

Geschreven op 2 mei 2024

MARKTOVERZICHT MEI 2024

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

INFLATIE EN RESULTATENSEIZOEN

Het dominante thema van april blijft het inflatieparcours, voor zover dit de toekomst van het monetaire beleid van centrale banken bepaalt. Het nieuws is gemengd in de Verenigde Staten: in het lange proces van desinflatie dat sinds de piek in 2022 is waargenomen, lijkt de laatste kilometer om de doelstelling van 2% van de monetaire autoriteiten te bereiken het moeilijkst af te leggen. Terwijl de markten in januari nog rekenden op zes renteverlagingen door de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) in de loop van 2024, zijn de verwachtingen nu beperkt tot een of twee verlagingen van elk 0,25%. Terwijl de obligatiemarkten logischerwijs lijden onder aangepaste verwachtingen rond de beleidsrente (stijging van de nominale en reële dollarkoers), blijven de aandelenindexen heel veerkrachtig. Ze steunen op het vooruitzicht van een herstel van de wereldwijde economische activiteit en de geruststellende start van het kwartaalwinstseizoen.

DATAREEKSEN DIE DE ONDERLIGGENDE TRENDS NIET IN TWIJFEL TREKKEN

In de Verenigde Staten lijkt het desinflatietraject een pauze in te lassen. Terwijl de indexen die het meest worden gevolgd door de Amerikaanse centrale bank in maart licht boven de consensus uitkwamen (*Personal Consumption Expenditures price index* PCE en de onderliggende PCE - exclusief voeding en energie - stegen met respectievelijk 2,7% en 2,8% op een jaar, terwijl de economenconsensus in beide gevallen 0,1% lager was), is het de **prijscomponent van "diensten exclusief huisvesting" die problematisch is. Deze stabiliseerde op 3,5% op een jaar.** We zijn dus nog ver weg van het streefcijfer van 2% voor de component die het sterkst gecorreleerd is met de lonen en die een grote impact heeft in een ontwikkelde economie die hoofdzakelijk op dienstensectoren is gericht. De hardnekkig hoge inflatie in de dienstensector is een algemeen verschijnsel dat we ook in Europa zien. Het is logisch dat de Fed tijdens haar laatste FOMC-vergadering (monetair beleidscomité) op 1 mei herhaalde dat ze van plan was om elke beslissing om haar beleidsrente te verlagen, uit te stellen. Gezien de dynamiek van de Amerikaanse economie (reële bbp-groei in het eerste kwartaal van 1,6% op jaarbasis, particuliere binnenlandse vraag - exclusief voorraadmutaties - nog steeds sterk met +3,1%), is er geen objectieve reden om de financiële voorwaarden gauw te versoepelen, zoals we al meermaals hebben uitgelegd in onze vorige commentaren. Toch benadrukken we dat de Amerikaanse centrale bank stoïcijns blijft ten opzichte van de onderliggende trends. De gunstige factoren zijn er nog steeds, namelijk productiviteitsstijgingen en loonmatiging (versterkt door de hoge mate van immigratie die de Amerikaanse economie perfect kan absorberen). Die helpen om de productiekosten per eenheid te drukken. Hoewel de recente cijfers een beetje teleurstellend waren

(hoewel de eerste schattingen later zullen worden herzien), bedraagt de stijging van de productiekosten per eenheid product op jaarbasis slechts 1,8%. Dat sluit aan bij het scenario dat de inflatie op middellange termijn terugvalt naar 2%. Vooral de stijging van de nominale en reële rente in de afgelopen weken (de reële 10-jaars dollarkoers - na verwachte inflatie - ligt nu rond de 2,2%, vergeleken met een bandbreedte van 1,6% tot 1,8% in januari) helpt om de financiële voorwaarden te verkrappen. Dit regelt als het ware de economische activiteit, wat het scenario van een *soft landing* helpt te versterken.

In de eurozone, waar de eerder middelmatige economie **minder slecht blijkt dan verwacht** (herstel van voorlopende indicatoren, stabilisatie van de vastgoed- en kredietmarkten, goede prestaties van de Zuid-Europese landen), **lijkt de Europese Centrale Bank (ECB) nog steeds vastbesloten om haar beleidsrente in juni voor het eerst te verlagen.** Macro-economisch gezien wijst de desinflatie weliswaar op een lichte verbetering van de consumptie, maar de ECB erkent dat de economische groei in de eurozone een kritiek gebrek heeft aan krachtige drivers (zwakke productiviteitsgroei, trage investeringscyclus). Bovendien heeft het begrotingsbeleid niet meer zoveel invloed op de economische activiteit als in het recente verleden. De gematigde retoriek van de ECB en het vooruitzicht van lagere kortetermijnrentes worden omarmd door de financiële markten (tussen nu en het einde van het jaar worden drie renteverlagingen van 25 basispunten - 0,25% - verwacht). De ECB bereidt zich dus voor op een monetair beleid dat afwijkt van dat van de Fed.



