

## Terugblik op het vierde kwartaal van 2021 en een blik op 2022

### ***Digitale vermogenswaarden: slechts een nieuwe hype of toch een echte ommekeer?***

*'Het internet is een spelletje voor computerfreaks, we zien daar geen toekomst in'*

Ron Sommer in 1990, later hoofdbestuurder van het Duitse Telekom AG (1995 tot 2002)

Het is natuurlijk altijd gemakkelijk om na enkele decennia een uitspraak, die zich toen nog richtte op de onbekende toekomst, als een grote vergissing te bestempelen. Het toont echter ook hoe gemakkelijk het kan gebeuren dat werkelijk toekomstgerichte ontwikkelingen niet, of pas laat, als dusdanig worden herkend. Om de eer van Ron Sommer te redden werd ook vermeld dat hij tijdens zijn periode bij het Duitse Telekom het belang van het internet wel zeker erkend had en tot een centrale bedrijfstak van het concern heeft gemaakt.

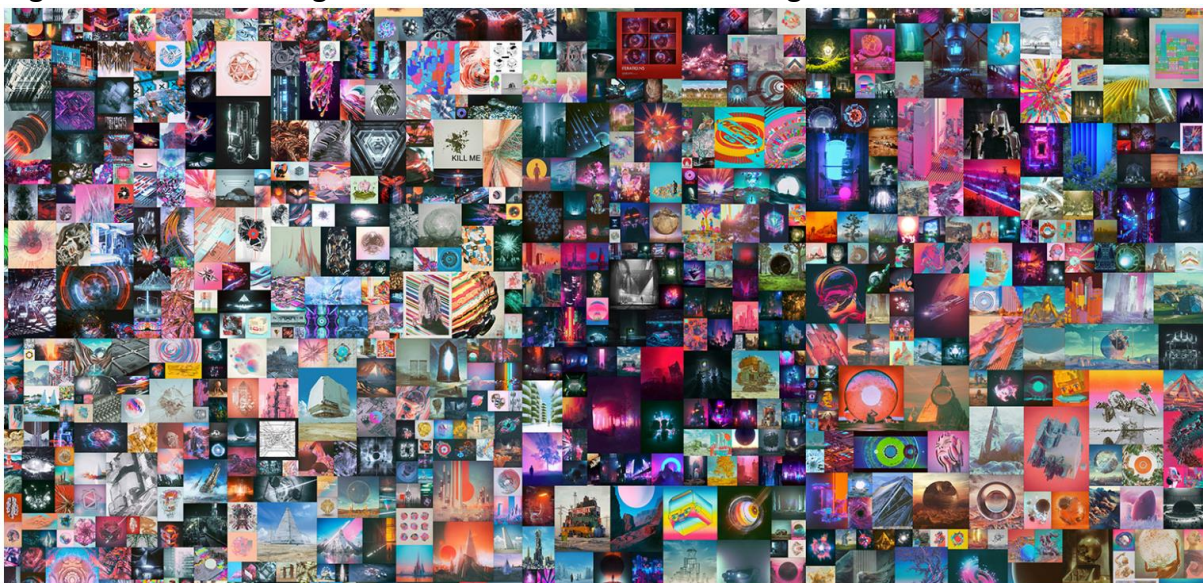
### ***In 1990 het internet - in 2022 de blockchain?***

Een vraag zoals in 1990 omtrent het ontwikkelingspotentieel van het internet, is vandaag de functie van **blockchaintechnologie**. Deze maakt het mogelijk met een decentraal gevoerde en veranderingsveilige gecodeerde databank zonder tussenpersoon en zonder zich te baseren op een staatsbesluit, contracten en hun exacte en automatische uitvoering onmiddellijk tussen alle deelnemers te garanderen. Consequent tot op het einde bedacht en omgezet maakt deze techniek een enorme vereenvoudiging mogelijk van processen in de economie met aanzienlijke voordelen inzake veiligheid, transparantie, alsook tijdbehoefte en kosten.

Vandaag valt al te verwachten dat de blockchaintechnologie in de nabije toekomst het **betalen** (cryptovaluta, stablecoins en digitale centrale bankvaluta), het **bezitten** (security token en non-fungible token) en het **gebruiken** (smart contracts) van reële en virtuele voorwerpen en vermogenswaarden duidelijk zal veranderen.

