

9 april, 2021

Beste vrienden,

Ook deze toelichting is geschreven door Dirk de Jong, lid van ons beleggingscomité.

### **Terugblik**

Voor aandelenbeleggers is het eerste kwartaal van 2021 voorspoedig verlopen. Vermoedelijk de belangrijkste factor achter die ontwikkelingen was wederom de entree van grote aantallen nieuwe particuliere beleggers. De grootste uitschieters van deze koopkracht vonden plaats in de VS, waar bijvoorbeeld onder invloed van internet chat groepen een aantal fondsen, waaronder het veel besproken aandeel Gamestop, vele honderden procenten in koers stegen.

De particuliere euforie was gebaseerd op het simpele feit dat de banksaldi oplopen, omdat het inkomen doorloopt en de uitgaven door corona lager zijn. Bij gebrek aan alternatieven is een deel van het spaargeld in aandelen belegd. Het benodigde vertrouwen werd geleverd door centrale banken en overheden die alles doen om de economie te stabiliseren. De verwachting dat binnenkort de lockdown zal worden versoepeld speelde ook een rol. Zie ook Engeland waar het hoge vaccinatietempo tot snel dalende nieuwe aantallen ziekenhuis opnames leidt.



### **Indices**

In het eerste kwartaal steeg de All-Countries wereldindex uitgedrukt in euro's met 8.5%. De index van de ontwikkelde markten steeg 9.4% en die van de opkomende markten met 6.1%. Iets meer dan de helft van de stijging van de indices uitgedrukt in euro's was te danken aan het oplopen van de dollar. Eind maart stonden veel indices op of dichtbij recordniveaus en bijna alle indices hebben de corona verliezen dan ook volledig goedgemaakt.

De meeste markten in Euroland boekten een winst van tegen de 10%. De Amsterdamse AEX was de smaakmaker met een stijging van 12%. Buiten Europa stegen de indices in de VS met ruim 5% in dollars en met meer dan 10% uitgedrukt in euro's. In de rest van de wereld was het beeld gemengd, maar alleen China en Brazilië eindigden met een verlies.

## Winsten

De winstcijfers over 2020 waren per saldo beter dan verwacht, maar dat neemt niet weg dat de totale winsten over 2020 in de VS ruim 15% lager zijn uitgekomen dan over 2019. Het vergelijkbare cijfer voor de EuroStoxx 50 was een daling van 23% en voor de AEX bedroeg dat 15%. Het afgelopen kwartaal zijn de taxaties voor 2021 verhoogd en liggen nu in de VS, Euroland en Nederland op resp. 25, 33 en 30% boven de uitkomsten van 2020.

## Rente

De lange rente steeg zowel in de eurozone als de VS door de vrees dat de inflatie zal oplopen als de economie weer op stoom komt, nu de lockdown spoedig wordt afgebouwd. In de meeste Europese landen steeg de lange rente met 0.3%. In de VS was de stijging 0.8% en door het oplopen van het renteververschil tussen de VS en de eurozone steeg de dollar. Zowel in de VS als in Euroland ligt de rente desondanks nog in de buurt van het gemiddelde niveau van het 1<sup>e</sup> kwartaal van 2020.

De inflatie vrees werd vooral aangewakkerd door nieuwsberichten. Centrale bankiers zijn op dit vlak een stuk gematigder. Ook zij sluiten niet uit dat de inflatie op korte termijn zal kunnen oplopen, maar een structurele stijging wordt onwaarschijnlijk geacht, gezien de werkloosheid en de beperkte onderhandelingsmacht van de factor arbeid.



## **Centrale banken en overheden**

Centrale banken blijven ondertussen grootschalig obligaties opkopen en hebben aangegeven daar mee door te zullen blijven gaan, ook als de economie een postcorona groeispurt doormaakt. Over de omvang van de overheidstekorten maakt niemand zich momenteel zorgen. Het is echter verre van uitgesloten dat ergens later dit jaar de omvang en de onduidelijkheid over de financiering van die tekorten een thema zal worden. Zeker als de centrale banken uiteindelijk de opkoopprogramma's beginnen af te bouwen.

## **Economie**

ECB-cijfers laten zien dat het effect op de economie van de tweede corona golf in het laatste kwartaal van 2020 aanzienlijk geringer was dan verwacht. Voor het eerste kwartaal wordt een vergelijkbare ontwikkeling voorzien. Vanaf het tweede kwartaal 2021 zal de mate van economisch herstel vooral worden bepaald door het tempo waarmee de lockdown maatregelen worden opgeheven.

Wereldwijd wordt na de lockdown een flinke groeispurt verwacht. De ECB gaat ervan uit dat het Euroland GDP in het 2e kwartaal van 2022 weer terug zal zijn op het pre-crisis niveau. De ECB verwacht nu een groei van 4.0% van het GDP in de eurozone voor 2021. Het IMF verwacht voor de eurozone zelfs 4.4% en voor de hele wereld van 6.0%. Dat zou de grootste toename in ruim 40 jaar zijn.

## **Waardering**

De waardering van aandelen op basis van het winstrendement, de verwachte winst voor de komende vier kwartalen als percentage van de koers, is in het eerste kwartaal nauwelijks veranderd. In Euroland, Nederland en de VS was het winstrendement eind maart resp. 5.5, 5.1 en 4.6%. Het effect van de hogere koersen werd gecompenseerd door het oplopen van de taxaties voor 2021 en de verschuiving naar de nóg hogere taxaties voor 2022. Met de taxaties voor 2021 is de lat nog hoger gelegd en deze liggen nu in de VS, Euroland en Nederland op resp. 25, 33 en 30% boven de uitkomsten van 2020. Voor 2022 wordt eveneens een forse stijging geprognostiseerd. Met de waardering van aandelen is weinig mis, zeker gezien de ongekend lage rente.

## **Visie**

Het bijzonder sterke eerste kwartaal voor aandelen had veel te maken met het enthousiasme van vooral particuliere beleggers. De WOM, Wall Of Money, staat er ook nu nog en iedere dag komen er nieuwe beleggers naar de beurs. Als het virus onder controle is gebracht, zal deze stroom verder afnemen want dan zal de consument weer geld gaan uitgeven en geld kan nu eenmaal maar één keer worden besteed. De verwachte explosie van consumptieve bestedingen zal ongetwijfeld wel tot veel positieve nieuwsberichten leiden.

Derhalve zijn de vooruitzichten voor de komende maanden nog gunstig. De nieuwsstroom zal positief blijven en overheden en centrale banken zullen de geldkraan vol open laten staan. Positief is ook hoe de markten “ongelukken” als Greensill, het inmiddels failliete factoringsbedrijf, en Archegos, een family office dat vijf keer zijn eigen vermogen belegde, hebben opgevangen. Wel is door de recente verhogingen van de taxaties voor de groei van de economie en de winstverwachting, de kans op positieve verrassingen kleiner geworden.

Voor de komende maanden zal de aandacht dan ook vooral uitgaan naar de ontwikkeling van de rente als gevolg van de aantrekkende economie. Een verdere versoepeling van de corona maatregelen zal de inflatie doen toenemen, maar naar verwachting van centrale bankiers binnen aanvaardbare grenzen blijven. Of die verwachting ook uitkomt zal bepalen of de aandelenmarkten de opmars verder zullen vervolgen. Het rendement op obligaties ligt immers dicht bij de nul en wordt bij iedere stijging van de rente negatief. Ook vastgoed is op de huidige prijsniveaus niet aantrekkelijk. Veel aandacht zal uitgaan naar mogelijke verschuivingen binnen de portefeuilles.