

## Terugblik op het 3e kwartaal 2021 en een blik naar voren

***Wat klimaatverandering, lege winkelrekken in Groot-Brittannië en het ketchupfles-effect ons kunnen vertellen over de toekomstige inflatie***

**"Eerst komt er een hele tijd niets, en dan plotseling alles in een keer"**



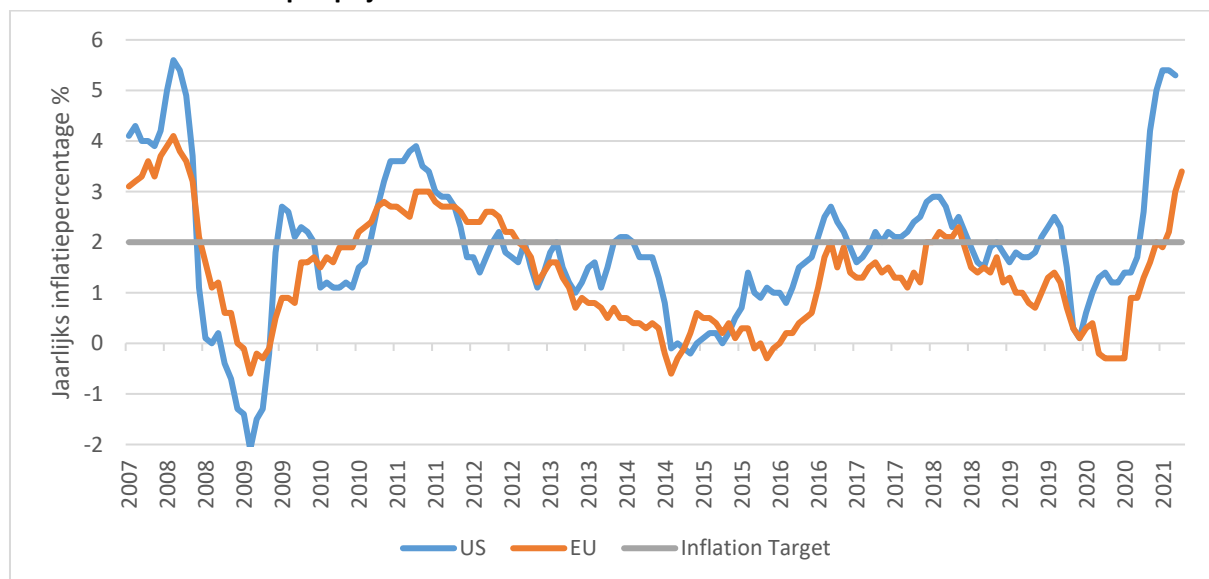
We hebben het in uiteenlopende situaties allemaal wel eens meegemaakt: het schrijfrecht-effect. En niet alleen bij een minder geslaagde poging de smaak van een gerecht te 'verbeteren'. Overigens is het complexe diffusiegedrag van vloeistoffen zoals ketchup voor het eerst door de Oostenrijkse natuurkundige Karl Weissenberg (1893 - 1976) onderzocht. Voor technische en wetenschappelijke toepassingen is het van belang.

Picsfive door Shutterstock.com

Wie de financiële markten en het beleid van de centrale banken over een langere periode heeft bestudeerd, weet hoe ver de grote centrale banken zijn gegaan om te proberen na de financiële crisis van 2008/2009 een economisch gezond inflatieniveau te verkrijgen. Al geruime tijd streven zowel de Amerikaanse Federal Reserve als de Europese Centrale Bank ECB naar een inflatie van 2% op jaarbasis. Doorgaans wordt dit als een goed compromis tussen relatieve prijsstabiliteit en een prijsstijging beschouwd die consumptie en investeringen bevordert. In de genoemde periode zijn de centrale banken maar vooral de ECB onder dit inflatiedoel gebleven.