1

### **Digitale kunst – een nog zeer recent voorbeeld voor vermogenswaarden in de blockchain**



Uittreksel uit „EVERYDAYS: THE FIRST 5000 DAYS” Mike Winkelmann (kunstnaam „Beeple“)

Bron:

[www.christies.com](http://www.christies.com)

De collage, bestaande uit 5.000 telkens op één dag gemaakte beelden met vaak zeer bizarre motieven, geldt als het dusver duurste zuivere digitale kunstwerk en werd in maart 2021 als NFT (non-fungible token, een transparant en manipulatieveilig systeem voor het beveiligen van gebruiks- en eigendomsrechten op basis van de blockchaintechnologie) in een spectaculaire veiling bij Christie's voor 42.329,45 Ether (cryptovaluta van de Ethereum-blockchain) geveild. Dit kwam op dat moment overeen met ongeveer 69,3 miljoen USD. Vandaag is dat al meer dan 180 miljoen USD, alleen dankzij de stijging van Ether en onafhankelijk van een potentiële verhoging van de waarde van het digitale kunstwerk zelf. Wie daarbij nu denkt aan een 'speculatieluchtbel!' heeft zeker niet helemaal ongelijk. Maar voorbeelden voor absurd hoge koopprijzen vindt u ook op de klassieke kunstmarkt voor reële kunstwerken. Tot slot is de waarde altijd datgene wat de koper ervoor wil betalen.

Deze NFT moet in de toekomst in een uitsluitend virtueel te betreden museum te bezichtigen vallen en voor de observeerder daarbij volledig nieuwe indrukken mogelijk maken, om het even in welk deel van de wereld men tijdens het 'museumbezoek' dan in de realiteit net verblijft. De inkomkaarten koopt men dan met een op een blockchain gebaseerde toepassing en betaalt men (natuurlijk) met digitaal geld.

Wat er misschien nog wat gek uitziet, toont ook, in welke richting het internet zich momenteel nog ontwikkelt - naar een virtuele wereld ('metaversum'). Deze virtuele wereld zal ver boven datgene uitstijgen wat bijvoorbeeld de gebruikers van videospelletjes vandaag reeds kennen en heeft daarbij een niet te onderschatten economisch potentieel. Virtuele museum- en concertbezoeken zijn daarbij eerder nog te zien als een bescheiden begin. De ambitieuze plannen van technologiebedrijven zoals meta platformen (tot voor kort nog als 'Facebook' bekend) of Microsoft, maar zelfs die van luxemerken zoals LVMH of Gucci wijzen erop welke toekomstperspectieven schuilgaan achter deze ontwikkeling.

**Hoewel er nog veel openstaande vragen zijn en veel onbekenden, is het volgens ons vandaag al zinvol als belegger de eerste voorzichtige stappen in deze 'nieuwe wereld' te wagen.**

Realistisch gezien moeten we ervan uitgaan dat we nog verschillende wendingen zullen meemaken. Een te vroege en te eenzijdige bepaling op bepaalde toepassingsvormen is nog niet zinvol. Het is ook belangrijk dat we ons niet alleen laten verblinden door enthousiasme. Want zoals al zo vaak bij nieuwe technologieën geldt 'Amara's wet' (genaamd naar de VS-toekomstonderzoeker Roy Amara, die beschreef dat mensen ertoe neigen, het effect van nieuwe technologieën op korte termijn te overschatten en op lange termijn te onderschatten).

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

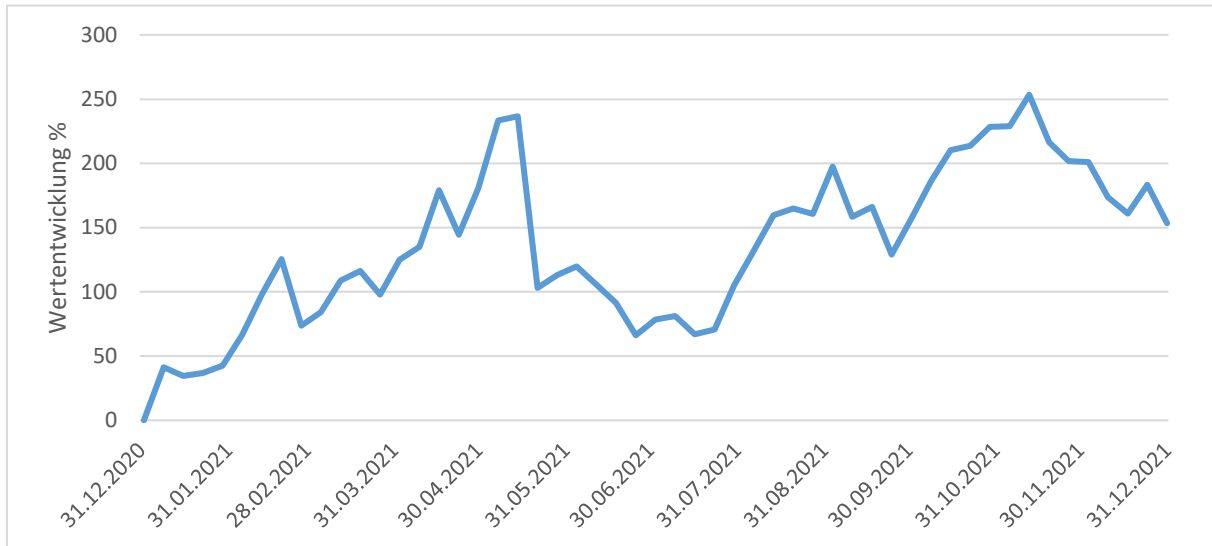
Digitale vermogenswaarden en hun basis, de blockchaintechnologie, zien we aan het begin van een continue ontwikkeling van nog vele jaren. Van technische aspecten, economische gebruiksvormen tot zelfs vragen van de maatschappelijke gevolgen zullen de volgende jaren veranderingen en een sterke ommekeer in alle levensbereiken leveren. De daarmee gepaard gaande investeringskansen willen we graag voor onze mandanten vroegtijdig ontsluiten.

