



Voor de aandelenbelegger is het jaar 2021 een uitstekend jaar te noemen. Na het zeer moeizame jaar 2020, heeft het herstel in 2021 zich zeer sterk gemanifesteerd. In eerste instantie zijn uiteraard de Centrale banken hier verantwoordelijk voor door de grote kapitaalinjecties welke afgelopen twee jaar hebben plaatsgevonden. Daarnaast hebben overheden op hun manier ingegrepen om de economie staande te houden en getracht het fenomeen Coronavirus de pas af te snijden. De economische zorgen over Corona waren, beurstechnisch gezien, al verrassend snel naar de achtergrond verdreven. Dit eigenlijk al vanaf het 4^e kwartaal 2020. Op dit vlak hoeven we hier dus niet al te rouwig te zijn. Voor de obligatiebelegger daarentegen, laat staan voor spaarders, is het moeilijk en hebben we te maken met zelfs negatieve renteniveaus. Daar waar de aandelenbelegger het jaar 2021 een mooi rendement weet te behalen, zo is het dus voor de obligatiebelegger (uitgezonderd inflatieobligaties) een jaar met kleine minnen. De neutrale belegger, waarbij een portefeuille bestaat uit zowel obligaties als aandelen, kan overigens ook leunen op een mooi rendement, ondanks het drukkende winsteffect van de obligaties. De vraag is uiteindelijk wat het nieuwe jaar ons brengt en hoe de portefeuilles hierop in te richten. De toenemende inflatie is een veelbesproken onderwerp de laatste tijd. Vooral door de geldcreatie van Centrale banken is deze inflatie erin geslopen en het lijkt erop dat dit een permanent karakter gaat krijgen. Overigens is inflatie een normaal economisch fenomeen te noemen. Vraag is echter, hoe deze op een verantwoorde wijze te benaderen. Centrale banken hebben hier een duidelijke visie over. Renteverhogingen zullen een deel van het antwoord zijn en ook zullen de stimuleringsmaatregelen, zoals de opkoop van obligaties, worden ingeperkt. Dit beleid is niet alleen van invloed op de ontwikkeling van obligaties, maar zeker ook de ontwikkeling van de aandelenmarkt. Binnen ons beleggingsbeleid zullen we deze ontwikkeling leidend laten zijn en daar waar dit nodig is, aanpassingen doorvoeren binnen de portefeuilles.

Inflatie

De term inflatie lijkt definitief terug te keren binnen de financiële wereld. Dit zien we vooral aan de blijvend oplopende prijzen van grondstoffen alsook eindproducten. Maar eveneens belangrijk, de rentes op staatsobligaties zien we, zowel in de VS als in Europa, gestaag oplopen. Juist deze ontwikkeling zorgt ervoor dat de volatiliteit (beweeglijkheid) op de

aandelenmarkten duidelijk toeneemt. Binnen de aandelenmarkten kiezen beleggers duidelijk voor specifieke sectoren en laat men andere “rentegevoelige” sectoren even voor wat het is. Dit fenomeen hebben we in ons vorig kwartaalbericht al licht aangekaart.

De rente op tienjarige Duitse staatsobligaties is sinds begin dit jaar met met 0,15% gestegen: van -0,18% naar

-0,03%. In de VS steeg de tienjaarsrente met 0,23% van 1,42% naar 1,75%. Het lijkt fractioneel, maar hiermee lijkt de lange trend van blijvend lage rentes te worden gebroken. Bij verder stijgende rentes zullen met name obligaties te maken krijgen met dalende obligatiekoersen. Het jaar 2021 was al een moeilijk jaar voor obligaties en het lijkt erop dat 2022 niet anders zal worden. Voor aandelenmarkten hoeft een stijgende rente geen directe bedreiging te zijn, mits de stijging niet al te drastisch is.

Nogmaals, de rentestijging is het gevolg van de hoge inflatie(verwachtingen) en de verwachting dat de belangrijke centrale banken, onder aanvoering van de Amerikaanse, 'de geldkraan' nu echt gaan dichtdraaien. Oftewel: stoppen met het blijvend opkopen van obligaties en daarbij overgaan tot het verhogen van de beleidsrentes.

Daar tegenover staat dat de snelle verspreiding van de omikronvariant van het coronavirus dit kwartaal een remmend effect zal hebben op de groei van de wereldeconomie. Dit veroorzaakt aan de ene kant wellicht een tijdelijke inflatiedruk, met de nadruk op tijdelijk. Er wordt verwacht dat de groei die nu wordt 'misgelopen', vanaf het tweede kwartaal zeker zal worden ingehaald.

