



# RENDEMENT EN RISICO IN 2017

**UPDATE JULI 2017**



*Dit document is geen investeringsaanbod, noch een verzoek of uitnodiging tot het kopen van of intekenen op een belegging in om het even welke jurisdictie. Rendementsverwachtingen of in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst, maar dienen slechts ter illustratie. De waarde van beleggingen kan zowel stijgen als dalen. De informatie in dit document is met de meeste zorg samengesteld. Er zal geen aansprakelijkheid worden aanvaard voor eventuele onjuistheden. Deze publicatie verleent geen rechten.*

## DEEL I - De wereldeconomie in het 2<sup>de</sup> halfjaar 2017

### I.1. Recente ontwikkelingen

Voor het eerst sinds de crisis 2008 knoopt de eurozone aan met een wat hogere groeivoet. Nederland bijvoorbeeld - dat lange tijd achterop hinkte - zal dit jaar wellicht een BBP groei van 2,5% realiseren. Ook o.m. België, Duitsland en Groot-Brittannië (ondanks de groeiende onzekerheid van de Brexit) rekenen voor dit jaar op de hoogste BBP groei sinds 2012. Buiten Europa verwacht het IMF voor 2017 een BBP groei van 1,2% in Japan en van 2,3% in de Verenigde Staten. De opkomende landen blijven hun rol van sterkste groeiers vervullen. Met een geraamde BBP groei (2017) van 7,2% bijt India de spits af, gevolgd door China met 6,4% en de ASEAN landen<sup>1</sup> met 5%. Zoals de voorbije jaren, worstelen Brazilië en Rusland met de daling van de grondstoffenprijzen (o.m. ijzererts en ruwe olie); hun BBP groeicijfer voor dit jaar bedraagt resp. 0,2% en 1,4%. De motoren achter de hogere groeicijfers vooral in de Westerse wereld, zijn de nog steeds ultralage rentevoeten, de ongeremde kredietcreatie en een partim herwonnen consumentenvertrouwen. Als afgeleiden hiervan stijgen de bedrijfsinvesteringen, worden voorraden opgebouwd en draaien industrie en handel op een hoger toerental. Voor het eerst sinds jaren verwacht het IMF in 2017 een beduidende groei van de wereldhandel (+3,8%; in 2016 was dit +2,2%). Tegelijkertijd blijft de inflatie onder controle: +2,0% voor de geïndustrialiseerde wereld en +4,5% voor de opkomende landen. **De aandelenmarkten hebben in deze positieve vooruitzichten de aanleiding gevonden om nieuwe historische hoogten te verkennen** (Duitsland, Groot Brittannië, Verenigde Staten), **terwijl op hetzelfde ogenblik heel wat obligatie-indices eveneens nieuwe maxima bereikten.**

Zo de tweede jaarhelft van 2017 dus positief oogt, is de vraag wat te verwachten van 2018. **Hoewel door de bank genomen de economische groei zal aanhouden, zijn veel analisten toch wat minder positief.** Voor Groot-Brittannië kunnen oeverloze Brexit besprekingen de spelbreker worden, terwijl voor de eurozone de duurdere euro (+9,8% van 1 januari tot en met 30 juni 2017) op de export zal wegen. Bovendien lijkt deze opwaartse tendens nog niet voorbij. In de Verenigde Staten wordt onder toenemende zenuwachtigheid gewacht op de uitwerking van president Trumps verkiezingsbeloften: lagere belastingen, hogere investeringen in infrastructuur en herwerking van het stelsel van sociale zekerheid voor minder bedeedden (de zgn. Obamacare). Zo deze niet of in afgezwakte vorm in wetteksten worden gegoten, zal de Amerikaanse groei hiervan de negatieve weerslag ondervinden. De groei in een aantal opkomende landen waaronder India en China kan onder druk komen te staan indien de Westerse economieën stoom aflaten. China worstelt bovendien met een enorme, nauwelijks gecontroleerde kredietexpansie met als gevolg almaar meer wanbetalingen tot zelfs grote fraudezaken toe (zie bv. het onderzoek door de Chinese beursautoriteiten naar Anbang Insurance Group, in België de eigenaar van Fidea en Bank Nagelmackers). **Daarnaast is de evolutie in 2018 van de grondstoffenprijzen een grote onbekende.** Opkomende landen zoals Brazilië of Zuid-Afrika rekenen op hogere grondstoffenprijzen om hun economie op een hoger toerental te doen draaien; in het Westen en Japan zijn ze welkom om de inflatie op te stuwen. Je zou verwachten dat grondstoffen duurder worden naarmate de economische expansie versnelt. Dit is echter niet of slechts in weinig gevallen gebeurd. Ondanks de gestegen vraag, is bijvoorbeeld ruwe olie (Brent) sinds begin 2017 20,8% goedkoper geworden. Oorzaak is de stijgende productie van olie gewonnen uit leisteen: een almaar efficiëntere productiewijze verlaagt de break-even prijs (de prijs waartegen een bedrijf ruwe olie met winst kan verkopen). Klassieke olieproducenten verenigd in de OPEC (Organisation of the Petroleum Exporting Countries) mogen onder die omstandigheden afspraken maken om de eigen productie te verminderen, dit heeft tot nog toe weinig of geen positieve impact op de prijs van het zwarte goud. **Zo grondstoffen door de bank genomen niet beduidend duurder, dan zullen landen als Brazilië of Rusland blijven aankijken tegen een amechtige economische groei.**

---

<sup>1</sup> De Asean landen zijn Indonesië, de Filipijnen, Thailand en Vietnam.

De impact van dit alles op sparen en beleggen, lichten we toe in het tweede deel van dit Memo.

**Gelet op de betere gang van zaken in de wereldeconomie, lijkt voor de grote centrale banken de tijd aangebroken om hun monetaire politiek, meer bepaald de kwantitatieve versoepeling, terug te draaien.** In de periode maart 2009 tot einde mei 2017 hebben de BoJ, de ECB en de Fed in totaal 9.300 miljard EUR in de wereldeconomie gepompt, een nauwelijks te vatten bedrag<sup>2</sup>. Ter vergelijking het Belgische BBP (de optelsom van alle goederen en diensten die België in een jaar produceert) bedraagt ongeveer 450 miljard EUR. Deze 9.300 miljard EUR zijn door deze drie grote centrale banken uit het niets gecreëerd: ze hebben van commerciële banken allerlei effecten aangekocht door eenvoudigweg het krediet dat ze aan deze instellingen verstrekken, te verhogen. **Ten gevolge van deze massale kapitaalinjecties, heeft de totale wereldwijde schuldgraad** (overheden, financiële instellingen, bedrijven en particulieren) **vandaag een niveau bereikt dat veel hoger is dan dat net voor de crisis van 2008.**

