



# Podcast – Belfius Insights

Uitgeschreven versie van de Podcast (11-09-2020)

Beluister de podcast op Spotify

Luister via Apple en beoordeel achteraf

## Waarom inflatie economen verdeelt en technologie de moeite waard blijft

Zal de inflatie stijgen door Covid-19? Volgens de *inflationista's* wel, zegt Véronique Goossens. Maar niet alle economen zijn het met hen eens. Jan Vergote legt uit waarom we bij Belfius overtuigd blijven van farma en technologie. Ten slotte ontdekt u ook meer over gendergelijkheid, onze nieuwste overtuiging.

### Véronique Goossens: “Geen stijgende inflatie zolang Covid-19 er is”

Dag dames en heren. Het is donderdag 10 september. Welkom bij Belfius Insights, uw financieel-economische podcast. Zo meteen neemt Jan Vergote u mee naar het universum van uw beleggingsopportuniteiten. Maar eerst vertel ik u over een economisch debat waarover de jongste maanden heel wat inkt gevloeid is: is er een stevige inflatie op komst of niet? In een context waarin de centrale banken voluit gaan om de economie te stimuleren is het volgens heel wat economen niet denkbeeldig dat de prijzen zullen oververhitten. Aan de andere kant in de discussie staan de economen die menen dat we eerder deflatie mogen verwachten, ook op de langere termijn.

De inflatiecijfers, die de stijging van de prijzen weergeven, zien er in de eurozone gedeprimeerd uit. De totale inflatie is onder 0 gedoken in de maand augustus. Ook de kerninflatie, waar de volatiele elementen energie en voedingsprijzen zijn uitgehaald, is voor het eerst sinds lang naar beneden gedoken. Tot nu toe was die kerninflatie relatief stabiel gebleven rond 1%.

Ook in de Verenigde Staten blijven de prijzen lager dan hun historische gemiddelde.

Het is interessant om de evolutie van de inflatieverwachtingen op de voet te volgen. Op korte termijn is iedereen het erover eens dat door het uitvallen van de wereldwijde vraag de prijzen eerder de neiging hebben om te dalen. Maar op langere termijn vinden we hierover veel minder consensus onder de economen. De discussie ontstond in de lente. Volgens een aantal vooraanstaande economen zal Covid-19 uiteindelijk leiden tot aanzienlijke prijsstijgingen. Het zal de koop-

kracht van de consumenten flink aantasten, en die consumptie staat nu al zo onder druk. Aan de andere kant bevinden zich de economen die menen dat we eerder moeten vrezen voor deflatie, een negatieve prijsenspiraal dus.

Hoe komt het dat er zoveel onenigheid is onder economen?

Het kamp van de *inflationista's*, zij die een stijgende inflatie verwachten, ziet een dubbel risico. Enerzijds pompen de centrale banken zoveel geld in het financiële systeem om een overvloedige liquiditeit te verzekeren, dat dit geld uiteindelijk in de reële economie zal terecht komen. Inflatie zou het gevolg zijn. Nu is het zo dat een verhoging van de monetaire massa niet automatisch voor inflatie zorgt. Dat hebben we de voorbije jaren zowel in Europa als in Japan gezien. Daar bleven de centrale bankiers geld bijpompen in het bankstelsel, zonder dat dat leidde tot een enorme stijging van het cash geld op de bankrekeningen. In de echte economie dus. Bovendien moet dat geld ook sneller gaan ronddraaien in de economie om inflatie te genereren.

### Bijzonder economisch fenomeen

Een ander risico zien de *inflationista's* in het feit dat de toeleveringsketens in de wereldeconomie zijn beschadigd door Covid-19. Ze verwachten dat de tendens tot deglobalisering nog zal versnellen. Dat betekent dat bedrijven hun onderdelen minder in lageloonlanden zullen gaan halen en leveranciers dichterbij huis zoeken. Of ze zouden kunnen beslissen om ze weer zelf te gaan produceren. Dat zal de kosten van het eindproduct ongetwijfeld duurder maken.

Maar om productie naar hier te halen moet geïnvesteerd worden, en dat zien we momenteel

helemaal niet gebeuren. Integendeel, investeringen worden op dit ogenblik uitgesteld vanwege de grote onzekerheid die de pandemie met zich meebrengt. Op korte of middellange termijn verwachten we dus niet dat een deglobalisering een oververhitting van de prijzen met zich meebrengt.

