



Het derde kwartaal van dit jaar is voor de meeste aandelenbeurzen positief afgesloten. China daarentegen moest een flinke veer laten. Enkele aandelenindices hebben in deze periode wel een nieuwe all-time high weten te noteren. Echter de laatste weken van september zagen we toch wat vermoeidheidsverschijnselen optreden. De sterke stijging van dit jaar werd daarmee vooralsnog tot een halt geroepen. De oorzaak voor deze hoogtevrees ligt vooral in het vraagstuk omtrent; wel of geen verder oplopende inflatie. Vooral de torenhoge grondstof- en energieprijzen voeren de prijsdruk verder op. Belangrijke vraag voor bedrijven daarbij is, of deze prijsdruk doorgevoerd kan worden naar de consument. Zo nee, dan zal de winstgevendheid onder druk komen te staan. Zo ja, dan zal de inflatie inderdaad kunnen toenemen, waarbij ook de jaren uitgestelde vraag naar loonstijgingen onder de consument zal groeien. Ook dit zal uiteindelijk ten koste gaan van de winstgevendheid. Daarnaast vrezen beleggers, dat een oplopende inflatie tot een snellere afbouw van stimuleringsmaatregelen kan leiden. Een te snelle afbouw kan de economische groei daarbij in de weg komen te staan. Kortom, een lastig vraagstuk wat leidde tot winstnemingen onder de beleggers richting einde kwartaal. Vooral aandelen uit de groeisectoren kunnen last ondervinden van een oplopende rente. Dit bespraken we reeds in ons vorig kwartaalbericht. Sectoren daarentegen zoals energie en financiële waarden, weten juist wel van deze ontwikkelingen te profiteren. Voor de obligatiemarkten zijn de huidige omstandigheden ook niet uitnodigend te noemen. Bij blijvend hoge prijsvorming zal de rente naar verwachting toch verder gaan oplopen. Een stijgende rente heeft een nadelig effect op de koersvorming van obligaties. In dit geval kan zelfs (ondanks de mogelijk negatieve rente op spaargeld) een deel liquide aanhouden een betere keuze zijn, in plaats van het uitbreiden van obligaties binnen de portefeuille.

Inflatie

Het blijkt dat beleggers de laatste tijd wat voorzichtiger aan het worden zijn. En hiervoor zijn een aantal verklaringen te vinden. We zien dat de groei in veel economieën zeker niet slecht te noemen is, maar we constateren wel dat de groeisput aan het vertragen is.

Deze vertraging werd door veel analisten echter nog niet in deze periode verwacht, maar juist in een later stadium. Daarentegen liggen de inflatiecijfers veelal boven de verwachtingen, aangewakkerd door de hoge

energie- en transportprijzen. Het tekort aan grondstoffen en onderdelen voor de industrie zorgen eveneens voor een prijsopdrijvend effect.

Er werd eerder gesproken over een "tijdelijk effect", maar Centrale banken beginnen langzaam deze toon te veranderen en spreken op een milde toon de verwachting uit dat de inflatie best wat langer kan aanhouden. Dit zal wellicht leiden tot een daling van de

koopkracht van consumenten of de winstmarges van bedrijven of misschien wel beiden. Vooral de huidige hogere energiekosten zijn een probleem voor huishoudens en bedrijven. Het ziet er niet naar uit dat dit op korte termijn sterk zal verbeteren.

En omdat de prijzen sterk stijgen, zullen werknemers uiteindelijk hogere lonen gaan eisen. Hierdoor neemt de kans op een toekomstige stijgende loon-prijsspiraal toe. Bedrijven die echter de hogere kosten kunnen blijven doorberekenen aan eindklanten, kunnen hun winsten op peil houden. Maar bij bedrijven die dat niet kunnen, zullen de winstmarges onder druk komen.