1

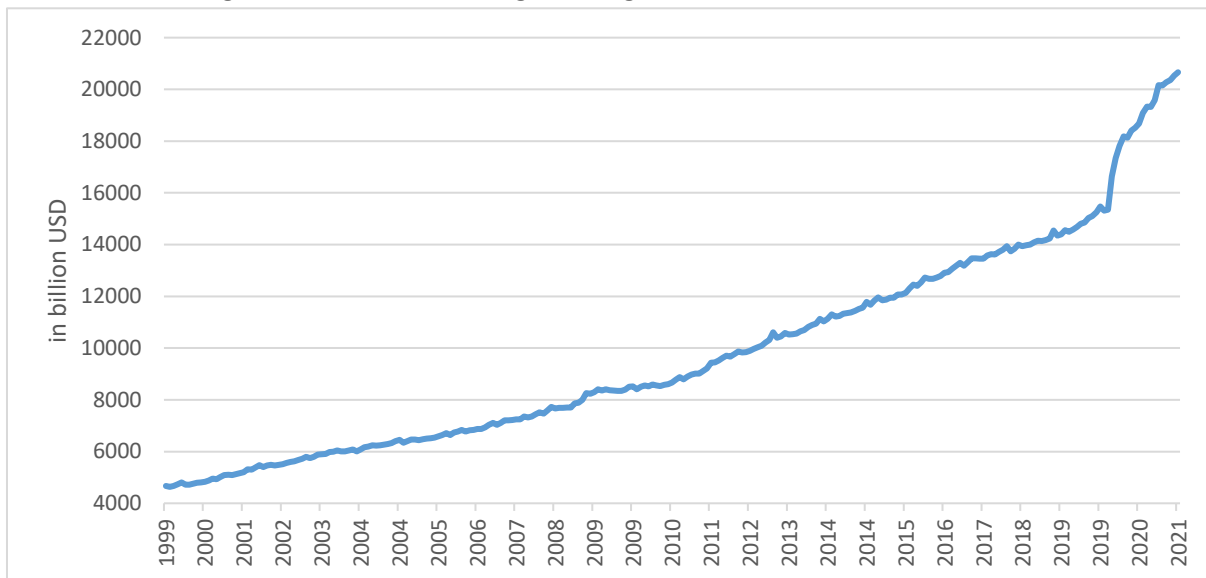
### Inflatie van de consumptieprijzen in de VS en de EU vanaf 2008.



Bron: Bloomberg

Of binnen het beeld van de ketchupfles: De centrale banken hebben langdurig en krachtig tegen de bodem van de fles geslagen. Maar door zijn bijzondere stromingseigenschappen bleef de ketchup zich de hals van de fles steken en er kwam maar heel weinig van op het bord. Pas met de massale fiscale en monetaire "klappen" van de regeringen en centrale banken vanaf het tweede kwartaal van 2020 (de enorme stimulerings- en hulpprogramma's die wereldwijd werden ingevoerd in de nasleep van de Corona-pandemie) lijkt de opeenhoping in de ketchupfles te zijn weggewerkt. Dit heeft er weer toe geleid dat er sinds ongeveer mei 2021 aanzienlijk meer ketchup (= inflatie) uit de fles komt dan wenselijk is (en aanbevelenswaard lijkt voor een gezond dieet).

### Voorbeeld Verenigde Staten: Ontwikkeling van de geldhoeveelheid M2 sinds 2000



Bron: Bloomberg

### ***Inflatie: slechts tijdelijke effecten of "daar komen we niet meer van af"?***

Wie de talrijke verklaringen en uitspraken van de centrale banken over de recente sprongen in de inflatie volgt, wordt er dikwijls op gewezen dat het om een tijdelijke ontwikkeling gaat. Deze vormt dan geen reden voor een kortdauw monetair beleidsoptreden, zoals de vermindering of beëindiging van aankoopprogramma's voor obligaties of zelfs een verhoging van de belangrijkste rentetarieven.

De financiële markten kijken steeds kritischer naar de houding van de centrale banken. Over het algemeen is men bezorgd dat zij te lang wachten met het verminderen van liquiditeitsaanbod en dat de dynamische stijging van de inflatie uiteindelijk oncontroleerbaar zal worden. Het voornaamste argument van de centrale banken om terughoudend te zijn, de statistische basiseffecten van de sterke dalingen van de inflatiepercentages in 2020, is in feite beperkt in de tijd. Men baseert zich daarbij vooral op de extreem lage energie- en grondstoffenprijzen van vorig jaar.