We hebben daarom bij alle mandanten, wier beleggingsrichtlijnen dit toelaten, begin december een met tot max. 3%-portefeuillepercentage gewogen positie in een aandelen-ETF gekocht, die in bedrijven investeert, waarvan de activiteit in direct verband staat met de ontwikkeling van de digitale vermogenswaarden.

Eerder hebben we de reeds sinds 2020 bij de meeste mandanten bestaande belegging in een korf van **cryptovaluta** nogmaals en opnieuw met aanzienlijke koerswinsten afgebouwd. We volgen zo onze defensieve strategie waarbij we na een sterkere koersstijging gedisciplineerd de oorspronkelijke evenwichten in de portefeuille door gedeeltelijke verkopen weer herstellen.

Cryptovaluta waren in 2021 onder de beleggingen met de beste waardeontwikkeling, maar ook met de hoogste waardeschommeling:

#### Geïndexeerde waardeontwikkeling van de grootste cryptovaluta 2021 (in USD)



Bron: Bloomberg

3

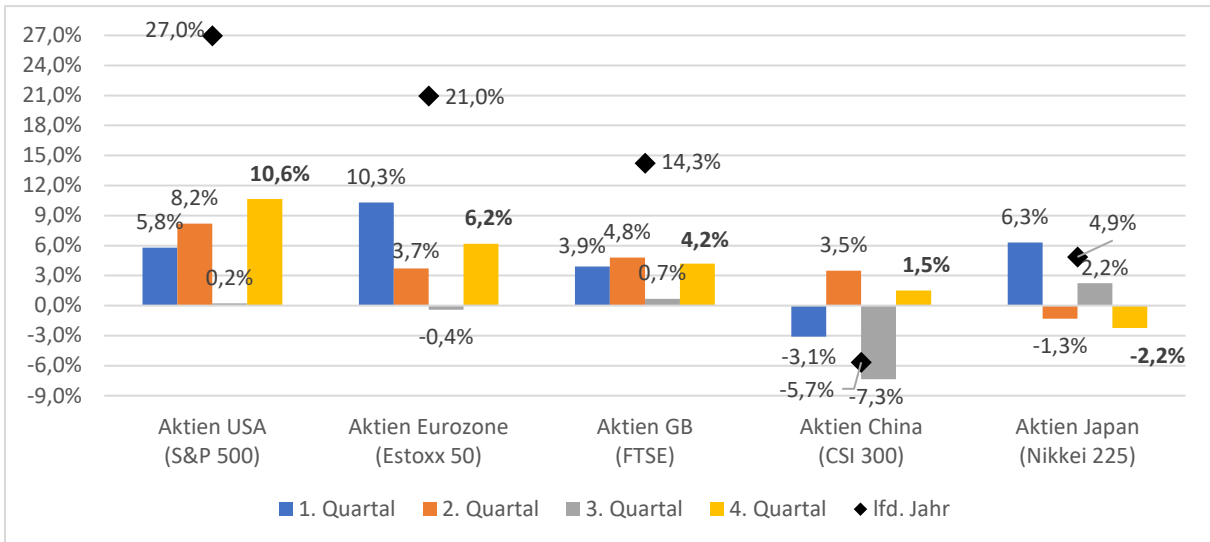
We hechten aan deze belegging een onveranderd hoge strategische waarde. Naast het hoge groeipotentieel zijn cryptovaluta voor ons ook in portefeuillesverband zowel als diversificatie binnen de risicovolle beleggingen, alsook als alternatieve buffer in tijden van sterke geld- en geopolitieke risico's van belang.