EEN GERUSTSTELLEND RESULTATENSEIZOEN

Erst en vooral zien we dat de stijging van de nominale en reële rente - na verwachte inflatie - in dollar slechts een beperkte invloed heeft gehad op de Amerikaanse en wereldwijde aandelenmarkten. Toch zijn de sectoren die het gevoeligst zijn voor de stijgende langetermijnrente niet langer de drijvende kracht achter de indexen. Sinds het begin van het jaar hebben de belangrijkste Amerikaanse indexen voor technologieaandelen minder goed gepresteerd dan indexen die beter gediversifieerd zijn per sector. De heel hoge waarderingen van toonaangevende technologiebedrijven aan het begin van het jaar, gestimuleerd door de opmars van generatieve artificiële intelligentie (AI), zorgden voor een welkome adempauze op de beurs. De gepubliceerde financiële resultaten voor het eerste kwartaal zijn weliswaar zeer goed, maar volstaan niet om de technologie-indexen in hetzelfde tempo te laten blijven stijgen als vorig jaar. **Veel sectoren profiteren dus van sectorarbitrage door vermogensbeheerders. Vooral de meer cyclische segmenten industrie, grondstoffen, energie en bankwezen profiteren hiervan. We zien ondertussen dat de markten in de eurozone uitstekend presteren.** Ze presteren sinds begin dit jaar even goed als de Amerikaanse indexen, als we de stijging van de dollar ten opzichte van de euro buiten beschouwing laten. De overweging van de Europese markten in segmenten die als waardevol en cyclisch worden beschouwd, verklaart deels deze goede prestatie. Europese aandelen lijken ook weer wat aantrekkelijker te worden bij internationale beleggers, die op zoek zijn naar Europese bedrijven die profiteren van de groei in de Verenigde Staten en de vooruitzichten op een herstel van de wereldeconomie. Bovenal zijn Europese activa sterker ondergewaardeerd dan hun Amerikaanse concurrenten, ook al staan hun financiële fundamenten geenszins ter discussie.

Het winstseizoen voor het eerste kwartaal, dat in de VS al goed op gang is, heeft tot nu toe ons basisscenario bevestigd van een *soft*

landing gevolgd door een cyclisch herstel later in het jaar. De winstconsensus, die nu gestabiliseerd is, is geloofwaardiger geworden (winststijging verwacht van 9% in de VS en van 4,3% in Europa in 2024). **Aandelen blijven profiteren van het winstmomentum en het vooruitzicht op een sterkere cyclische opleving van de winst vanaf het einde van het jaar.** Dankzij deze dynamiek kunnen indexen de stijging van de langetermijnrente opvangen (actuariële impact op theoretische waarderingen). Met de publicatie van de resultaten over het eerste kwartaal bevestigen de industriële sectoren die het meest conjunctuurgevoelig zijn dat het dieptepunt in de industriële activiteit zeer waarschijnlijk voorbij is (voorraden op hun laagste niveau, geleidelijk herstel van de orderboekjes in het vooruitzicht). **Bij technologieaandelen leren beleggers soms met scha en schande dat de grootschalige uitrol van generatieve AI een sterke stijging van de kapitaaluitgaven vereist door spelers die een leidende positie willen behouden.** Ter illustratie: na de teleurstellende free cashflow generatie van Alphabet vorig kwartaal, is het nu de beurt aan Meta om een pandoering te krijgen op de markten na de publicatie van de laatste kwartaalresultaten. De beursprestaties van technologieaandelen zijn bijzonder volatiel. We zagen ook winstnemingen in het segment van de halfgeleiders (fabrikanten van componenten en leveranciers van apparatuur), hoewel de sector volgend jaar een sterk herstel van de activiteit zou moeten kennen, en in de IT-diensten (winstwaarschuwing van wereldleider Accenture, gevolgd door verschillende concurrenten). Ze lijden onder een cyclische inkrimping van de consultingactiviteit en de discretionaire uitgaven van klanten. Dat doet echter niets af aan de onderliggende trends in deze sector, die sterk profiteert van de digitalisering van de economie en de noodzaak om bedrijven te ondersteunen bij het inzetten van generatieve AI.

CONCLUSIE

In dit stadium kunnen we alleen onze conclusie van vorige maand herhalen: de aandelenmarkten bevinden zich niet in een zeepbelfase. De waarderingen zijn royaal vergeleken met obligatiemarkten - vooral in de VS, waar de risicopremie laag is - zonder buitensporig te zijn. Het wereldwijd free cashflow rendement bedraagt ongeveer 4% vergeleken met een gemiddelde van 4,5% over de afgelopen twintig jaar. Veel van de meer conjunctuurgevoelige sectoren en de small- en midcaps genieten van aantrekkelijke waarderingen. Beleggers beginnen er dan ook geld in te pompen. Europa blijft over het algemeen relatief goedkoop, net als bepaalde opkomende regio's. Het aanvankelijke ongenueanceerde enthousiasme voor generatieve AI heeft

plaatsgemaakt voor een meer gematigde en vooral voorzichtige benadering bij beleggers. De aanjagers van beursstijgingen zijn niet langer alleen de technologie-reuzen, en dat is goed nieuws. **De winstvooruitzichten zijn over het algemeen verbeterd, dankzij de stabilisatie en vervolgens een voorzichtig herstel van de voorlopende economische indicatoren. Het desinflatieproces richting de doelstelling van 2% blijft overeind, ook al kunnen de datareeksen op kortere termijn tot volatiliteit leiden.** De pivot van de ECB (de renteverlaging) wordt verwacht in juni, terwijl de Federal Reserve voorzichtiger is zonder haar basisscenario in twijfel te trekken.



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 rekeninghouder 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.