Intussen zien wij een aantal invloeden die hun uitwerking op de inflatie niet missen, waarvan de tijdelijke omvang niet goed te voorspellen is en waarvan wij aannemen dat zij gedurende langere tijd een sterke invloed op de inflatie uit kunnen oefenen. Aan de hand van enkele voorbeelden willen wij dit illustreren:

**Politieke besluiten** zoals BREXIT of de nieuwe buitensporige uitgavenprogramma's van de regering van de Verenigde Staten, hebben vaak een vertraagd effect. De lege rekken in de supermarkten en het hamsteren van brandstof in het Verenigd Koninkrijk zijn slechts voor een klein deel te wijten aan de Corona-pandemie, ook al geeft de regering er graag een andere verklaring voor. Intussen hebben manifesteren gevolgen van het restrictieve immigratiebeleid na het vertrek uit de EU zich als een zeer duidelijke, acute verstoring van de Britse arbeidsmarkt. Zo heeft het vertrek van tienduizenden werknemers, voornamelijk uit Oost-Europese landen, pijnlijke leemten achtergelaten in de logistieke sector of de levensmiddelenindustrie. Deze dringen met grote vertraging en met grote kracht nu pas in het publieke bewustzijn door. De oorzaak BREXIT is een specifiek Brits probleem. De demografische ontwikkeling van de meeste grote geïndustrialiseerde landen, met een vergrijzende bevolking en veel te weinig jongere werknemers die als plaatsvervangers kunnen dienen, geeft te denken over de tekorten die in de toekomst zullen ontstaan. Een grootschalig tekort aan arbeidskrachten blijft nooit zonder gevolgen voor de loonkosten, die nog steeds worden beschouwd als de meest doeltreffende oorzaak van een aanhoudende inflatietrend (trefwoord: loon-prijsspiraal).

**Klimaatverandering en natuurrampen** tonen steeds meer hun economische gevolgen. Neem Brazilië. Dit land ondervindt momenteel de gevolgen van extreme weersveranderingen en het roekeloze gebruik van natuurlijke hulpbronnen in de landbouweconomie. Bosbranden, extreme droogte en, niet op de laatste plaats, een Antarctisch weerfront dat in delen van het land veel vorst heeft veroorzaakt, hebben aanzienlijke delen van de verwachte oogsten vernietigd. Het opdrogen van rivieren en meren heeft op zijn beurt ernstige onderbrekingen tot gevolg gehad in de energielevering door waterkrachtcentrales, die in meer dan 60 % van zijn elektriciteitsbehoeften van het land voorzien. Bedenk daarbij dat dat Brazilië bijvoorbeeld driekwart van het sinaasappelsap dat wereldwijd geconsumeerd wordt, de helft van de suiker, een derde van de groene koffie en ongeveer een derde van het veevoeder uitvoert en de gevolgen voor de gehele wereld mogen duidelijk zijn. Aanbodtekorten van een dergelijke omvang zijn op de wereldmarkt niet gemakkelijk te compenseren. Daarom kunnen we er van uit gaan dat we onvermijdelijk, als gevolg van tekorten in alle stadia van verwerking en handel, verdere stijgingen van de voedselprijzen gaan zullen zien.

**Verstoorde leveringsketens** In onze terugblik op het eerste kwartaal van 2021 zijn wij reeds ingegaan op de verstrekende gevolgen van kleine verstoringen in de internationale bevoorradingsrelaties en de gevolgen daarvan aan de hand van het voorbeeld van het containerschip dat in het Suezkanaal averij opliep. Inmiddels zien wij door uiteenlopende factoren veroorzaakte verstoringen (regionale lockdowns als gevolg van het onlangs uitbreken van Covid-19, lege magazijnen, gebrek aan vrachtwagenchauffeurs) die tot uiting komen in een gebrek aan een grote verscheidenheid van ingevoerde producten of energie (aardgas) en diverse grondstoffen. Of het nu om timmerhout, kleding of halfgeleiders gaat, de importeurs hebben, zelfs als zij hun goederen ergens tegen (meestal hoge) prijzen kunnen krijgen, vaak een bijkomend vervoersprobleem. Het extreme tekort aan containers, scheepsruimte en havencapaciteit heeft er nu bijvoorbeeld toe geleid dat de vrachttarieven van China naar Europa ongeveer acht keer hoger liggen dan het langetermijngemiddelde en alleen al sinds april meer dan verdubbeld zijn. Wij gaan er vrijwel van uit dat de hogere producentenprijzen (inmiddels vaak in de orde van grootte van dubbele percentagecijfers) aan de verbruikers in rekening zullen worden gebracht.