#### **Terugblik op het vierde kwartaal**

Het vierde kwartaal bracht in al onze strategieën het positief afsluiten van een uitdagend maar toch succesvol beleggingsjaar. Als teleurstelling kan gelden, dat de buitenordentelijk goede ontwikkeling tot eind oktober zich niet in alle beleggingsvormen en -regio's voortzette tot het einde van het jaar.

De meeste **aandelenmarkten** bereikten tot midden november hun huidige hoogste peilen om daarna in een correctie- resp. zijwaartse beweging over te gaan. Dit werd hoofdzakelijk geactiveerd door nog sterkere inflatiestijging en een daarmee overheersende verwachting op aankomende renteverhogingen, alsook het opduiken van de nieuwe Omikron-virusvariant. Het laatste is ook voor de in dit jaar sterkste kortstondige aandelenmarktcrash verantwoordelijk, die vooral pas in de laatste twee decemberweken kon worden hersteld. Meer tegenwind leverden duidelijke prijsverhogingen voor energie (vooral ruwe olie en aardgas) en de frequent opkomende waarschuwingen voor een conjunctuurcrash die ook met de verergerende stagnaties in de leveringskettingen intussen in bijna alle branches werd gemotiveerd.

### Ontwikkeling van geselecteerde aandelenmarkten in 2021



Databron: Bloomberg

Naast de gemiddelde goede ontwikkelingen van de aandelenmarkten in Amerika van +27% en in de Eurozone van +21% vallen vooral Japan met +4.9% en China - 5.7% (resp. - 15% voor Hongkong genoteerde Chinese titel) uit de boot.

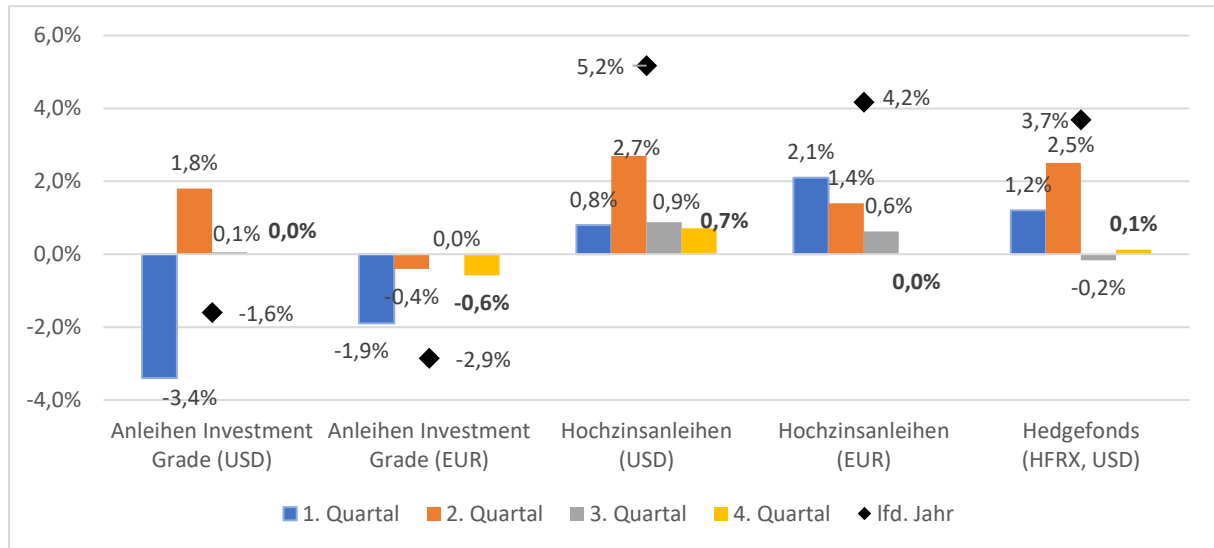
De Japanse hoofdindex Nikkei 225 bereikt met zijn in vergelijking moderate stijging pas nu weer zijn niveau van 1990. Dit is te vergelijken met een groei van meer dan 1.300% bij de Amerikaanse S&P 500-index of meer dan 800% bij de Duitse aandelenindex in dezelfde periode. Daarin zijn de gevolgen te zien van een decennialange ondermaatse reële economische groei in Japan (+32% de voorbije 30 jaar vergeleken met +98% in Amerika) op basis van tal van structurele problemen, die dusver niet konden worden overwonnen.