Rentebeleid

Zoals gezegd worstelen de centrale banken de laatste maanden met de huidige oplopende inflatie. Tot voor kort hebben zij gepredikt dat de hoge inflatie maar van tijdelijke aard zou zijn. Maar onlangs gaf Fed-voorzitter Jerome Powell aan, de huidige inflatiedruk "frustrerend" te vinden. De zogenoemde PCE deflator, de favoriete inflatiemaatstaf van de Fed, is namelijk met 4,3% op jaarbasis, inmiddels gestegen tot het hoogste niveau in dertig jaar.

Personal Consumption Expenditures Price Index

Change from Month One Year Ago

August 2021	4.3 percent
July 2021	4.2 percent
June 2021	4.0 percent
May 2021	4.0 percent

The PCE price index, released each month in the Personal Income and Outlays report, reflects changes in the prices of goods and services purchased by consumers in the United States. Quarterly and annual data are included in the GDP release.

Powell verwacht nog steeds dat de inflatie uiteindelijk zal afzwakken, maar ook dat de huidige omstandigheden welke de inflatie momenteel omhoog duwen, tot in 2022 kunnen aanhouden. Daarbij gaf hij eveneens aan dat; "Als de vooruitgang naar de doelstellingen van de Fed rond werkgelegenheid en inflatie grotendeels doorzet zoals verwacht en gedacht, dan oordeelt het beleidsbepalende comité dat een afbouw van het opkoopprogramma spoedig gepast zou zijn."

De Fed koopt nu nog maandelijks voor 120 miljard dollar, omgerekend 102 miljard euro, aan obligaties om zo de economie te stimuleren. Maar nu de economie blijvend sterk herstelt, neemt de noodzaak van dat steunprogramma af. In november kan worden begonnen met de afbouw en dit proces zal medio volgend jaar kunnen worden afgerond, aldus Powell.

Daarnaast wordt binnen de centrale bank nu gesproken over een mogelijke renteverhoging in 2022. Eerder werd pas voor 2023 een eerste rentestap voorzien.

In de eurozone kwam de inflatie in september uit op 3,4% op jaarbasis. Ook hier loopt de inflatie de komende maanden naar verwachting verder op. Dit zal ook hier de Europese Centrale Bank (ECB) onder druk zetten om maandelijks minder obligaties te gaan opkopen. Wel verwacht men dat de ECB langer zal wachten met een eerste verhoging van de beleidsrente. Die volgt waarschijnlijk niet voor 2023.

Duidelijk is dus dat de Fed vanaf eind dit jaar minder gaat stimuleren en mogelijk wat eerder (en sneller dan de markt had verwacht) de beleidsrente zal verhogen. Dit maakt het landschap voor obligaties lastiger en moeilijker te bewandelen. Door de effecten van deze besluiten zien we dat de meeste obligatierentes hun dieptepunt achter zich gelaten hebben. Het ligt voor de hand dat de obligatierentes in de toekomst nog wat verder zullen oplopen. Ergens een keer logisch, want deze werden juist laag gehouden door de langdurige stimuleringsprogramma's.

En dat de inflatie toch wat minder tijdelijk lijkt te zijn dan eerst gedacht, leidt eveneens tot opwaartse druk op de rente. Wel kan de eerder intredende vertraging van de economische groei zorgen voor een goed en welkom tegenwicht. Een te abrupte stijging van de rente leidt tot een grote ontwrichting van de economie. Een geleidelijke stijging van de rente kan veel beter door de financiële markten worden geabsorbeerd.

Voor de huidige obligaties betekent het dat koersen de komende tijd onder druk komen te staan. Zaak is hierbij te kijken naar de mate van gevoeligheid voor deze rente. Juist in deze tijd is het zeer zinvol om meer te kiezen voor kortlopende obligaties alsook zogeheten 'inflation-linked' obligaties. Deze laatste bieden bescherming tegen inflatie doordat de hoofdsom en coupons worden verhoogd bij een stijgende inflatie.