## ***De consumentenprijzen zullen blijven stijgen - ook al willen de centrale banken er niets van weten***

Wij gaan ervan uit dat de hogere inflatiecijfers van langere duur zullen blijken te zijn dan men in kringen van centrale banken officieel verwacht. Het is aannemelijk dat de centrale banken hun stuurmanskunsten blijven voortzetten en dat zij blijven manoeuvreren tussen een monetair beleid dat gericht is op adequate prijsstabiliteit en hun niet-officiële secundaire doelstelling om de enorme geldbehoeften van de staten en de overheidsbegrotingen veilig te stellen met zo gunstig mogelijke financieringsvoorwaarden.

Eenzijds blijft de Europese Centrale Bank onverstoorbaar proberen de inflatiezorgen te sussen door te verwijzen naar tijdelijke effecten, terwijl anderzijds de Federal Reserve onlangs te kennen heeft gegeven dat men bereid is de realiteit binnen afzienbare tijd onder ogen te zien. Er zijn steeds meer signalen dat waarschijnlijk begin 2022 een voorzichtige vermindering van de obligatie-aankopen in de dollar-zone zal beginnen. Dit dient men echter niet te verwarren met een echt afscheid van het reeds lang gevoerde beleid van lage rentevoeten (of met een doortastende bestrijding van de inflatie), maar het zal, door een verminderde liquiditeitsvoorziening, slechts de toename van de geldhoeveelheid afremmen.

Hierbij moeten wij er rekening mee houden dat een dergelijke koerswijziging tot een aanzienlijk grotere nervositeit op de financiële markten zal leiden, zoals ook bij vorige gelegenheden het geval is geweest, en niet alleen voor beleggingen in US-dollars.

Beleggingen met een vaste interest spelen nog steeds geen beduidende rol in de samenstelling van onze portefeuille. Behalve dat dit wegens de doorgaans negatieve reële rendementen onaantrekkelijk is, weerhoudt ook de dreiging van koersverliezen bij stijgende nominale rentetarieven ons ervan om meer dan absoluut noodzakelijk in obligaties te beleggen. Om waarderingsredenen ((lagere contante waarden van toekomstige winsten door hogere rentetarieven) is het te verwachten dat de beurzen aanvankelijk moeite zullen hebben met mogelijk stijgende rentetarieven. Als gevolg hiervan zullen we waarschijnlijk grotere fluctuaties zien. Daardoor worden alternatieve beleggingsvormen of speciale aandelenstrategieën, die er speciaal op gericht zijn de neerwaartse risico's te beperken nog meer van belang.

## ***Terugblik op het derde kwartaal***

Terwijl het tot begin september nog leek op een over de hele linie zeer verheugende prestatie voor het derde kwartaal werd dit beeld, vooral in de laatste twee weken voor het einde van het kwartaal veel minder helder. Dit werd in gang gezet door economische gegevens die een duidelijke vertraging van het economisch herstel in vele belangrijke economische sectoren en regio's te zien gaven, en tegelijkertijd door inflatie-ontwikkelingen. Daardoor is er twijfel ontstaan over de mogelijkheden waarover de centrale banken beschikken om de rentetarieven langer op het extreem lage peil te houden. Deze bezorgdheid heeft binnen een paar dagen tot een aanzienlijke stijging van de rentevoeten geleid.