**Zowel de ECB, de BoJ als de Fed hebben verklaard dat ze op termijn hun balans naar een normaal peil wensen terug te brengen;** m.a.w. ze willen proberen de schuldentsunami die ze zelf hebben veroorzaakt, te bedwingen. **Dit is een niet van ambitie gespeende doelstelling.** In dit proces heeft de Fed de eerste timide stappen gezet. Enerzijds door de korte rente enkele keren te verhogen (de laatste keer gebeurde dit op 14 juni, een verhoging met 0,25% tot 1,25%), aan de andere kant door te verklaren dat ze haar balanstotaal in een eerste fase met 10 miljard USD per maand zal laten dalen. Dit zal ze niet doen door obligaties te verkopen, maar door obligaties die zijn vervallen niet volledig te vervangen door nieuw aangekochte. Op een termijn van een jaar zal de vermindering van 10 miljard USD per maand geleidelijk aan worden opgetrokken tot 50 miljard USD per maand. Na dit eerste jaar zal het balanstotaal van de Fed met zo'n 300 miljard USD zijn verminderd. Nu het ook in de eurozone economisch beter gaat, duiken hier en daar berichten op dat de ECB haar inkoopprogramma van schuldpapier vervroegd zal stopzetten (het loopt nog tot einde 2017), laat staan de maandelijkse bedragen zal terug schroeven. Dit is echter hoogst onzeker, onder meer omdat Mario Draghi, voorzitter van de ECB, tijdens de persconferentie volgend op de bestuursvergadering van 8 juni 2017 geen enkele hint in die richting heeft gegeven. **Het ziet er dus naar uit dat de ECB tot en met einde 2017 maandelijks voor 60 miljard EUR schuldpapier zal blijven opkopen,** waardoor haar balans tegen het einde van dit jaar op rond 5.000 miljard EUR zal uitkomen. Wat er nadien staat te gebeuren, is onzeker. Immers, volgens sommige ECB beleidsmakers moet het inflatiepeil veel dichterbij de doelstelling van 2% aansluiten vooraleer de kwantitatieve versoepeling kan worden afgebouwd. Volgens anderen mag hierop niet worden gewacht om het risico van oververhitting van de economie (o.m. in Duitsland) te vermijden. **Hoe dan ook, is er midden 2017 geen concrete aanwijzing dat de ECB haar monetaire beleid ingrijpend zal veranderen,** bijvoorbeeld door de korte rente te verhogen en/of door minder schuldpapier op te kopen. **Hetzelfde geldt voor de BoJ.** Ook deze centrale bank gaat gestaag door met het opkopen van allerlei schuldpapier, maar ook van ETF's (Exchange Traded Funds zijn fondsen die beleggen in onder andere op de beurs genoteerde aandelen). Tegen het einde van dit jaar, zal haar balans wellicht rond 570.000 miljard JPY uitkomen. Als rechtvaardiging wordt eveneens gewezen op het lage inflatiepeil (0,4% jaar op jaar in mei 2017) en op de zwakke economische groei.

**Ondanks de verbeterde economische toestand, is er duidelijk nog geen sprake van een forse afbouw van de kwantitatieve versoepeling.** De Fed gaat uiterst voorzichtig te werk, de ECB lijdt duidelijk aan koudwatervrees en de BoJ gaat lustig door op de ingeslagen weg van het creëren van nog veel meer schulden. **Niettemin is de vraag of voorzichtigheid niet de aangewezen handelswijze is.** Het terugschroeven van de veruit grootste schuldfinanciering die de wereld ooit heeft gekend, is geen opdracht waaraan men lichtzinnig begint. De risico's zijn immers enorm, namelijk dat een te snel

---

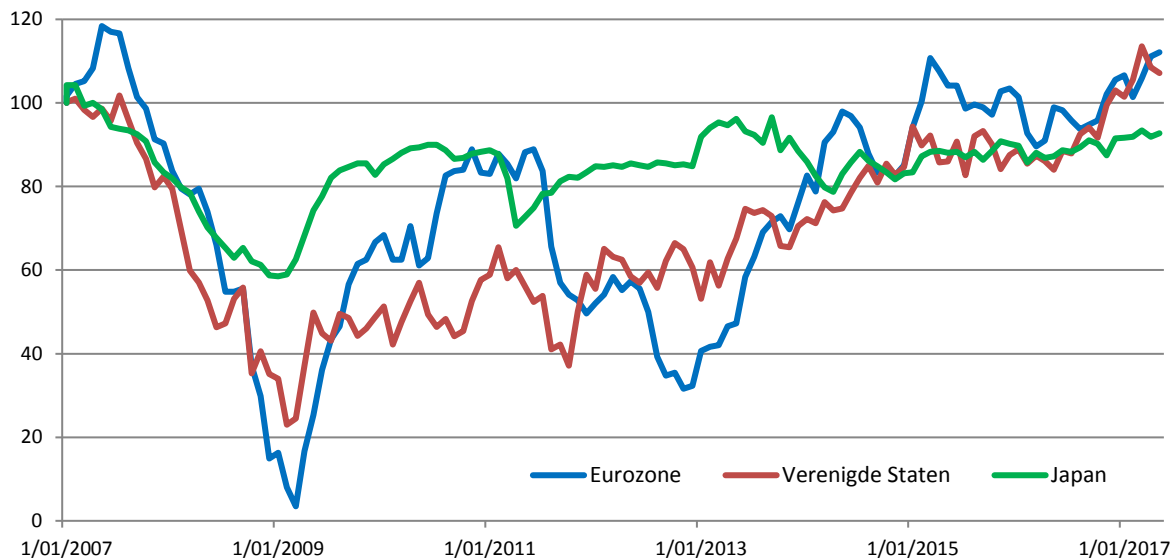
<sup>2</sup> Omdat o.m. ook de Chinese, Britse, Noorse, Zweedse en Zwitserse centrale banken kwantitatieve versoepeling beoefenen, ligt de totale kapitaalinjectie nog een stuk hoger.

ingrijpen de stabiliteit van het financiële stelsel in het gedrang brengt. **Anders gesteld, het lijkt erop dat noch de tweede helft van dit jaar, noch 2018 veel renteverhogingen zullen zien.**

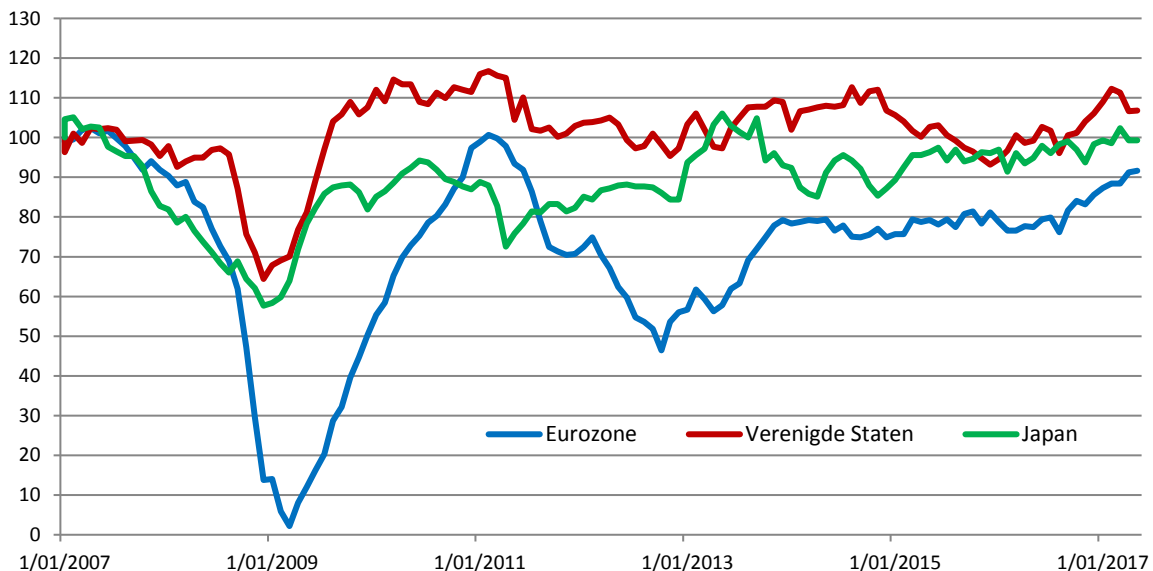
## 1.2. Enkele veelzeggende grafieken

De volgende grafieken geven een beeld van hoe de economische toestand de voorbij jaren is geëvolueerd. Telkens worden ze gevolgd door een korte bespreking. Twee van de belangrijkste indicatoren zijn het consumenten- en producentenvertrouwen.