Voor de economie van China, dat een 'zero-covid'-beleid hanteert en waar enkele steden in volledige lockdown zijn, zal de opmars van omikron weer voelbaar zijn. Dat de aan Beijing grenzende havenstad Tianjin in lockdown is gegaan, kan tot extra verstoring in de toeleveringsketens leiden, wat de kans op aanhoudend hoge inflatie vanuit deze hoek juist weer vergroot.



Rentebeleid

De Amerikaanse centrale bank heeft in een zeer kort tijdbestek een flinke draai gemaakt in haar houding tegenover de hoge inflatie. Tot enkele maanden geleden

geloofde de Fed nog dat de hoge inflatie van tijdelijke aard zou zijn, maar dat idee werd eind november losgelaten. (Opvallend te noemen, omdat menigeen al eerder zag dat deze inflatie niet tijdelijk zou zijn) Na de beleidsvergadering, half december jl. werd duidelijk dat het obligatie-opkoopprogramma sneller wordt afgebouwd en dat er in 2022 waarschijnlijk meerdere renteverhogingen volgen.

Er bleek uit de notulen van die vergadering dat enkele Fed-bestuurders al in maart de beleidsrente willen gaan verhogen, om kort daarna te beginnen met het verkleinen van de balans, waarop te veel opgekochte obligaties staan. Dat betekent dat de opbrengsten van aflopende obligaties (voor een deel) niet opnieuw worden geïnvesteerd in nieuwe obligaties. Op die manier haalt de Fed kapitaal ('liquiditeit') uit het financiële systeem. Vooral die laatste maatregel had het gros van de beleggers niet zien aankomen na de Fed-vergadering in december.



Afgaand op de koersen en contracten op de rentetermijnmarkt, is de kans dat de rente al in maart voor de eerste keer wordt verhoogd, volgens beleggers nu gestegen naar ruim 75%. Voor de publicatie van de Fed-notulen werd een eerste verhoging pas in juni verwacht. En waar in september jl. nog op één renteverhoging in 2022 werd gerekend, is dat inmiddels al uitgekomen op 3 of zelfs 4 verhogingen.

Door de stimulerende maatregelen af te bouwen en de beschikbaarheid van (extra) kapitaal in de markt te verminderen, kan de opwaartse druk op de inflatie afnemen. Een belangrijke taak van de centrale bank is het bewaken van de prijsstabiliteit en een inflatie die langdurig ruim boven de doelstelling van 2% ligt, is ongunstig voor de economie. Maar deze stimulering is ook lange tijd een belangrijke steun geweest voor de aandelen- en obligatiekoersen en die zal de komende tijd dus geleidelijk verdwijnen.

Dit is vooral negatief voor de obligatiemarkten, omdat de obligatierentes daardoor stijgen (en de koersen dus dalen). Obligatiebeleggers eisen een hogere rentevergoeding als compensatie van de hoge inflatie. Voor aandelen hoeft minder stimulering en hogere rentes geen groot probleem te zijn, zolang het geleidelijk gaat en bedrijven hun prijzen kunnen verhogen zodat de winstgroei niet onder druk komt.

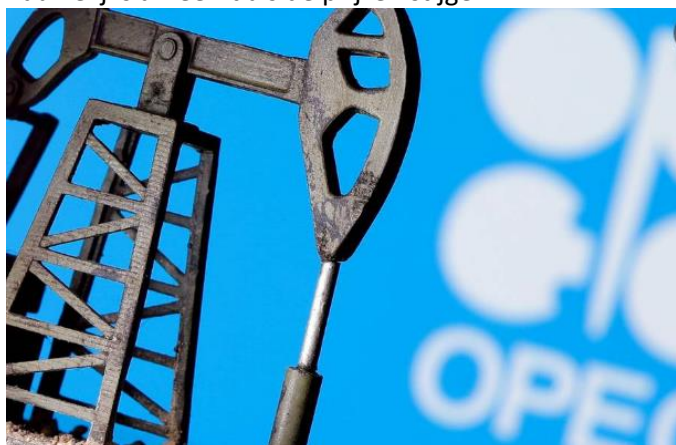
Aandelen/Obligaties

Hogere reële rentes leiden wel tot druk op de waardering (koerswinstverhouding) van aandelen. Voor een verdere stijging van de aandelenkoersen, zullen de winsten dus harder moeten stijgen dan de rente. Maar zolang de reële rentes in Europa en de VS negatief zijn, blijven aandelen vooralsnog de meest aantrekkelijke beleggingscategorie.