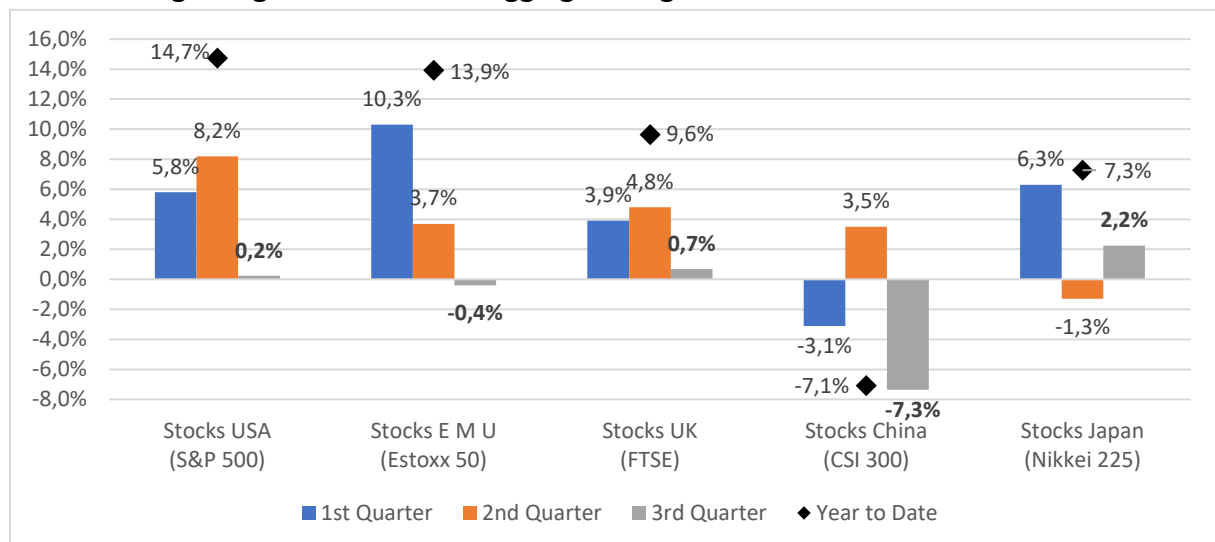
Veel **aandelenindices** hebben begin september nog nieuwe all-time highs te zien gegeven. Maar door de opkomende vrees voor een koerswijziging van het monetair beleid in de richting van een snellere

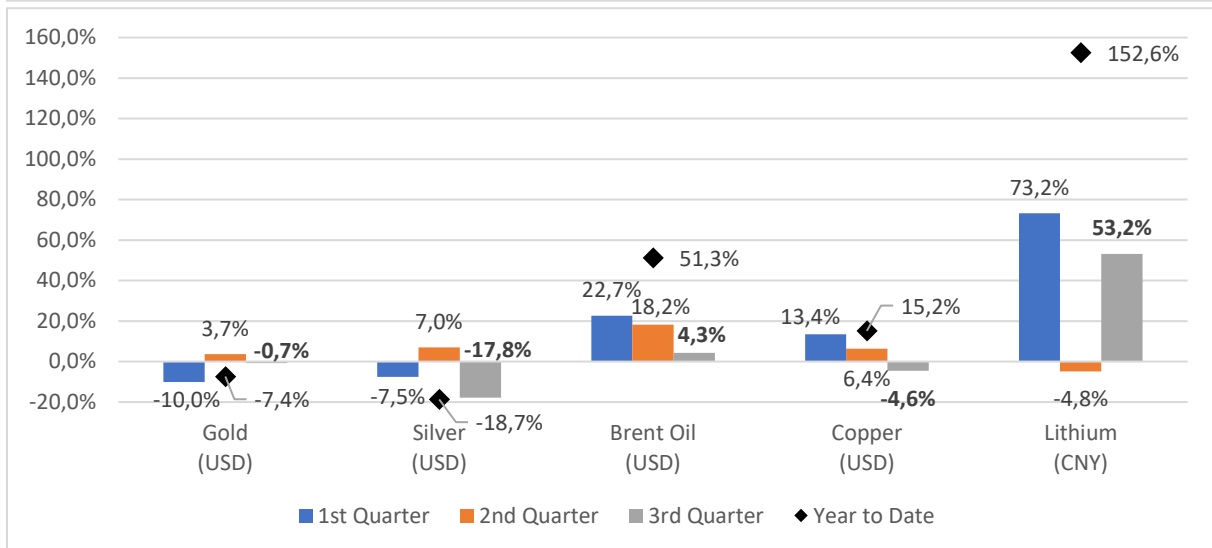
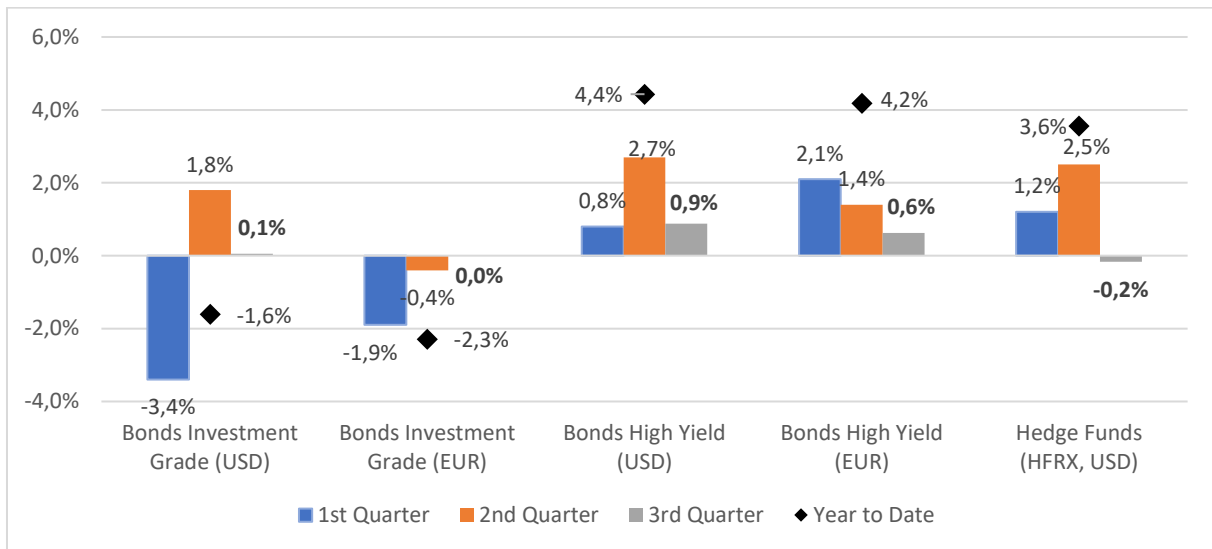
rente­verhoging zijn zij van deze koers afge­bracht. Als gevolg van een en ander hebben de meeste beurzen het derde kwartaal afsloten met een resultaat dat dicht bij nul lag. Daardoor is de absoluut verheugende ontwikkeling van de eerste twee kwartalen van het jaar althans in stand gebleven. Uitzonderingen zijn de Chinezen en de Japanse aandelenmarkten. In China werd de ontwikkeling bepaald door het duidelijk vertragende tempo van de groei. Belangrijker waren echter de ideologisch gemotiveerde harde ingrepen in de regelgeving in verschillende sectoren, van kunst en onderwijs tot media en online-handel. De situatie werd nog verergerd door de nog steeds dreigende ondergang van een van China's grootste vastgoedondernemingen (China Evergrande). In termen van impact beschouwen velen dit als het 'Lehman Brothers-event' van China. De Japanse beurzen profiteerden juist van de komende vorming van een nieuwe regering en de daarmee traditioneel gepaard gaande hoop op nieuwe stimuleringsmaatregelen.