### a) Consumentenvertrouwen van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2017



### b) Producentenvertrouwen van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2017

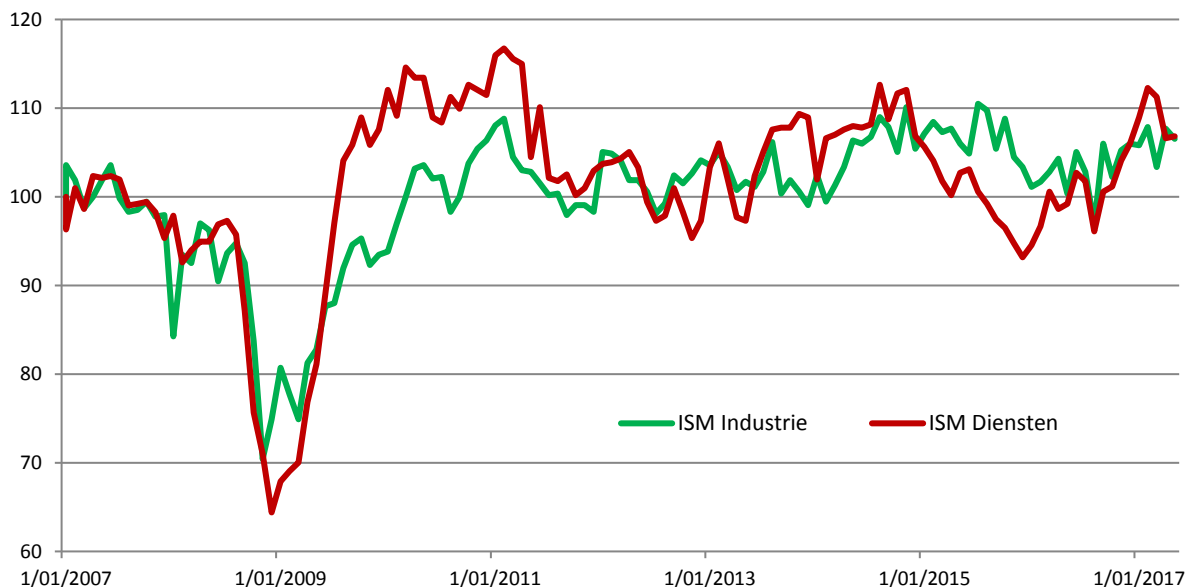


Beide grafieken geven tot begin 2013 eenzelfde beeld: tijdens de financiële crisis van eind 2008 - begin 2009 verschrompelt in de eurozone het vertrouwen van consumenten en producenten. In maart 2009 begint het herstel. Echter, van 2011 tot begin 2013 is er een nieuwe verzwakking. Sindsdien zit het consumentenvertrouwen in de lift. In de Verenigde Staten volgt het consumentenvertrouwen van begin 2009 tot begin 2017 een opgaand parcours; sindsdien verzwakt het enigszins. Het Japanse

consumentenvertrouwen is vastgeroest op het lage niveau van begin 2007. Het recente verloop van het producentenvertrouwen in de drie regio's laat een vlakker beeld zien, al blijkt Europa het de laatste tijd wat beter te doen. Grote onbekende is het afscheid van het Verenigd Koninkrijk van de Europese Unie: zal dit het vertrouwen van consumenten en producenten niet ondergraven?

#### Bedrijvigheid in de Amerikaanse industrie- en dienstensector van 1 januari 2007 t.e.m. 31 mei 2017

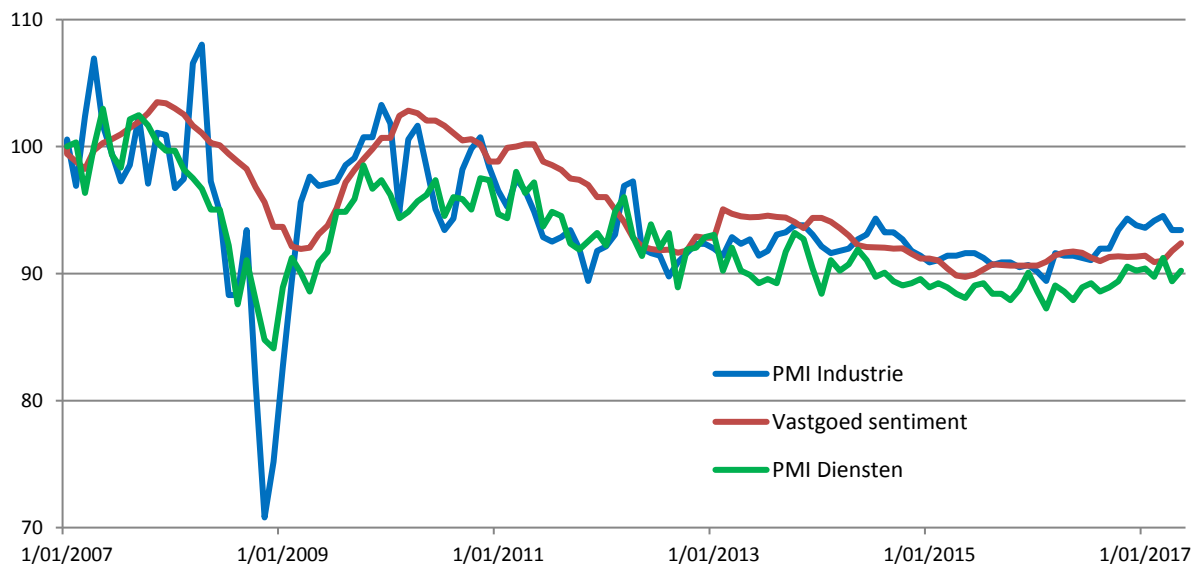
De bedrijvigheid in de nijverheid- en dienstensectoren zoals gemeten door het Amerikaanse *Institute for Supply Management* (ISM) herneemt scherp na de implosie van eind 2008 - begin 2009 (zie onderstaande grafiek). Maar vanaf begin 2011 draait de wind. Vanaf dan evolueren beide indices zijdelings met bovendien een neerwaartse knik in het 2<sup>de</sup> halfjaar 2015. Sindsdien is er enig herstel opgetreden, zonder dat beide indices nochtans opnieuw de maxima van 2010-11 bereiken. Dit is een merkwaardige evolutie in het licht van de grote stimulusinspanningen van zowel de Amerikaanse Federale overheid als van de Fed. Zoals hoger gesteld, is het daarom de vraag of de Fed in de loop van de komende kwartalen wel zal kunnen doorgaan met het terugdraaien van de kwantitatieve versoepeling. Meer, zou de Amerikaanse groei wat inleveren - wat na een expansie van bijna 9 jaar geen verbazing mag wekken - dan zal de Fed zich wellicht verplicht zien het startschot te geven voor een nieuw rondje renteverlagingen/kwantitatieve versoepeling.



Een ander beeld dan het Westen en Japan, geeft de Chinese economie. Zoals enkele belangrijke graadmeters aantonen (zie grafiek op de volgende pagina), heeft de crisis van 2008-2009 ook hier diep gesneden eveneens gevolgd door een krachtig herstel. Maar opvallend is dat al vanaf 2010 de industriële productie en die van diensten neerwaarts zijn gericht, terwijl het vertrouwen in de vastgoedsector blijft afbrokkelen. Slechts heel recent is een schuchtere stabilisatie van deze laatste merkbaar. Hoewel het Chinese BBP volgens o.m. het IMF op jaarbasis nog steeds met meer dan 6% groeit, blijkt uit onderstaande indicatoren dat deze groei onder druk staat. De problemen waarmee China al jaren kampt (onder meer verhalen over spooksteden, het grote bedrag aan niet-invorderbare bankkredieten, of de massale grondstoffenvoorraden) zijn nog altijd prominent aanwezig. De betrouwbaarheid van de Chinese statistieken laat bovendien te wensen over.