Chinese aandelen, die in 2021 onder een ongekende regeringcampagne tot machtsdemonstratie tegen individuele bedrijven en branches leden, konden zich het laatste kwartaal stabiliseren. Ondanks een verzwakkende Chinese economie, zeer voorzichtige consumenten en de Chinese vastgoedsector die worstelt met enkele grote faillissementen. Onlangs hadden het ministerie van Financiën en de centrale bank opnieuw een expansievere budgettaire en monetaire beleidskoers gevolgd en alleen al door deze signalen verdere verstoringen voorkomen en de basis gelegd voor een marktherstel. Wij zien een goede kans dat Chinese aandelen (A-aandelen, de zogenaamde vastelandaandelen) een positieve bijdrage kunnen leveren in termen van rendement en diversificatie in de portefeuilles die wij het komende jaar ontwerpen. Dienovereenkomstig bevindt zich in onze strategie sinds november een startpositie.

De waardeontwikkeling van **obligaties** in 2021 bevestigt onze sinds enige tijd ongewoon sterke terughouding ten opzichte van deze beleggingsklasse. Negatieve reële rendementen bij Investment Grade-obligaties, deels zelfs in het Europese hogerentesegment, vormen een denkbaar slechte uitgangsbasis voor onze aanspraak op waardebehoud. Daarbovenop is er nog de steeds verdergaande onduidelijke houding van de centrale banken in het conflict tussen geldwaardestabiliteit en debiteurvriendelijke financieringsvoorwaarden. Dit was de bron van veel nervositeit vorig jaar en waarschijnlijk ook in het komende jaar.

Wij zien in de nabije toekomst zeer weinig waarde in het obligatiesegment, vooral voor lange looptijden, in een portefeuillecontext en blijven er zoveel mogelijk van weg.

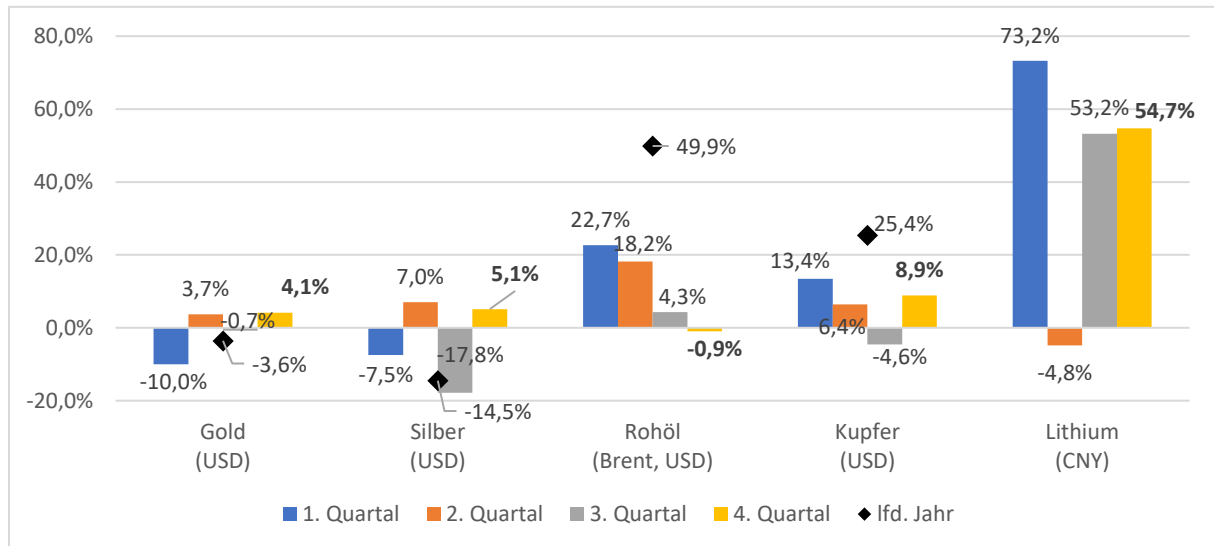
### Ontwikkeling van geselecteerde obligatiemarkten in 2021



Databron: Bloomberg

Er was in 2021 een grote vraag naar energiedragers zoals **ruwe olie** of ook aardgas, die een beperkt aanbod hebben. Grondstoffen, die in het bereik van de elektrificatie een belangrijke rol spelen, zoals bijvoorbeeld **koper** of **lithium** (+290% in 2021), tekenden een sterke prijsstijging.