**Obligaties** gingen gebukt onder de hernieuwde verwachting van stijgende rentetarieven, wat vooral voor staatsobligaties aanzienlijke koersverliezen veroorzaakte. Bedrijfsobligaties bleken weerstand te hebben tegen de rentestijging dankzij de aanhoudend goede vraag en de daarmee gepaard gaande positieve ontwikkeling van de risicopremies en behaalden in het kwartaal een evenwichtig (investment grade) of zelfs duidelijk positief resultaat (high-yield obligaties).

In het derde kwartaal heeft de **goudprijs** zich niet kunnen onttrekken aan de lasten van de steeds terugkerende discussie over de zogenaamde "tapering" (de verwachte terugtrekking van de Amerikaanse Federal Reserve uit het expansieve monetaire beleid). Een stijging van de obligatierente (ook al is die in eurotermen nog overwegend negatief) en een potentieel hoger renteniveau leiden ertoe dat goud, in de ogen van beleggers die gericht zijn op rendement op korte termijn, sterk aan aantrekkelijkheid heeft ingeboet omdat goud geen lopende inkomsten zoals rente of dividenden oplevert. Deze reactie is nog begrijpelijk wanneer men uitsluitend naar het prijs­potentieel op korte termijn kijkt. Daarbij wordt echter aan de positieve eigenschappen van goud op langere termijn in een goed gediversifieerde portefeuille voorbijgegaan. Voor ons is de eigenschap van goud dat het in extreme marktscenario's, die regelmatig een vlucht van beleggers uit risicodragende activa teweegbrengen, koersverliezen compenseert van bijzondere waarde. Maar de duizenden jaren oude functie van goud als universele opslagplaats van koopkracht lijkt ons ook belangrijk genoeg als voorzorgsmaatregel, vooral bij de huidige onzekerheden rond het thema inflatie, om het huidige gewicht in de portefeuilles van onze cliënten te handhaven.