**De Chinese economie biedt een gemengd beeld: ja, er is nog significante economische groei, maar het groeiritme verzwakt al jaren (wat niet wil zeggen dat het nog altijd drie tot vier keer hoger ligt dan dat van de Verenigde Staten of de eurozone).**

Bedrijvigheid in de Chinese industrie- en dienstensector, en de vertrouwensindex in de vastgoedsector van 1 januari 2007 t.e.m. 31 mei 2017



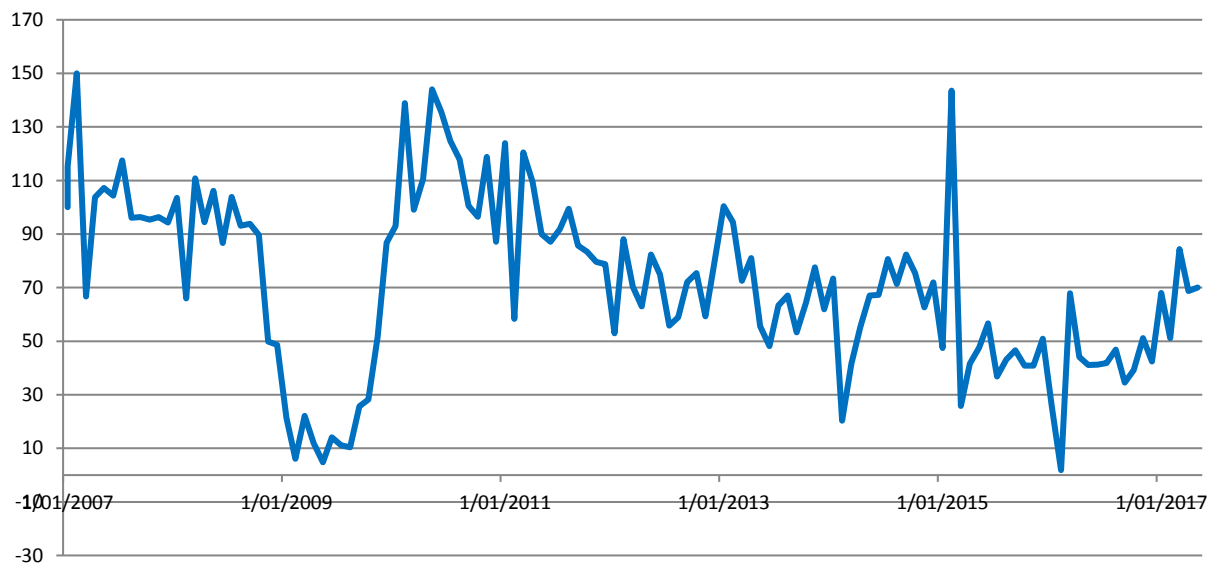
**Ten slotte, twee indices die informatie geven over de stand van de wereldhandel:** de 'Baltic Dry Index' en de ontwikkeling van de Chinese uitvoer (die vooral op Europa en Noord-Amerika is gericht).

a) de 'Baltic Dry Index' van 1 januari 1999 t.e.m. 30 juni 2017



Deze index die de evolutie meet van de tarieven van bulktransport voor de 25 belangrijkste scheepvaartroutes wereldwijd - en daarom een objectieve meter is van de economische activiteit - blijft al jaren aanmodderen rond een niveau dat het laagste is sinds het begin van de waarnemingen. Van enig (krachtig) herstel is nog altijd geen sprake. Hoewel de globale economie volgens het IMF flink groeit, toont de Baltic Dry Index aan dat er nog steeds teveel nieuwe schepen in de vaart komen opdat de vrachtprijzen trendmatig zouden kunnen stijgen. Dit is een vrij verrassende vaststelling, want bij een voorspelde groei voor 2017 van de wereldhandel met 3,8% (IMF), had men kunnen verwachten dat het overaanbod aan scheepscapaciteit vrij snel zou worden geabsorbeerd.

b) de groei van de Chinese uitvoer van 1 januari 2007 t.e.m. 31 mei 2017



Na de zware dip ten gevolge van de wereldwijde crisis 2008-09, herstelt de Chinese export tot einde 2010 bijna tot voor-crisisniveau. Nadien is het huilen met de pet op. Slechts sinds begin van dit jaar kan gesproken worden van een meer volgehouden herstel (de piek begin 2015 heeft statistische oorzaken). De essentie is dat de groei van de Chinese uitvoer al sinds begin 2007 afneemt; vandaag evolueert de export rond een peil gelijk aan ca. 70% van dat begin 2007. Enerzijds weerspiegelt deze gang van zaken - vergeleken met de jaren voor de crisis 2008-09 - de zwakkere economische prestaties wereldwijd, maar aan de andere kant is hij ook een illustratie van het feit dat de centraal geleide Chinese economie zich structureel anders ontwikkelt. Nu ligt de nadruk meer op het stimuleren van de binnenlandse consumptie dan op het bevorderen van de export. Zonder deze shift zouden BBP groeicijfers van meer dan 6% per jaar onmogelijk zijn.

**De economische verwachtingen voor het tweede halfjaar ogen beter dan in de voorbije jaren: voor het eerst sinds lang rekent het IMF met een stijging van het wereldhandelsvolume. Van euforie kan echter geen sprake zijn omdat deze economische groei voor een groot deel tot stand komt door het maken van schulden, een werkwijze die door de grote centrale banken (ultralage tot negatieve rente, kwantitatieve versoepeling) wordt gepromoot. Vandaag verteren wat morgen nog moet worden verdiend, is geen houdbaar economisch model. Zo de komende kwartalen wellicht nog groei zullen laten zien, is de hamvraag wat 2018 brengt. Bovendien bezwaren een aantal risico's de toekomst. Houdt de Fed voet bij stuk? Wat met de Brexit? Voert Trump zijn verkiezingsbeloften uit? Kan China een schuldenimplosie vermijden? Hoe dan ook blijft het beheersen van de almaar olopemde schuldgraad een noodzakelijke voorwaarde om de fundamenten van ons economisch bestel te verstevigen. Pijnloos zal dit niet zijn. Ofwel kennen we een activadeflatie inclusief schuldverschikkingen en -kwijtscheldingen, ofwel een structureel hogere inflatie. Beide ontwikkelingen zijn negatief voor de belegger.**

## DEEL II - Beleggen in het 2<sup>de</sup> halfjaar 2017

### II.1. Op balans of niet op balans?

Omdat de overheidswaarborg op spaargelden en ermee gelijkgestelde in de eurozone beperkt is tot 100.000 EUR per persoon en per instelling, verandert het risicoprofiel van vastrentende producten zoals spaarboekjes en kasbons, drastisch. De controle op de liquiditeit en solvabiliteit van een financiële instelling wordt een belangrijk element bij de beslissing al of niet van deze instelling producten af te nemen. De reden hiervan is dat eigen geldmarktproducten en door de instelling zelf uitgegeven obligaties op de balans van die instelling staan ingeschreven.

De balans van een commerciële bank ziet er als volgt uit (geschematiseerde voorstelling). De schulden aan particulieren en bedrijven zijn in het rood aangeduid.

Actief	Passief
<b>Vaste activa</b>	<b>Eigen vermogen</b>
Gronden, gebouwen,...	Uitgegeven aandelen / Reserves
<b>Vlottende activa</b>	<b>Achtergestelde eigen leningen</b>
Gekochte overheidsobligaties	<b>Vreemd vermogen (= schulden)</b>
Andere gekochte obligaties	<b>Klantendeposito's</b>
Vorderingen op andere banken	<b>Spaarboekjes, kasbons,...</b>
<b>Kredieten</b>	<b>Eigen obligatieleningen</b>
Hypotheken	Kredieten vanwege de ECB
Consumentenkredieten	Leningen van andere banken
Ondernemingskredieten,...	<b>Gestructureerde producten,...</b>

Het eigen vermogen bestaat uit de door de financiële instelling uitgegeven aandelen en de opgebouwde reserves. De achtergestelde leningen - die door de regelgever met eigen vermogen worden gelijk gesteld - betreffen vaak zogenaamde eeuwigdurende leningen en bufferobligaties (of 'coco's: contingent convertibles). Deze dragen een hogere rentevoet, maar deze rente is meestal voorwaardelijk (de bank moet bijvoorbeeld winst maken). Bovendien kunnen coco's eenzijdig - op initiatief van de uitgever - verplicht worden omgezet in aandelen. Het vreemde vermogen van een bank bestaat uit klantendeposito's, uit spaarboekjes en kasbons, uit niet-achtergestelde obligatieleningen, uit kredieten vanwege de centrale bank, uit kredieten vanwege andere financiële instellingen, uit andere ontvangen financieringen en uit diverse schulden.<sup>3</sup> Wanneer nu de actiefzijde van de balans aan waarde verliest (bijvoorbeeld omdat er grote verliezen zijn op verstrekte kredieten; zie bv. Italië), is het mogelijk dat deze verliezen zo hoog oplopen dat ze de solvabiliteit van de instelling in gevaar brengen. Op dat ogenblik zal in eerste instantie aan de aandeelhouders worden gevraagd om in te tekenen op een kapitaalverhoging. Lukt dat niet of in onvoldoende mate, dan zal de instelling

