgesproken in Europa, waar de indices zwaarder wegen op cyclische sectoren. We moeten toegeven dat de lage waardering van Europese activa (nauwelijks 12 keer de verwachte winst over twaalf maanden, vergeleken met 18 keer aan de andere kant van de Atlantische Oceaan) hen niet vrijwaart van teleurstelling. De herziening is echter zichtbaar in de Verenigde Staten, waar de consensusprognose van september van 8% totale winstgroei op jaarbasis voor het 4e kwartaal nu is verlaagd naar 4%. De verwachtingen voor 2024 zijn echter nog steeds optimistisch (+12% vergeleken met +0,6% voor 2023). Sectoren die doorgaans conjunctuurgevoelig zijn, worden natuurlijk het hardst getroffen: consumentenelektronica, financiële instellingen en vastgoed, industrie en basismaterialen. We merken echter op dat de gemiddelde winstmarge van Amerikaanse bedrijven de afgelopen twaalf maanden is gestabiliseerd (12%, d.w.z. het niveau van voor de pandemie). Dat is al goed nieuws na de correctie sinds de piek medio 2022 (einde van de *greedflation*, zie de nota van oktober). Kortom, ook al is het proces van de neerwaartse bijstelling van winstramingen nog niet voltooid, beleggers houden al rekening met het scenario van een vertraging deze winter.

Dan blijft nog hoe de allocatie er moet uitzien. Wat moet ik kopen? De Amerikaanse markten blijven beleggers aanspreken hoewel ze relatief duur zijn. Maar pas op voor de illusies die de grote techbedrijven weerspiegelen. De belangrijkste Amerikaanse beursindex, die gelijkgewogen is en niet op basis van beurskapitalisatie, presteert sinds 1 januari vlak! In een omgeving waar het monetaire beleid en de reële rente weer genormaliseerd zijn en de economische consensus niet langer verslechtert, verdienen Europa, cyclische sectoren en smallcaps meer aandacht. De recente opleving van de aandelenmarktindexen heeft de relevantie van deze analyse aangetoond wanneer de risicoaversie afneemt.

CONCLUSIE

Na enkele maanden van voorzichtigheid op de aandelenmarkten denken we dat de belangrijkste indices op het punt staan hun dieptepunt te bereiken, of dat al hebben gedaan. Daarom moeten we ze goed opvolgen. Toegegeven, financiële analisten moeten hun winstverwachtingen nog verder neerwaarts bijstellen, vooral voor 2024. **De lichte daling van de reële rente, het goede nieuws over de inflatie in de Verenigde Staten en de stabilisatie van de voorlopende economische indicatoren pleiten echter voor meer risico nemen, zowel**

qua duration in obligatieportefeuilles als qua aandelenblootstelling. De grote onzekerheid zal momenten van koerszwakte creëren die goedkope instapmomenten betekenen. Natuurlijk is het onmogelijk om te voorspellen wanneer de markten zullen keren. Het vrij forse herstel van de beursindices begin november, waar de hele aandelenmarkt van profiteerde, geeft echter aan dat beleggers meer te verliezen hebben door toe te kijken hoe de trein voorbijrijdt.

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/verkoop 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.