Bovendien is de recessie ten gevolge van Covid-19 een bijzonder economisch fenomeen. De pandemie brengt zowel een structurele vraag- als aanbodschok teweeg. En deze twee afzonderlijke schokken oefenen momenteel tegengestelde krachten uit op de inflatie. De schok in de bevoorrading is het gevolg van het feit dat de verschillende handelsblokken op andere tijdstippen met de pandemie worden geconfronteerd. Lockdowns hebben zich dus op verschillende momenten voorgedaan. Daardoor ontstaan er 'bottlenecks' in de productie en kunnen sommige producten schaarser worden, en dus in prijs stijgen. Bedrijven maken ook extra kosten door Covid-veiligheidsmaatregelen of door grotere voorraden aan te leggen om nieuwe voorraadproblemen te vermijden. Ook dat kan inflatoire druk geven.

### Psychologisch

Uiteraard hebben we ook te maken met een aanzienlijke vraagschok, waardoor bedrijven minder gemakkelijk van hun producten af geraken. Dat geeft een neerwaartse druk op de prijs. Het uitvallen van de vraag beïnvloedt de inflatie momenteel het sterkst. Daarom lijken de centrale bankiers op dit ogenblik ook niet gealarmeerd door de laatste inflatiecijfers. Ze blijven benadrukken dat ze hun zeer stimulerende beleid zullen voortzetten om de vraag in de economie weer te herstellen.

Deze informatie (en de eventuele bijgaande documenten) is louter bedoeld ter algemene informatie en vormt in geen geval een aanbod betreffende financiële, bank-, verzekerings- of andere producten en diensten, noch een beleggingsadvies.

V.U.: Belfius Bank NV, Karel Rogierplein 11, 1210 Brussel - IBAN BE23 0529 0064 6991 - BIC GKCCBEBB - RPR Brussel BTW BE0403.201.185 - FSMA nr. 19649 A - Eindredactie: 14-09-2020.

Ze rechtvaardigen hun standpunt ook door te verwijzen naar de inflatieverwachtingen. Die blijven laag. Inflatie is psychologisch: als ze verwacht wordt, dan zou dit leiden tot een versneling van de vraag naar producten, waardoor de prijsstijging zich ook in het echt zal voordoen. Het is een zelf-ervullende voorspelling.

Hoe meten ze nu die inflatieverwachtingen? Via consumentenonderzoeken enerzijds, maar ook via de inflatieverwachtingen van de financiële markten. De financiële markten gaan momenteel niet uit van een inflatiescenario. Hun verwachtingen blijven ruim onder de 2%. Dat is het inflatiepeil waar de centrale bankiers naar streven: een beetje inflatie weerspiegelt immers een goed draaiende economie. Inflatieswaps – dat zijn financiële instrumenten die investeerders gebruiken om zich in te dekken tegen inflatie – geven een inflatieniveau aan van ongeveer 1% in de komende 10 jaar in de eurozone.

Die inflatie was trouwens al heel laag vóór de pandemie uitbrak.

### De Verenigde Staten

In de VS is de inflatie hoger en dat was voor de crisis ook al zo. De Amerikaanse centrale bank heeft deze zomer een koerswijziging aangekondigd. In het verleden zou de Federal Reserve bij voldoende tewerkstelling en een inflatie van 2% de economie afremmen. Maar nu geeft ze aan dat die inflatie hoger mag oplopen en dat de werkloosheid bovendien in alle geledingen van de economie laag moet zijn om een einde te maken aan haar expansieve beleid.

Hoe dan ook zal het herstel van de economie en dus het hernemen van de inflatie samenhangen met het verdwijnen van de gezondheidscrisis. Zolang Covid-19 de wereld beheerst, zullen de neerwaartse krachten op de prijzen blijven primeren.

Beleggen is vandaag niet zo eenvoudig. Toch hebben we bij Belfius een duidelijke visie over hoe u dat vandaag aan boord kan leggen. Ik laat nu het woord aan Jan Vergote van Investment Strategy.

### Jan Vergote: “Redenen genoeg waarom technologie een must blijft”

U leest het bijna dagelijks in de krant: aandelen van technologische en in mindere mate farmaceutische bedrijven zijn duur gewaardeerd. Toch blijft Belfius sterk overtuigd van deze sectoren. Sommigen van u vroegen ons onze redenering hiervoor. Ik geef ze u met veel plezier.