<sup>3</sup> In België maken tak 21 levensverzekeringsproducten eveneens deel uit van het vreemde vermogen van een bank-verzekeraar of verzekeringsinstelling. Ze genieten van dezelfde waarborg als zichtrekeningen en klassieke spaarproducten en kasbons (i.e. tot 100.000 EUR per persoon en per instelling), maar worden dus eventueel ook meegezogen indien de uitgevende instelling in de problemen geraakt. Dit is overigens ook het geval met Belgische tak 23 producten (Opgelet! Deze genieten niet van enige overheidswaarborg). In Luxemburg is de situatie anders. Een Luxemburgse tak 23 verzekeringspolis staat niet op het passief van de uitgevende instelling, maar is ondergebracht bij een bewaarnemende bank. Zo de uitgevende verzekeringsinstelling in de problemen komt, worden de polishouders dankzij deze aanpak niet verontrust.



haar obligatiehouders aanspreken onder de vorm van bv. een 'haircut' (korten op het nominale bedrag van de lening). Zo deze maatregelen niet volstaan om de financiële instelling van de ondergang te redden, zijn de houders van zicht- en spaarrekeningen en ermee gelijkgestelde aan de beurt (termijnrekeningen, kasbons, tak 21 polissen,...). In het slechtste geval zullen deposito's en ermee gelijkgestelde groter dan 100.000 EUR per persoon volledig kunnen worden aangewend voor het redden van de bank in kwestie. **Deze werkwijze die deze van de Europese Commissie en de ECB is, leidt tot het besluit dat deposito's vanaf 100.000 EUR per persoon en per instelling, verre van risicovrij zijn**<sup>4</sup>. Het faillissement van Optima Bank in juni 2016 toont aan, dat ook een Belgische spaarder hiermee best rekening houdt. In de volgende korte bespreking van de verschillende vastrentende effecten (van spaarboekjes, over kasbons tot obligaties), mag men deze belangrijke opmerking niet uit het oog verliezen.

## II.2. Geldmarktbeleggingen

De geldmarkt wordt gestuurd door de korte rente, die door de centrale banken wordt vastgelegd. Omdat volgens de centrale banken de economie nog altijd moet worden gestut en - vooral - de financiering van de overheden moet worden vergemakkelijkt, bestaat er niet de minste twijfel over dat de centrale banken van de grote monetaire blokken (eurozone, Japan en de Verenigde Staten) hun korte tarief de komende kwartalen niet (ECB, BoJ) of slechts marginaal (Fed) zullen verhogen. Het basistarief op korte termijn in alle grote monetaire zones noteert op historische dieptepunten; de ECB en de BoJ hanteren zelfs een negatieve rente. Als gevolg hiervan overtreffen de nochtans beperkte prijsstijgingen de opbrengst van geldmarktbeleggingen. **Dit betekent dat beleggers die kiezen voor spaarboekjes, termijnrekeningen, tak 21 polissen, kasbons,... in koopkrachttermen verlies lijden.** Daarom is het argument dat deze beleggingsvormen het ingelegde kapitaal beschermen, een gevaarlijke stelling. Zo op termijn de inflatie oploopt, zal de koopkrachtwaarde van deze financiële instrumenten snel achteruit gaan. **Er zijn m.a.w. geen rationele argumenten te vinden om vandaag voor langere tijd in geldmarktbeleggingen te stappen: de rente is ultralaag en zal laag blijven, terwijl de huidige inflatiepercentages nu al leiden tot een negatief reëel rendement. Bovendien is het maar de vraag wat de overheidswaarborg tot 100.000 EUR per persoon en per instelling waard is, mochten enkele grote bankdominostenen van de omvang van bv. Deutsche Bank omvallen.**

**Beleggen voor de lange termijn op de geldmarkt in EUR, JPY of USD (spaarboekjes, termijnrekeningen, kasbons, tak 21 polissen,...) staat gelijk met het zich overleveren aan de krachten van oeverloze geldcreatie, overheidsmanipulatie en oplopende inflatie. Afblijven!**

## II.3. Obligaties

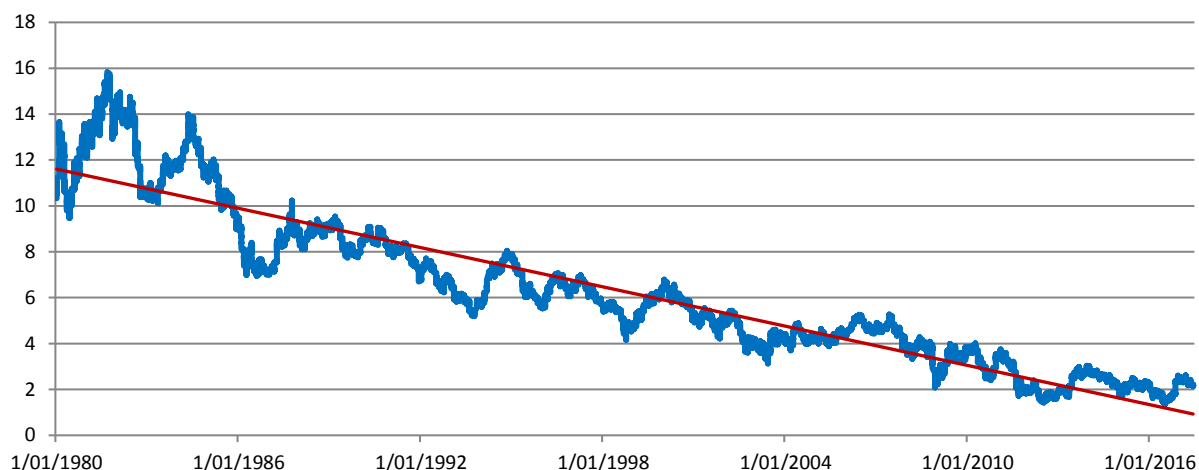
Er bestaan allerlei soorten obligaties. Eerst staan we stil bij die van de beste kwaliteit uitgegeven door landen als Duitsland en de Verenigde Staten. Vooral dit laatste land krijgt aandacht, omdat historische tijdreeksen over het rendement van Amerikaanse soevereine effecten ver in de tijd terug gaan. De geschiedenis van Duits overheidspapier wordt daarentegen doorkruist door beide Wereldoorlogen en - vooral - door de hyperinflatie tijdens de beginjaren van de Weimarrepubliek (1921-1923): Duits staatspapier verloor toen quasi al zijn waarde (wat ten overvloede bewijst dat ook soevereine obligaties allesbehalve risicoloos zijn).

Zoals af te lezen is van onderstaande grafiek die de rente sinds 1980 weergeeft op Amerikaanse overheidsobligaties met een resterende looptijd van 10 jaar, noteert deze rente nog altijd zeer laag.

---

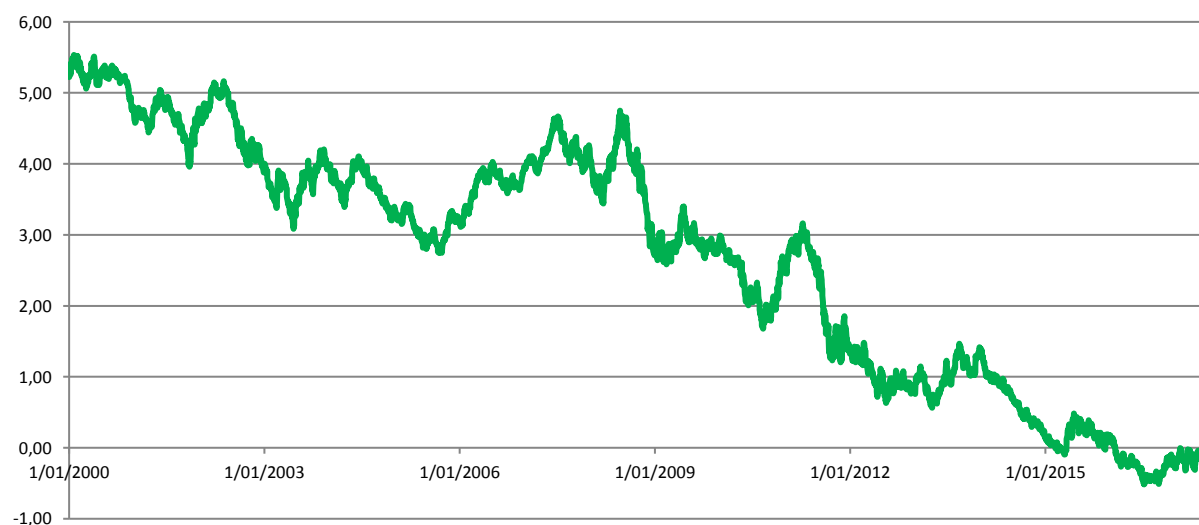
<sup>4</sup> De vraag is evenwel of deze principes altijd in de realiteit zullen worden toegepast. Zo gebeurde de recente redding van twee Italiaanse banken (Veneto Banca en Banca Popolare di Vicenza) met miskenning van de Europese regelgeving. Het was integendeel de Italiaanse belastingbetaler die de rekening van 17 miljard EUR kreeg voorgeschoteld. Het argument om voor deze weg te kiezen ('er zijn teveel kleine obligatiehouders') staat haaks op wat de Europese Commissie voorstaat (zie hoger).