### Ontwikkeling van geselecteerde edelmetalen, energie en grondstoffen in 2021



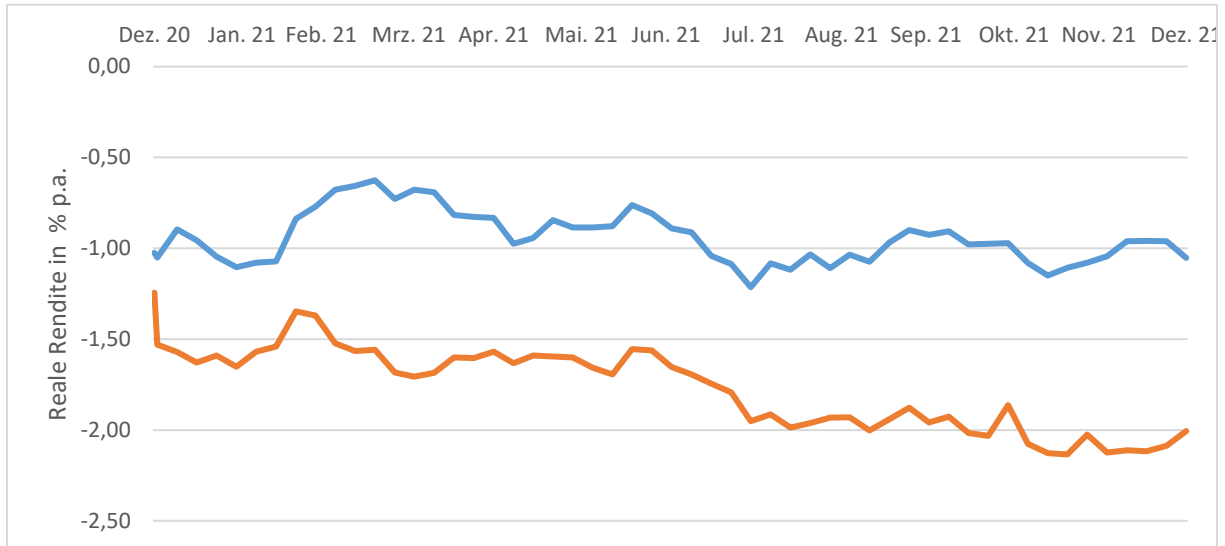
Databron: Bloomberg

Wij vonden het koersverloop van **goud** enigszins teleurstellend gezien het door inflatieangst overheerste sentiment. Hoewel belangrijke fundamentele drijfveren voor goud, zoals de overheidsschuld of de geldhoeveelheid, in 2021 opnieuw zeer sterk stegen, kon goud zich in de loop van het jaar niet echt in een positief daglicht stellen. De discussie over stijgende renten en de sterke US-dollar kregen nog de bovenhand. Investerders met de euro als eigen valuta konden op zijn minst via de sterkere US-dollar een licht positief jaarrendement van 3.5% behalen.



Zelfs de stijging van de inflatie vanaf het tweede kwartaal heeft de goudprijs niet in de buurt van zijn historische hoogtepunten gebracht. De opmerkelijke stijging van de nominale rentevoeten in de loop van het jaar biedt slechts een ontoereikende verklaring, vooral omdat het aanhoudend negatieve niveau van de reële rendementen (rentevoet min het verwachte toekomstige inflatiepercentage) in feite spreekt voor een sterkere vraag naar goud.

### Reële rendementen op 10-jarige inflatieobligaties VS en Duitsland



Databron: Bloomberg

De vraag waarom bijvoorbeeld een eurobelegger die geen enkel risico kan of wil nemen, bereid is een gegarandeerd koopkrachtverlies van meer dan 2% per jaar gedurende een beleggingsperiode van 10 jaar te aanvaarden, kan nauwelijks intuïtief worden beantwoord. Een mogelijke interpretatie is dat deze beleggers niet geloven dat de centrale banken al te zeer gebrand zijn op inflatiebestrijding en verwachten dat de toekomstige reële rendementen nog lager zullen zijn.

Wij denken dat met het oog op de verder groeiende geldhoeveelheid en schuldenbergen, een meer dan onduidelijke koers van de centrale banken en een structureel hogere inflatie, het beleggen van een deel van het vermogen van onze cliënten in fysiek gedekt goud in de toekomst een goede strategische beslissing zal blijken te zijn.

Een ander edelmetaal dat in onze strategie een rol speelt, is **zilver**. Wij hebben hier in 2021 een zeer wisselvallige ontwikkeling moeten doormaken, die in de tweede helft van het jaar ook meer los kwam te staan van de ontwikkeling van de goudprijs. Hier was er, evenals bij andere edele metalen met industrieel gebruik zoals platina of palladium, een sterkere afhankelijkheid van de economische verwachtingen.