Aandelen

Op de aandelenmarkten had de stijging van de rente en grondstoffenprijzen, zoals olie en gas, negatieve gevolgen voor de koerswinsten. De aandelenkoersen moesten in de laatste weken van dit kwartaal wat weggeven van hun eerder in dit jaar opgebouwde winsten. Vooral in groeisectoren, zoals tech en IT, was dit duidelijk voelbaar. Echter de energie aandelen en financiële waarden presteerden daarentegen uitstekend en lieten, kleine uitzonderingen daar gelaten, een positief koersresultaat zien.

De energiesector profiteert uiteraard van de stijging van de olie- en gasprijzen, waardoor de winstgevendheid flink toeneemt. Zoals bij veel grondstoffen is het aanbod relatief beperkt, doordat oliemaatschappijen de afgelopen jaren relatief weinig hebben geïnvesteerd in nieuwe productiecapaciteit. Nu de vraag weer toeneemt, nemen voorraden af en stijgen de prijzen.



Het oliekartel OPEC+ liet onlangs weten de productie wat op te zullen schroeven, maar minder dan waarop werd gerekend. Tegenover deze sterke verbetering van de winstvooruitzichten staat een relatief lage koers-winstverhouding. Dankzij de hoge olie- en gasprijzen kunnen energiebedrijven bovendien een forse vrije kasstroom opwekken. Een deel daarvan kan worden aangewend voor dividendverhogingen en de inkoop van eigen aandelen.

De financiële waarden ontlieden, zoals gezegd, ook de dans. Niet alleen de oplopende rente is een goed gegeven voor financiële dienstverleners zoals banken en verzekeraars. Juist door de aantrekkelijke economie vallen de vorig jaar genomen voorzieningen voor 'slechte' leningen (leningen die mogelijk niet worden terugbetaald) vrij en dalen de afschrijvingen op deze leningen. Ook de activiteiten van banken op het gebied van fusie- en overnameadvies, beursgangen en de handel in bijvoorbeeld aandelen en derivaten doen het goed in het huidige beursklimaat. En terwijl banken en verzekeraars vorig jaar door de coronacrisis tijdelijk geen (of minder) dividend uitkeerden en geen eigen aandelen inkochten, is daarvan nu geen sprake meer. Dividenden worden inmiddels verhoogd en er worden links en rechts weer eigen aandelen ingekocht. Dit is gunstig voor de aandeelhouders.

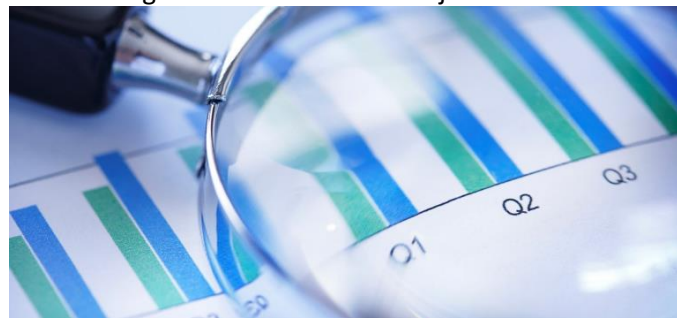
Bovenstaande ontwikkelingen passen in onze beleidskeuze waar het gaat om meer de voorkeur te geven aan waarde aandelen ten opzichte van groeiaandelen. Waarde aandelen worden zo genoemd omdat ze vergeleken met groeiaandelen aantrekkelijk zijn gewaardeerd op basis van bijvoorbeeld de koers-winstverhouding. Waarde aandelen (zoals bijvoorbeeld energie, voeding en financials) zijn relatief sterk vertegenwoordigd op de Europese aandelenmarkten. Vandaar een lichte voorkeur voor dit continent. Neemt niet weg dat we een aantal goede wereldwijd

beleggende fondsen hebben met dit thema als aandachtspunt. Op de Amerikaanse beurs zijn groeiaandelen, zoals van technologiebedrijven, juist sterk vertegenwoordigd. Bij een stijgende rente komen de waarderingen van de meest risicovolle beleggingscategorieën eerder onder druk te staan. Dit zagen we ook in het eerste kwartaal van dit jaar terug in de koersreacties. Een stijgende rente is dus vooral eerder in het nadeel van groeiaandelen.