De rente (in percent) op Amerikaanse overheidsobligaties met een resterende looptijd van 10 jaar van 1 januari 1980 tot 30 juni 2017



De laatste waarneming op deze grafiek (2,16%) dateert van 30 juni 2017. Deze rente is weliswaar hoger dan het historische laagterecord van 2 mei 2013 (1,63%)<sup>5</sup>, maar de toegevoegde trendlijn geeft aan dat de lange Amerikaanse rente nog steeds een dalend kanaal volgt. Sinds de top van 15,79% van 30 september 1981, is het rendement op Amerikaanse *treasuries* (schatkistcertificaten) met een resterende looptijd van 10 jaar met ca. 86% gekelderd. De neerwaartse trend die meer dan 35 jaar geleden inzette, lijkt - ondanks soms hevige opwaartse correcties - nog steeds door te zetten, al is met wat goede wil sinds midden 2016 sprake van enige uitbodeming. **Een correcte vergoeding voor Amerikaanse *treasuries* op 10 jaar zou ongeveer het dubbele van vandaag moeten bedragen.** Immers, de lange rente weerspiegelt de inflatieverwachtingen verhoogd met een reële rentevergoeding. De vaststelling dat dit niet zo is, is als een wild knipperend gevaarlicht. **Gegeven de waarschijnlijkheid dat het prijzenpeil binnen 10 jaar zowat overal in de wereld hoger zal liggen dan vandaag, is beleggen in obligaties van de beste kwaliteit met een lange resterende looptijd niet aangewezen.**

Een speciale vermelding geldt Duits overheidspapier (*Bunds*) op lange termijn (vijf jaar en meer). Onderstaande grafiek toont de rente-evolutie van *Bunds* met een resterende looptijd van 7 jaar (gegevens tot en met 30 juni 2017).



<sup>5</sup> De rente van 1,63% is de allerlaagste sinds het begin van de waarnemingen aanvang 19<sup>de</sup> eeuw.

*Bunds* met een resterende looptijd van zeven jaar noteren sinds einde 2015 constant tegen een negatief rendement. M.a.w. beleggers betalen de Duitse overheid om in dergelijke stukken te 'mogen' beleggen. Dit is natuurlijk je reinste onzin, veroorzaakt door de ECB politiek van het opkopen van EUR overheidsobligaties waarbij het maandelijks bedrag van actueel 60 miljard EUR over de verschillende EUR lidstaten pro rata moet worden verdeeld. Omdat enerzijds de ECB obligaties opkoopt die een negatief rendement dragen van maximum 0,40% tot eindvervaldag en anderzijds het aanbod van zulke stukken beperkt is o.a. als gevolg van het feit dat de noordelijke eurolanden minder nieuwe obligaties uitgeven dan dat de ECB er opkoopt, kunnen dergelijke aberrante rendementen tot stand komen. De kernvraag is wat er gebeurt wanneer deze opkoopprogramma's worden beëindigd. Hoewel sommigen ervan uitgaan dat dit nooit zal (kunnen) gebeuren, pleiten vooral Duitse economen voor een terugkeer naar een meer orthodox monetair beleid. Mocht de economische groei in de eurozone verder versnellen, dan is het handhaven van een ultrasoepel monetair beleid ook vanuit die hoek niet langer te verantwoorden. Rentestijgingen staan dan voor de deur, zelfs indien de ECB er alles zal aan doen om die zo beperkt mogelijk te houden. Vooral de langere looptijden zullen hiervan de negatieve weerslag ondervinden. In dit kader hoeft eraan te worden herinnerd dat de koersgevoeligheid van obligaties toeneemt met hun '*duration*'<sup>6</sup>. Als de rente op langlopende obligaties stijgt, kunnen de koersverliezen bijgevolg aanzienlijk zijn.

**Beleggen in overheidspapier met zeer goede tot de beste ratings - of het nu Amerikaans, Duits, Noors, Singaporees, Zweeds, of Zwitsers is - dient zich te beperken tot resterende looptijden van maximum drie jaar. Deze obligaties kennen een zeer laag tot negatief rendement (!), maar beschermen dankzij hun korte '*duration*' desondanks tegen mogelijk nog veel grotere kapitaalverliezen op andere beleggingen.**

Overheidsobligaties van mindere kwaliteit zijn de speelbal aan de ene kant van vooral Europese overheden die hun financiën op orde proberen te krijgen, en aan de andere kant van de financiële markten die vrezen dat dit herstel niet voor morgen is (zie Griekenland of Italië). Niettemin is als gevolg van de acties van de ECB het renteververschil tussen de noordelijke en zuidelijke eurolanden sterk afgenomen en noteert bijvoorbeeld de Spaanse tienjarige rente lager dan de Amerikaanse. Nochtans presteert de Spaanse economie minder goed met onder meer een werkloosheidsgraad van bijna 19% tegenover 4,7% in de Verenigde Staten. M.a.w. de rentevergoeding die men op dit soort obligaties krijgt, is veel te laag. **Landen met minder verzichte overheidsfinanciën en die op de koop toe groeien** (Australië, Brazilië, Canada, Nieuw-Zeeland,...) **verdienen daarom de voorkeur.** Weliswaar is dan sprake van een hoger valuta- en soms politiek risico, maar deze risico's worden minstens voor een deel afgeblokt door de hogere rente die deze landen op hun schuld betalen.

**De analyse op het vlak van de overheidsschuld en van de jaarlijkse overheidstekorten, geldt mutatis mutandis voor bedrijfsobligaties.** Ook hier zal een belegger op de eerste plaats kijken naar de totale schuld van een bedrijf en naar de spreiding ervan in de tijd. Daarnaast - en veel gemakkelijker in te schatten dan bij de overheid, want niet gekleurd door politieke beslissingen - is er de winstgevendheid en de vraag of het bedrijf die winstgevendheid zal kunnen handhaven, laat staan verbeteren. Het relatieve gemak waarmee de financiële parameters van een onderneming genoteerd op een belangrijke beurs kunnen worden onderzocht en prognoses gemaakt voor de toekomst, leidt tot het besluit dat **beleggen in kwaliteitsvolle overheidsobligaties in sommige gevallen risicovoller is, dan beleggen in kwaliteitsvolle bedrijfsobligaties.** Ook ratingbureaus en heel wat institutionele beleggers komen tot die vaststelling: het gewicht van bedrijfsobligaties in institutionele portefeuilles loopt vaak op in het nadeel van dat van soevereine emissies. Echter, in een wereld waarin de economische vooruitzichten op langere termijn niet anders kunnen dan rekening te houden met de mogelijkheid van oplopende inflatie, zijn langere looptijden ook hier uit den boze. Een maximale resterende looptijd

---

<sup>6</sup> '*Duration*' is de koersgevoeligheid van een obligatie voor veranderingen in de rentestand. Hoe langer de '*duration*', hoe meer de koers van een obligatie zal wijzigen indien de rente stijgt of daalt. Als vuistregel geldt dat een stijging of daling van de rente met 1% de koers van een langlopende obligatie beïnvloedt met 1% x de '*duration*'.