Wel zijn sommige bedrijven en sectoren beter bestand tegen stijgende rentes en hoge inflatie dan andere. Dit beeld zien we de laatste weken op de beurs, waar vooral de sectoren energie en financiële waarden beduidend beter presteren dan het marktgemiddelde.

Een hogere rente is positief voor de financiële sector waarbij voor voor banken vooral een steilere rentecurve van belang is. Een groter verschil tussen de korte rente (waartegen banken kapitaal aantrekken) en de lange rente (waartegen ze kapitaal uitlenen). Banken halen het merendeel van hun inkomsten uit dit renteverval, de 'rentemarge', die al jaren onder druk staat, vooral door de lage rentetarieven van de centrale banken. Die situatie lijkt dus te gaan verbeteren.

De hoge inflatie wordt mede gedreven door de gestegen energieprijzen, zoals die van olie en gas. Dit is een belangrijke oorzaak van de sterke prestaties van aandelen van olie- en gasbedrijven. Zij kunnen de prijzen van geraffineerde producten als benzine en diesel verhogen als de olieprijs stijgt, omdat de vraag nauwelijks afneemt als de prijzen stijgen.



En net als op veel grondstoffenmarkten, is op de oliemarkt sprake van een achterblijvend aanbod, doordat er de afgelopen jaren weinig is geïnvesteerd in nieuwe productiecapaciteit. Maar vooral ook de productiebeperkingen die de olieproducerende landen via oliekartel OPEC+ hebben afgesproken, dragen hieraan bij. Het beperkte aanbod leidt tot slinkende olievoorraden en hogere prijzen. De naam kartel geeft het wederom weer aan.

Hoewel de aandelensectoren energie en financiële waarden het in 2021 relatief ook al goed deden, zien we de laatste weken duidelijke signalen van een 'sectorrotatie': een verschuiving in de voorkeur van beleggers van hooggewaardeerde, rentegevoelige 'groeiaandelen' naar de lager gewaardeerde 'waardeaandelen' en cyclische (dus economisch gevoeliger) aandelen. Hogere rentes zorgen vooral voor tegenwind bij hooggewaardeerde aandelen en andere beleggingscategorieën die het moeten hebben van toekomstige winsten.



Bij hogere rentes daalt de huidige 'contante' waarde van die toekomstige winsten. Veelbelovende – vaak technologie-georiënteerde – bedrijven, die hard kunnen groeien maar nu nog weinig of geen winst maken, worden daardoor relatief minder aantrekkelijk. Beleggers krijgen meer oog voor bedrijven die nu al hoge, stabiele winsten en kasstromen realiseren.

Voorkeuren gaan dus duidelijk meer uit naar zogehete waardeaandelen. De sectoren energie en financiële waarden passen hier zeer goed in dit plaatje. Binnen de categorie 'waarde' zien we dat de Europese markt in dit opzicht meer te bieden heeft dan de Amerikaanse markt. Europese aandelen zijn over het algemeen minder gevoelig voor stijgende rentes dan Amerikaanse, omdat de aandelenmarkten in de VS veel meer beheerst worden door hoog gewaardeerde groeiaandelen uit voornamelijk de techsector.

Voor obligatiebeleggers is en blijft het zeer lastig. De rentestijging van de afgelopen weken betekent een slecht begin van 2022 voor obligatiebeleggers. En kijkend naar de signalen welke de Centrale banken afgeven, lijkt het erop dat deze stijgende trend verder doorzet. Daarmee lijkt het tijdperk van historisch lage renteniveaus langzaam tot een eind te komen. Ook de negatieve rente, vooral in Europa, zal richting einde van dit jaar op zijn laatste benen lopen, is de verwachting.

Voor de VS wordt verwacht dat de Amerikaanse tienjaarsrente (nu rond 1,75%) dit jaar tot ongeveer 2,25% kan oplopen. In het kielzog daarvan zullen ook de rentes in andere ontwikkelde economieën verder stijgen.

Binnen het land van obligaties is het dus op zoek gaan naar obligaties met een lage rentegevoeligheid en obligaties welke verbonden zijn met een inflatiecomponent. Staatsobligaties zullen juist sterk vermeden moeten worden gezien de grote rentegevoeligheid.

Visie

Het jaar 2021 heeft laten zien dat we de economische gevolgen van Corona goed het hoofd hebben weten te bieden. Dit ondanks allerlei varianten welke opdoken, waarbij nu de laatste variant Omikron laat zien dat er beurstechnisch weinig aan de hand is. Wereldwijd ontstonden in de aanvoerketens door onderdelentekorten (waaronder computerchiptekorten) en gebrek aan vrachtvervoerscapaciteit (zeecontainers). Kortom: wereldwijd overtrof de vraag het aanbod van goederen en diensten.