Visie

Hogere inflatie en aantrekkelijke rentes blijven de markten bezig houden de komende maanden. Het lijkt er steeds meer op dat de hogere inflatie eerder een permanent karakter gaat krijgen dan dat deze van tijdelijke aard is. Het is niet gezegd dat deze ontwikkelingen een negatieve wending geven aan de financiële markten.

Belangrijk is dat de gemiddelde winstgroei en winstgroei-verwachtingen van bedrijven bestendig zijn en op peil blijven. De hoge kosten voor energie en grondstoffen en de toeleveringsproblemen raken de winstgevendheid van sommige bedrijven en dit zal her en der kunnen zorgen voor enige winstwaarschuwingen. Bepaalde sectoren zullen daarbij beter bestand zijn tegen deze economische veranderingen, terwijl andere sectoren juist gevoelig blijken. We kijken dan ook met veel aandacht naar het naderende cijferseizoen, als bedrijven de resultaten over het derde kwartaal en hun verwachtingen voor de rest van het jaar bekendmaken.



Het zal hierdoor kunnen betekenen dat de beurzen de komende maanden wat meer fluctuaties laten zien. Op zichzelf niet vreemd te noemen, als we kijken naar alleen al de koersstijging dit jaar. Deze heeft plaatsgevonden zonder dat daarbij sprake is geweest van een noemenswaardige correctie. Dat de beurzen dan af en toe een stap terug doen, is niet meer dan logisch en ook 'gezond' te noemen.

Het fundament onder de financiële markten is nog steeds goed en robuust te noemen. De Coronacrisis is achter de rug en we zien dat het gewone normaal weer overal in de wereld terugkomt. Ingrediënten waarvan we verwachten dat deze ervoor zorgen dat de beurs zeker tegen een "tijdelijk" stootje kan.

Overzicht marktprestaties

Benchmark	30-jun-21	30-sep-21	Performance	Performance
			3e kwartaal	2021
MSCI World USD	3.017,53	3.096,91	2,63%	15,13%
AEX (Ned)	729,52	771,94	5,81%	23,59%
DAX (Dui)	15531,04	15260,69	-1,74%	9,07%
Euro Stoxx 50 (Eur)	4064,30	4048,08	-0,40%	13,95%
Dow Jones Ind (VS)	34526,75	33851,77	-1,95%	10,60%
S&P 500 (VS)	4279,59	4307,07	0,64%	14,67%
Nasdaq (VS)	14561,53	14692,33	0,90%	14,00%
Nikkei 225 (Jap)	28807,53	29304,38	1,72%	6,78%
Hang Seng (Hong K)	28755,80	24510,00	-14,77%	-9,99%
MSCI Emerging (Opk. L.)	1374,64	1276,36	-7,15%	-1,19%
Van Eck Global Real Estate	40,55	41,32	1,90%	22,03%
iShares Barclays Corporate Bonds	134,89	134,53	-0,27%	-1,18%
iShares Euro High Yield	103,25	101,56	-1,64%	-0,30%
iShares EUR Gov.Bnd 5-7	164,51	164,30	-0,13%	-1,13%
iShares EUR Gov.Bnd 7-10	228,81	227,57	-0,54%	-2,33%
JPM Em.Mkt.Bnd ETF	111,61	109,63	-1,77%	-2,80%
Brentolie	74,65	78,41	5,04%	40,54%
Goud	1770,08	1756,92	-0,74%	-4,63%
Eur/USD	1,19	1,17	-2,06%	-3,90%

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.