Eerst wat de waardering van de farmabedrijven betreft. Die verdient nuanceren. Hun koers op verwachte winst is 17, tegenover 23,4 voor de globale markt. Dat is liefst 27% goedkoper. En hun winstgroeimarges voor de komende 3 jaar worden ingeschat op 10%, tegenover 6,7% voor

de globale markt. Farma-aandelen behoren dus eerder bij de goedkoopste op de markt.

Daarnaast zie ik 3 duidelijke redenen deze overtuiging te ondersteunen.

#### 1. Eerst en vooral de **productiviteit**.

Productiviteit heeft een invloed op de bedrijfswinsten. Zo leidt een hogere productie per gewerkt uur tot lagere prijzen. En automatisering verhoogt de kwaliteit van de producten. Wel, in de farmasector verwachten we dat de digitalisering de productiviteit een boost zal geven. Ik illustreer dit graag met enkele voorbeelden.

a. Dankzij apps als AppleHealth™ en CommonHealth hebben steeds meer patiënten digitale inzage hebben in hun medische gegevens, wat ze alerter maakt voor gezondheidssignalen. Zo kunnen medische problemen vroeger gedetecteerd worden. CommonHealth wordt ondersteund door diverse academische medische centra.

b. Ook opereren met robots maakt opgang. Topdokter Alexandre Mottrie is uroloog en oprichter van de Orsi Academy, een opleidingscentrum voor robotchirurgie in het Oost-Vlaamse Melle. Onlangs vertelde hij dat zijn ploeg jaarlijks 400 patiënten met prostaatproblemen via robotchirurgie behandelt. Dat is 10 keer meer dan enkele jaren geleden.

c. Covid-19 bracht ook digitale doktersbezoeken in een stroomversnelling. Veiliger en efficiënter voor dokter én patiënt.

d. Nog een digitale aanwinst is de technologie die Apple en Google samen creëerden om contactonderzoek via de smartphone makkelijker te maken. Die technologie werd eind juni in heel wat landen uitgerold, maar niet in België.

2. Tot zover de digitale impuls in de farmasector. Ook de **groeïende middenklasse** in Azië is veelbelovend voor deze sector. Want ze heeft een stijgende vraag naar geneesmiddelen en gezondheidsproducten in haar kielzog.

3. Ten slotte **investeren overheden** steeds meer in gezondheid. In artificiële intelligentie voor betere diagnoses en in verbeterde zorg in woonzorgcentra, enzovoort. Zo belooft Horizon 2020, het grootste onderzoeks- en innovatieprogramma van de Europese Unie ooit, medische ontdekkingen en wereldprimeurs door grote ideeën uit labo's, naar de markt te brengen.

### Technologie

Dat wat de farmasector betreft. “Maar wat met de dure waardering van de technologiesector?” vroegen sommigen van u. En men verwijst naar de recente correcties op de markt.

Ook hier is nuance op zijn plaats. De MSCI US noteert vandaag aan een koers op verwachte winst van 23,4. Dat is inderdaad een stuk boven zijn langetermijngemiddelde. Maar de rente staat vandaag stukken lager, waardoor de aandelen hoger mógen noteren. Hoeveel hoger? Daar is discussie over. Sommige analisten spraken een jaar geleden al over een extra premie van 20%.

Sommigen maken de vergelijking met de internetbubbel van de jaren 2000. Toen noteerden de technologie-aandelen aan een koers op verwachte winst van 60, vandaag is dat 28,5. Dat is niet goedkoop, maar het gaat voornamelijk om winstgevendende bedrijven. Ook hier zien we winstgroei-cijfers van 10% voor de komende 3 jaar.

Daarnaast zien we opnieuw 3 duidelijke redenen om onze technologische convictie te ondersteunen.

1. Uiteraard speelt de **digitalisering** ook in deze sector een grote rol. Digitaal wordt het nieuwe normaal. Waar in 2016 in de Verenigde Staten slecht 1 op 5 cursussen online werden gegeven, is dit vandaag bijna 100%. Wat een sprong in 2 jaar. Thuiswerk maakt vanaf nu deel uit van de job. Bovendien wijzen veel enquêtes bij werknemers duidelijk op de wil om meer thuis te werken. Ook het onderwijs zal vaker technologie inzetten om de kwaliteit op te krikken.