van drie jaar voor bedrijfsobligaties van goede tot uitstekende kwaliteit, is daarom aangewezen. **Soevereine en bedrijfsobligaties van mindere kwaliteit - zelfs met looptijden korter dan drie jaar - zijn te mijden wegens extreem duur, gegeven de lage rentevergoeding voor het hoge debiteurenrisico.**

Hoewel economiehandboeken stellen dat kwaliteitsvolle obligaties de volatiliteit van een beleggingsportefeuille drukken, moet rekening worden gehouden met de huidige, bijzondere macro-economische omgeving. In dit kader noteren deze stukken veel te duur. De kans dat ze crashen, verhoogt naarmate extra programma's van monetaire versoepeling worden geïmplementeerd, en dus de waarschijnlijkheid van op termijn stijgende prijzen toeneemt<sup>7</sup>. **Vandaag beleggen in overheids- of bedrijfsobligaties van de beste kwaliteit met een lange resterende looptijd, beantwoordt daarom niet langer aan de logica van het verminderen van het risico in een portefeuille. Integendeel, deze stukken vertegenwoordigen een potentieel hoog risico omdat hun koers ineen zal stuiken zo de rente op lange termijn sterk stijgt<sup>8</sup>.**

De vooruitzichten voor wat betreft de rendementen van obligatiebeleggingen voor het tweede halfjaar 2017, ogen niet gunstig. Zowel de als veilig veronderstelde Amerikaanse en Duitse havens als meer avontuurlijke obligatie-uitgiften, noteren te duur: hun rendement weerspiegelt veel te weinig hun op termijn hoge risico. Slechts kortlopende obligaties (met een resterende looptijd van maximum drie jaar) uitgegeven door kwaliteitsvolle emittenten, zijn vanuit een uitgesproken defensief oogpunt aanvaardbaar. Aan de andere kant weet men niet hoever de grote centrale banken de kwantitatieve versoepeling gaan drijven. Het is niet omdat de Fed recent heeft verklaard de kwantitatieve versoepeling voorzichtig terug te draaien, dat dit ook binnen bv. een jaar nog haar intentie is.

#### II.4. Aandelen

Naast de geldmarkt en vastrentende beleggingen (obligaties), vormen aandelen de derde belangrijke grote activaklasse. **Traditioneel worden aandelenbeleggingen geassocieerd met het nemen van een hoger risico en dus het realiseren van een hoger rendement op langere termijn. De huidige omstandigheden op de financiële markten doen echter afbreuk aan die invalshoek.** Zoals hoger uitgelegd, is de toekomstige opbrengst van geldmarkt- en obligatiebeleggingen afhankelijk van beslissingen wat betreft de monetaire politiek, van ongebreidelde geldcreatie en van het vastpinnen van de lange rente op artificieel lage niveaus. Aandelenbeleggingen staan haaks op dit nieuwe financieel-economische kader, door Amerikaanse analisten de *'new normal'* genoemd. Immers, de waardering van dergelijke beleggingen kan niet eenvoudig door de overheid worden gemanipuleerd<sup>9</sup>, wat niet belet dat de verwachte opbrengst van een aandelenbelegging nog steeds wordt vergeleken met die van een belegging op de geldmarkt of in obligaties.

Zijn aandelen vandaag duur of juist goedkoop? Volgende factoren beïnvloeden de prijs van een aandeel.

- De historische winstontwikkeling en de winstverwachtingen.
- Het actuele en toekomstige dividendrendement.

---

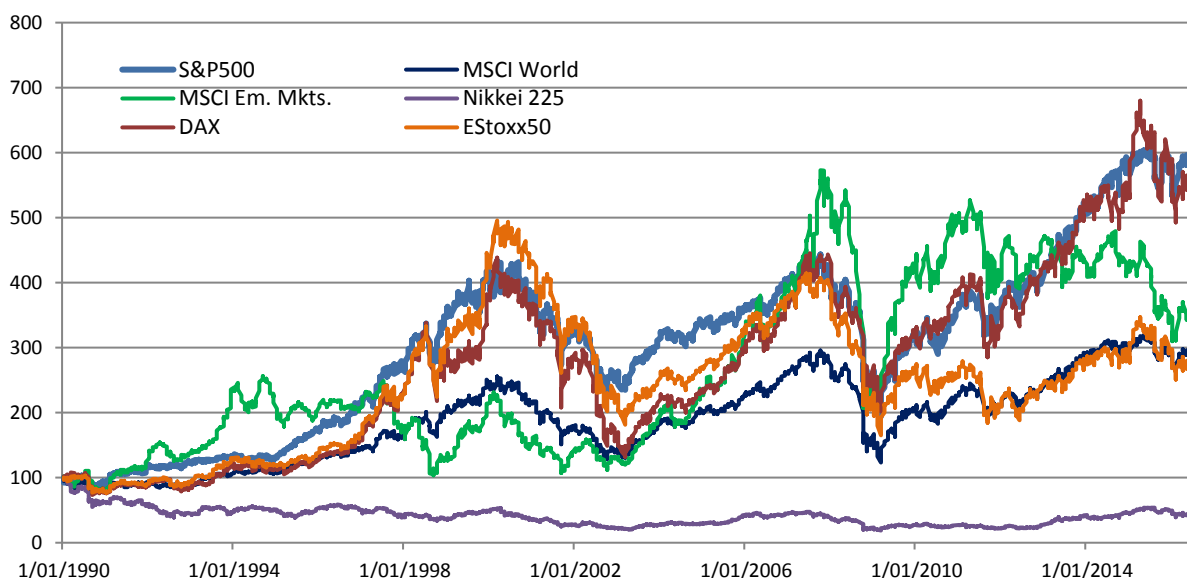
<sup>7</sup> Tot op zekere hoogte zijn inflatie gelinkte obligaties een uitzondering; immers, ze beschermen tegen oplopende prijzen. Inflatie gelinkte soevereine obligaties vertegenwoordigen echter ook overheidsschuld. In de mate dat deze verder uit de hand loopt, zijn ze daarom evenmin goede beleggingen.

<sup>8</sup> Uiteraard kan men dergelijke obligaties tot op hun eindvervaldag bijhouden. Echter, in dat geval, krijgt men in al de jaren tot de eindvervaldag een rentevergoeding die lager is dan de marktrente.

<sup>9</sup> Al doet o.m. de Japanse centrale bank 'loffelijke' pogingen in die richting door het opkopen van op de beursgenoteerde aandelen, o.v.v. ETF's.

- De koers/winstverhouding (K/W - P/E) en de voortschrijdende K/W verhouding gecorrigeerd voor inflatie (de Shiller K/W verhouding). Een K/W tussen 12 en 15 wordt beschouwd als een normale waardering, d.w.z. de beurs is noch duur, noch goedkoop.
- De PEG-ratio (P/E to Growth ratio) is gelijk aan de K/W gedeeld door de verwachte groei (over 1 of meerdere jaren). Een PEG van minder dan 0,5 betekent dat een aandeel goedkoop noteert.
- Het niveau van de rente op korte en lange termijn. Hoe lager de rente, hoe 'concurrentiëler' aandelen zijn t.o.v. vastrentende effecten.
- De macro-economische omgeving en verwachtingen (groei van het BBP, inflatie, vertrouwen van consumenten en producenten, beleid van de centrale banken,...).
- De micro-economische verwachtingen: In welke sector is het bedrijf actief? Dreigt ontwrichting (*disruption*)? Hoe positioneert het bedrijf zich tegenover de concurrentie? Zijn liquiditeit en solvabiliteit oké? Hoe evolueren de winsten?
- Het markt sentiment (de emotie van de belegger).
- Geopolitieke gebeurtenissen en rampen.