### Ontwik­keling van geselecteerde beleggingen en grondstoffen in het 3e kwartaal van 2021





Bron: Bloomberg

### ***Thema-investeringen: gericht gebruik van toekomsttrends en bijzonder gunstige kansen***

In het derde kwartaal hebben wij het onderdeel "thematische beleggingen" van de portefeuille verder uitgebreid. In juli hebben wij voor onze kernstrategie-portefeuilles een ETF (Exchange Traded Fund) gekocht, Defiance Next Generation Connectivity, dat hoofdzakelijk belegt in aandelen van bedrijven die in de toekomst vooral zullen profiteren van de zich snel uitbreidende 5-G technologie in de mobiele communicatie.

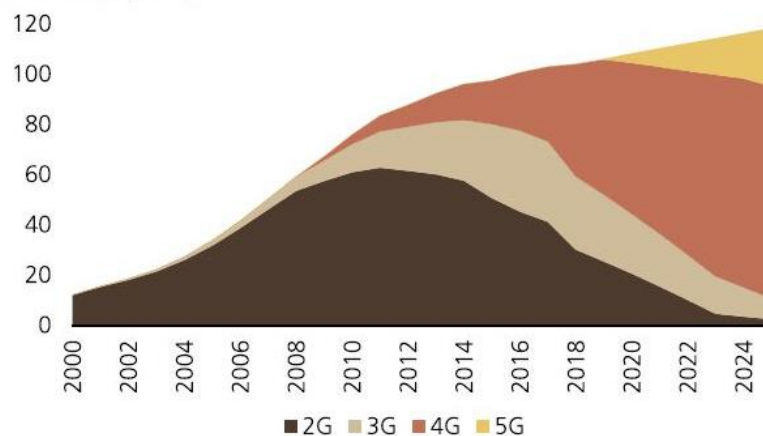
Naar onze mening biedt het 5G-terrein nu al uitstekende investeringsmogelijkheden en zal het zich over een periode van enkele jaren verder ontwikkelen in de meest uiteenlopende vormen van toepassing. Momenteel ligt de nadruk nog steeds op bedrijven die halfgeleiders of apparatuur voor de vervaardiging van halfgeleiders en telecommunicatienetwerken vervaardigen. Daarnaast zijn er aanbieders van telecommunicatiediensten en exploitanten van zendmasten. UBS schat dat de jaarlijkse investeringen in 5G zullen stijgen van 7,5 miljard dollar (2019) tot ongeveer 150 miljard dollar in 2025.

Aanbieders van 5G-toepassingen voor eindklanten zullen dan in de toekomst ook steeds belangrijker worden, waardoor de toekomstige levensvatbaarheid van dit investeringsthema nog enkele jaren kan voortduren.

**De grafiek toont de vorige normen voor mobiele communicatie en de duur en de ontwikkeling van hun marktaandeel**

5G is in the early days of its development and is set to take off

Penetration, in %



De 5G-technologie verhoogt de snelheid van de datatransmissie met een factor 20 ten opzichte van 4G, met een vermindering van de latency met 90%. Dit opent nieuwe toepassingsgebieden die met de vorige technologie ondenkbaar zijn. Daartoe behoren bijvoorbeeld autonoom rijden, virtuele realiteit, telechirurgie of het "Internet der dingen" voor de industrie.

Bron: UBS AG

GSMA, World Bank, UBS estimates

Onze belegging in een mandje **cryptovaluta's** heeft in het derde kwartaal zeer aantrekkelijke prestaties laten zien (+ 14,9 % in EUR of + 17,3 % in USD) Sinds het begin van het jaar bedraagt de prestatie + 126 % (EUR) en + 114 % (USD).

Vaak onopgemerkt in de stortvloed van nieuws, die merkwaardigerwijs vaak alleen plaatsvindt onder het trefwoord "Bitcoin", is de enorme technologische omwenteling die de laatste tijd heeft plaatsgevonden. Zo onderging het Ethereum-netwerk in augustus een van de grootste updates tot nu toe, waardoor de transactiekosten enorm dalen en de efficiëntie en aantrekkelijkheid voor nieuwe toepassingen dus toenemen. Verdere aanpassingen, die ook de vaak bekritiseerde klimaatschadelijkheid van cryptocurrencies aanpakken, zullen binnenkort volgen. De overschakeling op de zogenaamde proof-of-stake procedure zal de energie-intensiteit aanzienlijk verminderen. Naar onze indruk gaan de verschillende digitale munten zich steeds meer van elkaar onderscheiden, zodat een exclusieve perceptie van "Bitcoin" tekort zou schieten voor een geplande investering op lange termijn.