In het kader van een beleggingsstrategie die gericht is op langetermijntrends en toekomstige thema's, blijven wij zilver beschouwen als een belangrijke grondstof die onder meer een centrale rol speelt in de elektromobiliteit en de expansie van hernieuwbare energiebronnen. Los van de groeiende industriële vraag, lijkt zilver grote aantrekkingskracht te hebben op beleggers die een verlies aan koopkracht als gevolg van negatieve rentevoeten en inflatie willen tegengaan. Probeer eens in Duitsland bij gespecialiseerde handelaars zilveren munten in euro aan te kopen. Ze zijn al weken uitverkocht!

Wij menen echter dat de langetermijnvooruitzichten voor zilver vooral gunstig zullen zijn voor de aandelen van zilvermijnexploitanten, die fundamenteel nog steeds zeer gunstig gewaardeerd zijn. Deze bevinden zich eveneens in onze strategie.

### ***De inflatie blijft - de periode van de sterke stijging is echter snel voorbij***

De inflatie, waarvan de dynamische ontwikkeling voor de meesten waarschijnlijk de verrassing van het jaar was, is waarschijnlijk de gebeurtenis die consumenten, bedrijven en financiële markten nu het meest bezighoudt. Zoals reeds in onze terugblik op het derde kwartaal vermeld, gingen en gaan we ervan uit dat de inflatie ons gedurende langere tijd verder parten zal spelen. De inflatiedoelstelling van de meeste centrale banken, 2% per jaar, zal waarschijnlijk vele malen worden overschreden.

Basis- en speciale effecten zullen er ten minste voor zorgen dat de prijsstijgingen in de loop van de eerste helft van 2022 iets lager zullen uitvallen. Andere prijsopdrijvende effecten, zoals de verstoringen in de bevoorradingketens, zullen voorlopig blijven bestaan, maar zouden in de loop van het jaar enigszins moeten afnemen en aldus de gedeeltelijk met dubbele cijfers berekende procentuele stijgingen van de vervoer- en producentenprijzen afremmen. Toenemende productie-uitbreidingen zorgen op middellange termijn voor verlichting aan de aanbodzijde, lege voorraden worden aangevuld, de grote orderachterstand wordt beetje bij beetje weggewerkt en de vraag begint weer normaal te worden.

Structurele prijsopdrijvende factoren, zoals investeringen in digitalisering, de klimaatneutrale transformatie van de economie, de vervanging en nieuwbouw van infrastructuur en stijgende loonkosten als gevolg van het aanhoudende tekort aan arbeidskrachten (vooral met geschikte kwalificaties), houden de inflatie op een aanzienlijk hoger peil dan in de afgelopen 20 jaar. Het reële gevaar van een loon-prijsspiraal is, samen met een ongewoon groot aantal andere onzekere factoren, waarschijnlijk het grootste risico voor de kapitaalmarkten in de komende kwartalen.

### ***Monetair beleid 2022 - de slingerende koers van de centrale banken houdt de financiële markten nog steeds op de hielen***

De huidige taak van de centrale banken is uiterst complex en brengt hen regelrecht in een dilemma. De consumenten eisen dat de prijsstijgingen worden tegengegaan en de spaarders verzetten zich tegen de reële devaluatie van hun tegoeden. Veel bedrijven hebben goedkoop krediet nodig om te overleven, om te investeren of om hun hoge beurswaardering te rechtvaardigen door lage rentetarieven. Regeringen financieren nieuwe schulden ook via de balans van hun centrale banken. Wiens belangen moet het monetair beleid dienen en wiens belangen moeten wachten?

Wij vermoeden dat wij, althans bij de ECB, na de ondermijning van het verbod op monetaire staatsfinanciering (via indirecte aankoop van staatsobligaties) op het punt staan de volgende "val uit de gratie" te beleven, namelijk dat de primaire doelstelling van de ECB, namelijk het waarborgen van de **stabiliteit van het prijspeil** (d.w.z. het bestrijden van de inflatie door de liquiditeit te verkrappen = de rente te verhogen), niet langer krachtdadig wordt nagestreefd. Vertaald met [www.DeepL.com/Translator](http://www.DeepL.com/Translator) (gratis versie) Dit zou betekenen dat voorrang wordt gegeven aan de behoeften van de overheden (goedkope financiering van hun schuld), het bedrijfsleven en de financiële markten (hogere waarderingen van bedrijven dankzij lagere discontovoeten).

Hoe anders een monetair beleid eruit zou kunnen zien dat de evenwichtsoefening beheerst tussen het vermijden van een economische en schulden crisis als gevolg van stijgende financieringskosten, het doeltreffend bestrijden van de inflatie en het matig stimuleren van de economie, gaat op dit ogenblik ons voorstellingsvermogen te boven.