Het aanbod tekort en de sterke vraag stuwden de prijzen op voor zowel producenten als consumenten. Oftewel: de inflatie is afgelopen jaar wereldwijd fors opgelopen. Op de financiële markten vertaalt zich dit in opwaartse druk op de obligatierentes. Obligatiebeleggers willen

immers gecompenseerd worden voor het verwachte verlies aan koopkracht van hun uitgeleende kapitaal.

Voor de meeste aandelenbeleggers pakte het economische herstel beter uit dan verwacht. Want ondanks alle zorgen en aanvoerproblemen zijn de winsten van beursgenoteerde bedrijven uit de toonaangevende Amerikaanse S&P 500-index in de afgelopen twaalf maanden met gemiddeld 40% gestegen. Voor aandelen uit de eveneens breed samengestelde Stoxx Europe 600-index bedraagt de gemiddelde winststijging zelfs 50%.

Men verwacht overigens wel (met name door de verkrapting van het monetaire beleid van Centrale banken in verband met hoge inflatie), dat de economische groei in 2022 zal vertragen.



In 2021 zal de gemiddelde winststijging van bedrijven uit de MSCI All Country World-index naar verwachting van analisten uitkomen op ongeveer 38% ten opzichte van 2020.

Voor 2022 verwacht men, vanwege de afnemende economische groei, een gemiddelde winststijging van 5%, aanzienlijk minder dus dan in 2021. Ook voor 2023 wordt een winstgroeiervwachting gesteld van 5% gemiddeld. Dat is iets minder dan de 7% die analisten een aantal maanden eerder gemiddeld verwachtten voor 2022 en 2023.

Onder aan de streep blijft het landschap voor aandelenbeleggingen gunstig, zeker wanneer men dit afzet tegen obligaties en/of liquiditeiten. Echter de hoogte van de rendementen voor deze categorie zullen waarschijnlijk lager komen te liggen dan wat we in de jaren voorheen gewend zijn.

De nadruk van het aandelenbeleid komt daarbij vooral te liggen op de keuze welke soort aandelen en/of beleggingsfondsen op te nemen (waarde of groei) en de vraag welke specifieke thema's kansrijk worden geacht. Al met al een mooie uitdaging waar we graag mee aan de slag zijn!

Overzicht marktprestaties

Benchmark	30-sep-21	31-dec-21	Performance 4e kwartaal	Performance 2021
MSCI World USD	3.096,91	3.173,12	2,46%	17,96%
AEX (Ned)	771,94	797,93	3,37%	27,75%
DAX (Dui)	15260,69	15884,86	4,09%	13,53%
Euro Stoxx 50 (Eur)	4048,08	4298,51	6,19%	20,99%
Dow Jones Ind (VS)	33851,77	36358,00	7,40%	18,79%
S&P 500 (VS)	4307,07	4776,56	10,90%	27,17%
Nasdaq (VS)	14692,33	15674,00	6,68%	21,61%
Nikkei 225 (Jap)	29304,38	28791,79	-1,75%	4,91%
Hang Seng (Hong K)	24510,00	23149,30	-5,55%	-14,99%
MSCI Emerging (Opk. L.)	1276,36	1228,30	-3,77%	-4,91%
Van Eck Global Real Estate	41,32	46,23	11,88%	36,53%
iShares Barclays Corporate Bonds	134,53	133,78	-0,56%	-1,73%
iShares Euro High Yield	101,56	102,65	1,07%	0,77%
iShares EUR Gov.Bnd 5-7	164,30	162,80	-0,91%	-2,03%
iShares EUR Gov.Bnd 7-10	227,57	223,97	-1,58%	-3,87%
JPM Em.Mkt.Bnd ETF	109,63	108,61	-0,93%	-3,71%
Brentolie	78,41	78,99	0,74%	41,58%
Goud	1756,92	1829,51	4,13%	-0,69%
Eur/USD	1,17	1,13	-3,24%	-7,01%

Disclaimer : Ondanks dat de informatie in dit maandbericht is samengesteld met de grootst mogelijke zorgvuldigheid, kunnen er geen rechten aan ontleend worden. Veel van de opgenomen informatie draagt het karakter van een opinie van de samensteller. De geraadpleegde bronnen worden door de samensteller als betrouwbaar beschouwd.