Wij voelen ons gesterkt in onze beoordeling dat cryptovaluta's en de onderliggende technologie een echte investering voor de toekomst zijn, die nu ook door steeds meer institutionele beleggers wordt ontdekt. Zelfs overheids campagnes tegen digitale valuta, zoals het recente verbod op alle Bitcoin-gerelateerde activiteiten voor Chinezen, zullen de verdere ontwikkeling van cryptocurrencies tot een nieuwe activaklasse "digitale activa" op den duur niet kunnen verhinderen.

## ***Wat ons in de nabije toekomst bezig houdt***

Inflatie" is niet het enige onderwerp dat veel aandacht verdient. Hier volgt een kleine selectie van andere ontwikkelingen die momenteel van belang zijn voor onze beleggingsstrategieën:

- - De grondwettelijke schuldlimiet voor de Amerikaanse overheidsbegroting werd kort voor het einde van het derde kwartaal opnieuw bereikt. Het traditioneel daarop volgende politieke duel tussen Republikeinen en Democraten, dat zou moeten uitmonden in een hernieuwde verhoging van de schuldlimiet, wordt bijzonder verbitterd uitgevochten, omdat de Congresverkiezingen volgend jaar voor de deur staan. De nu extreem verharde fronten maakten slechts een noodoplossing mogelijk die voor twee maanden geldig was om het anders dreigende faillissement medio oktober te voorkomen. Uit zuiver politieke motieven zetten de partijen de kredietwaardigheid van de Verenigde Staten op het spel. Een in gebreke blijven zou hoogstwaarschijnlijk leiden tot een grote chaos op de financiële markten. Een terugblik op de marktreacties in 2011, toen pas op het allerlaatste moment een akkoord werd bereikt, geeft ons een idee van de mogelijke gevolgen.
- - Als de Amerikaanse Federal Reserve besluit om binnenkort te beginnen met het afbouwen van haar extreem opgeblazen balans, zal veel afhangen van de manier waarop zij haar stappen communiceert. In principe kunnen de beurzen zich ook positief ontwikkelen bij stijgende rentevoeten. De snelheid waarmee de rente stijgt en de redenen voor die stijging zijn uiteindelijk belangrijker dan het absolute niveau van de rentevoet. Het grootste "communicatie-ongeluk" tot nu toe is nog steeds de poging van de FED in 2013, die nog steeds herinnerd wordt als de "Taper Tantrum".
- - Het economisch herstel na de zware inzinkingen tijdens de Coronapandemie is nu wereldwijd merkbaar aan het afzwakken. De redenen voor de dalende groeipercentages zijn velerlei. De terugkeer naar een normaal activiteitsniveau speelt een rol. Doordat de vraag niet meer sterk toeneemt (wegvallen van de inhaaleffecten), zijn groeipercentages nu veel moeilijker te bereiken. De steeds zich steeds uitbreidende verstoringen van de bevoorradingsrelaties, hetzij door materiaaltekorten, gebrek aan halffabrikaten of transportcapaciteiten, vormen een extra belasting. Onder deze omstandigheden zal het moeilijk zijn om een verdere groeidynamiek te genereren. Stijgende kosten (lonen, energie, grondstoffen), die niet altijd onmiddellijk en voor onbepaalde tijd aan de klanten kunnen worden doorberekend via hogere prijzen, verkleinen de winstmarges van de bedrijven.

## ***Wat u van ons kunt verwachten***

Het lijkt erop dat we weer koers zetten naar een verandering van tijden op de financiële markten. De fase van hoge groeipercentages en lage inflatie lijkt definitief voorbij te zijn. Omwentelingen vergen altijd veel aandacht en flexibiliteit. Zij zijn vol mogelijkheden, maar brengen ook nieuwe en voorheen onbekende risico's met zich mee.

Bij BPM maken wij graag gebruik van onze bijzondere vrijheid van denken en handelen om ook in de toekomst de kansen aan te boren die zich voor uw portefeuille aandienen, terwijl wij alle denkbare risico's zo goed mogelijk onder controle houden.

**BPM – Berlin Portfolio Management GmbH**

Oktober 2021