### ***Wat ons in de nabije toekomst waarschijnlijk zal bezighouden***

Zoals altijd willen wij u een kleine selectie voorleggen van beschouwingen waaraan wij op dit ogenblik bijzondere aandacht besteden. Wij verwachten dat zij ons belangrijke aanwijzingen zullen verschaffen voor onze beleggingsstrategie en de toekomstige vormgeving van onze portefeuille:

- In de eerste helft van het jaar zullen de komende presidentsverkiezingen in Frankrijk (dat op dat ogenblik ook het voorzitterschap van de Raad van de EU bekleedt) en de nog niet zekere maar vrij waarschijnlijke ambtswisseling van Mario Draghi in Italië waarschijnlijk aanwijzingen geven over de toekomstige richting en stabiliteit van de EU als op één na grootste valutazone. Deze laatste zou kunnen veranderen van regeringsleider van een doeltreffende meerpartijencoalitie, die eindelijk een aantal achterstallige hervormingen doorvoert en momenteel ook een verbazingwekkende economische groei laat zien, in de hoofdzakelijk representatieve functie van staatspresident. Nieuwe verkiezingen en dus een terugval in politieke chaos zouden een mogelijk gevolg zijn. Beide landen voeren al geruime tijd een EU-beleid dat kan worden gekarakteriseerd onder de noemer "communautarisering" (begrotingsmiddelen, overheidsschuld, bank- en depositogarantiestelsels). Italië, dat naar EU-normen een zeer hoge schuldenlast heeft, profiteert het meest van de actieve steun van de ECB bij de financiering van de nationale begroting en van de EU-middelen van het wederopbouwprogramma. Ook staan beide landen, in de perceptie van de meerderheid en in hun respectieve tradities, voor een minder op stabiliteit gericht monetair en begrotingsbeleid.
- De centrale banken zullen alles in het werk stellen om het nominale renteniveau onder hun controle te houden. Rentestijgingen zullen niet hun eerste keuze zijn vanwege het verwachte destabiliserende effect op de overheidsbegrotingen en het waarderingsniveau van de aandelen- en vastgoedmarkten. Er kunnen andere instrumenten worden gebruikt, waaraan de financiële markten zich nog zouden moeten aanpassen. Zo zou het denkbaar zijn dat de FED of misschien ook de ECB het voorbeeld van de Bank van Japan volgen en niet alleen de basisrente vaststellen (geldig voor zeer korte looptijden), maar ook de rendementen op staatsobligaties in bepaalde langere looptijden door middel van constante en vooral onbeperkte aan- en verkopen beperken tot vooraf aangekondigde streefwaarden. De prijsbepalingsmechanismen van een vrije kapitaalmarkt zouden nog meer worden ondermijnd dan nu al het geval is.
- Naar het zich laat aanzien zullen bedrijven, consumenten en regeringen nog lange tijd met het coronavirus moeten leren leven. Dit "leerproces" zal in 2022 echter veel minder door begrotingsmaatregelen worden ondersteund dan in de afgelopen twee jaar het geval was. Het uitgavenprogramma van de Amerikaanse regering ter waarde van 1,75 biljoen dollar ("Build Back Better"), dat in december kort voor de stemming in de Senaat mislukte en ook als "economische op kikker" moest dienen, is een voorbeeld van hoe hoog de politieke horden voor een ongecontroleerde voortzetting van dergelijke uitgavenprogramma's zijn geworden. Het signaaleffect op de Amerikaanse economie en dus op alle andere regio's mag niet worden onderschat.



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

We starten optimistisch het nieuwe jaar, maar maken ons ook geen illusies - 2022 zal nauwelijks minder uitdagend worden dan het voorbije jaar.

Al degenen die in de eurozone wonen en zaken doen, worden geconfronteerd met het onaangename vooruitzicht dat hun financiële activa, indien zij worden "bewaard" op rekeningen met negatieve rentevoeten, tegen eind 2022 waarschijnlijk een reële devaluatie in de groottenorde van 4 à 5 % zullen ondergaan.

Als vermogensbeheerder voelt BPM zich bijzonder aangespoord door deze uitgangspositie en wel in positieve zin. We zien het als onze taak om in deze situatie efficiënte strategieën voor de vermogensbeleggingen van onze mandanten te ontwikkelen. Dat nemen we graag aan.

Eerlijk gezegd kijken we er al naar uit!

Hiermee wensen we alle mandanten, partners en geïnteresseerden van BPM een succesvol nieuw jaar.

**BPM – Berlin Portfolio Management GmbH**

Januari 2022