Het vele thuiswerk zette een turbo op technologische tools die een paar maanden geleden onbekend en onbemand waren. Zo breken contactloos en elektronisch betalen nu door. Volgens Orange Bank zien we na de pandemie een stijging van het aantal contactloze betalingen met 60% en een stijging van de kredietkaartbetalingen met 30%. Denk hierbij aan boodschappen die online aangekocht worden, of digitale betalingen voor de vele streamingdiensten.

2. **Streamingdiensten** zijn door hun populariteit een reden op zich om van de technologiesector overtuigd te zijn. Voor wie hier niet bekend mee is: streamingdiensten zijn softwareprogramma's waarmee mensen eenvoudig films, series en muziek kunnen afspelen op hun pc, tv, smartphone of tablet. Vroeger moest men die mediabestanden eerst downloaden en opslaan op de pc. Nu blijven die bestanden op de server van de leverancier. Naast films, series en muziek bestaan er bijvoorbeeld ook cloudgaming en audioboeken. Namen als Spotify, Netflix of Videoland zijn vandaag maar al te bekend bij jongeren. Zelf ontdekte ik recent Mubi, een streamingdienst voor de betere film. U vindt er niet alleen de klassiekers à la Kubrick maar evengoed de nieuwste film van Takeshi Kitano, een Japans komiek, filmregisseur, schrijver en kunstenaar.

Dat de aandelenmarkt vandaag losgekoppeld is van de economische realiteit, hoef ik u wellicht niet meer te vertellen. Dat de zeer lage rente daarvoor een belangrijke reden is, evenmin. Aandelenwaarderingen stijgen puur door het wiskundige effect van die lage rente. Maar de huidige koersevolutie op de aandelenmarkten kan ook een gevolg zijn van de krachtige technologische trends waarover ik het net had, die versterkt worden door de pandemie-economie.

3. De 3e reden waarom we overtuigd blijven van deze sector, is dat technologische vernieuwingen een **immaterieel gegeven** zijn. Er komen zeer weinig vaste activa aan te pas. Men heeft geen grote fabrieken of investeringen nodig. Wel menselijke brains, liefst met veel kennis. Het ingezette kapitaal in die bedrijven ligt dan ook stukken lager dan in sectoren als olie-ontginning, de auto-industrie, enzovoort. Dat biedt deze bedrijven een voordeel. Ze moeten minder kosten maken om hun output of productie te verhogen. Dat geeft sommige platformen enorme schaalvoordelen, wat zich op zijn beurt vertaalt in een hogere opbrengst per ingezet kapitaal. In het jargon noemt men dit een hogere 'return on investment' (ROI) of rendement op investering.

Redenen genoeg om technologie een must te noemen. Gezien de relatief dure markt blijven we deze aandelen wel gespreid in de tijd aankopen. Vergeet zeker de rol niet van de beheerder: die bestaat erin om te zorgen voor een goede diversificatie, bedrijven uit te kiezen met een positief winstverhaal en een spreiding te voorzien over de diverse deelmarkten van de technologiesector. Geen keuze voor hypes, maar voor een spreiding over solide toekomstig gerichte bedrijven.

## Gendergelijkheid

Om dit aandelenhoofdstuk af te sluiten nog een woord over onze nieuwste overtuiging, namelijk gendergelijkheid. Bedrijven die inzetten op gelijkheid bij het personeel en de leidinggevenden, die streven naar een gelijk loon voor gelijk werk en naar een evenwichtige 'work-life balance': die hebben bij analisten een voetje voor. Zo toonde een studie uit 2018 door McKinsey aan dat meer diverse bedrijven beter in staat zijn toptalent aan te trekken, meer klantgericht zijn en een kans van 1 op 5 hebben om een hogere rentabiliteit te behalen. Candriam Asset Management, onze vertrouwde partner in fondsenbeheer, maakt voor ons een strenge selectie van bedrijven die borg staan voor gendergelijkheid.

Om af te ronden nog een woord over onze globale strategie: gezien de onzekerheden op de markt – denk aan de brexit, de Amerikaanse verkiezingen, het risico op een tweede opstoot pandemie, – vullen we onze aandelenconvicties aan met obligaties om tot een evenwichtige verdeling te komen. In welke obligaties we precies beleggen, dit ontdekt u in onze volgende Belfius Insights-podcast over 2 weken.

Dit was Belfius Insights. Fijn dat u luisterde. Vergeet u niet te abonneren om geen enkele aflevering te missen. Heel graag tot binnenkort!