Wanneer de optelsom wordt gemaakt van de hierboven vermelde parameters, blijkt dat aandelen vandaag wat duurder dan gemiddeld noteren o.m. op basis van hun prospectieve K/W verhouding en PEG-ratio (de meeste grote beursindices rekenen voor 2018 met een K/W verhouding van iets meer dan 16). In relatie tot de extreem lage rente op korte en lange termijn, is het beeld echter anders. **Heel wat kwaliteitsaandelen met stabiele tot groeiende winsten, keren een dividend uit dat beduidend hoger is dan de rente op lange termijn die kwaliteitsvolle overheidsobligaties betalen.** Relatief gesproken zijn aandelen daarom niet (te) duur. Kijken we sinds begin 1990 (= niveau 100) naar de historische koersontwikkeling van een aantal bekende beursindices, dan blijken vooral de DAX en de S&P500 einde juni 2017 op recordkoersen te noteren<sup>10</sup>. De andere indices kennen de laatste kwartalen weliswaar een stijgende trend, maar met uitzondering van de MSCI World zijn historische topkoersen ver weg. De Japanse beurs vertoont sinds begin 1990 een quasi vlak verloop; deze beurs noteert einde juni 2017 zowat op de helft van haar niveau van einde 1989.



**Het hoge koersniveau van veel beurzen vindt op de eerste plaats zijn verklaring enerzijds in de sinds meer dan tien jaar quasi constant stijgende bedrijfswinsten, terwijl anderzijds de concurrentie van vastrentende producten is weggefallen: de centrale banken drukken de rente zo laag tot negatief,**

<sup>10</sup> Hierbij mag men niet uit het oog verliezen dat de DAX een *total return* index is (d.w.z. een index die de uitgekeerde dividenden kapitaliseert), terwijl dit voor de S&P500 niet het geval is. Zonder kapitalisatie van dividenden, zou de DAX een stuk lager noteren.

**zodat iemand die op zoek is naar een jaarlijks inkomen niet anders kan dan in (dividend) aandelen te beleggen.**

Volgend voorbeeld waarbij de winst- en koersevolutie tussen einde 2007 en einde 2016 van vijf gekende bedrijven wordt vergeleken, is een goede illustratie van het voorgaande (data in de valuta van het aandeel).

Naam bedrijf	winst per aandeel 2007	winst per aandeel 2016	koers 31/12/2007	koers 31/12/2016	K/W 31/12/2007	K/W 31/12/2016	Actueel bruto dividend rendement
BMW	4,23	9,62	42,35	88,75	10,01	9,23	4,18%
Microsoft	1,41	2,12	35,60	62,14	25,25	29,31	2,20%
Nestlé	2,32	3,11	52,00	73,05	22,41	23,49	2,69%
RD Shell	3,97	1,05	28,75	25,99	7,24	24,75	7,33%
Sanofi	3,17	4,66	62,98	76,90	19,87	16,50	3,31%

Het is duidelijk dat over de beschouwde periode de koersevolutie van aandelen als BMW, Nestlé en Sanofi hun winstontwikkeling afspiegelt, terwijl Microsoft naar verhouding een beetje en Royal Dutch Shell een heel stuk duurder zijn geworden. Vooral het aantrekkelijke dividend beschermt de beurskoers van dit laatste aandeel: hoewel de winstgevendheid stevig is gedaald, rekent de markt erop dat het dividend niet wordt teruggeschroefd. Dit is een beperkt staal van vijf gekende bedrijven, maar ook de brede markt - bv. gemeten aan de MSCI World index - vertoont een vergelijkbaar beeld. Sinds maart 2009 zijn de koersen samen met de bedrijfswinsten sterk gestegen, maar lopen nog niet (te) ver uit de pas. De uitzonderingen zijn aandelen uit sectoren als biotechnologie (K/W van meer dan 90), industrie (K/W van 37,4) en IT (K/W van 33,5). M.a.w. beleggers rekenen voor dergelijke bedrijven voor de komende jaren op een sterke stijging van de bedrijfswinsten. Men kan echter moeilijk negeren dat een aantal aandelen uit deze sectoren zeepbelwaarderingen vertonen. Voorbeelden hiervan zijn (met hun resp. K/W): Amazon (186,6), Netflix (207,24) en Tesla (geen winst). Indien om gelijk welke reden hun verwachte (winst)expansie zich niet zou realiseren, staan voor deze aandelen zware correcties.

Niettemin, als wordt gekeken naar de brede markt en zonder 'zwarte zwanen'<sup>11</sup>, zullen de bedrijfswinsten de komende kwartalen gemiddeld blijven stijgen, wat zal resulteren in een opwaartse druk op de aandelenkoersen. Zoals hoger aangestipt, blijft een factor van onzekerheid de monetaire politiek van de grote centrale banken. Indien vandaag iemand geneigd is bv. Microsoft te kopen, dan krijgt hij een dividend dat bruto ongeveer gelijk is aan de lange Amerikaanse rente (zie hoger). Zou die rente stijgen tot een normaal niveau (rond 4% gegeven de inflatieverwachtingen) dan kiest een meer risicoschuwe belegger misschien voor die overheidsobligatie, zelfs al verliest hij op dat moment ieder uitzicht op koerswinst dat het Microsoft aandeel hem biedt. Dit voorbeeld toont ten overvloede aan dat de ultralage rente een prominente rol speelt wat betreft de verklaring van de huidige aandelenwaarderingen.

**Het feit dat de BoJ, ECB en Fed te pas en te onpas herhalen dat ze de rente binnen afzienbare tijd niet of slechts matig zullen verhogen, creëert een blijvend gunstig verwachtingspatroon voor aandelen.** Optimisme prevaleert. Beleggers zijn er blijkbaar van overtuigd dat (financiële) crisissen niet voor blijvend onheil zorgen en dat de centrale banken er ook in de toekomst zullen in slagen de rente op een extreem laag niveau vast te pinnen. Hierdoor wordt het aandelenrisico beduidend minder hoog ingeschat. **Dit onwrikbaar geloof in de macht van de centrale banken, (ver)leidt sommige analisten ertoe te stellen dat de kansen op een crash miniem zijn.** Hoewel dergelijke uitspraken op zich al een indicatie vormen van het feit dat de beurzen niet meer goedkoop zijn, zijn ze begrijpelijk. Immers - en zoals bij de bespreking van de geldmarkt en de vastrentende beleggingen aangegeven - zijn beide grote activaklassen potentieel gevaarlijk: niet alleen kan en zal op termijn de inflatie oplopen (met

<sup>11</sup> Een 'zwarte zwaan' verwijst naar een catastrofale gebeurtenis van eender welke aard ook die op geen enkele manier kan worden ingecalculeerd bij het opstellen van economisch-financiële vooruitzichten.

koopkrachtverlies als gevolg), maar ook een uitgesproken rentestijging kan niet worden uitgesloten. Een centrale bank als de ECB kan weliswaar de lange rente d.m.v. kwantitatieve versoepeling naar beneden hameren, maar dit kan ze niet tot het einde der tijden volhouden. Mocht de economie harder aantrekken dan vandaag algemeen verwacht, dan zal de lange rente oplopen met als gevolg (grote) koersverliezen op langlopend schuld papier, zoals obligaties, kasbons, tak21 polissen en sommige alternatieve producten. **Aandelen ontsnappen voor een stuk hieraan, al zal onder die omstandigheden de concurrentie met hoger renderend schuld papier wel toenemen.**

Voorafgaande korte analyse leidt tot de vraag hoe ver de beursbuis die wereldwijd in maart 2009 begon, nog kan dragen. Eind 1999, begin 2000 - op het hoogtepunt van de internetzeepbel en geconfronteerd als ze waren met scherp gestegen beurskoersen - togen analisten aan het werk om nieuwe koersdoelen vast te leggen voor de belangrijkste indices. Projecties van een Dow Jones Industrials index die doorstijgt tot 36.000, ja zelfs tot 100.000 punten, zagen toen het licht. Vandaag gebeurt hetzelfde. Projecties waarbij de beursstijging van de voorbije jaren zomaar wordt doorgetrokken, halen de pers met beursindices die tegen 2020 50% tot 100% hoger zouden staan dan vandaag. Hoewel de omgeving van ultralage korte rente wellicht nog een tijdje ongeveer dezelfde zal blijven en de economie in de eurozone beter presteert, is de waarschijnlijkheid dat dergelijke forse koersevolutie plaats vindt, niet groot. Het basisprobleem blijft de schuld van overheden, bedrijven en gezinnen die in heel wat landen zo hoog is dat de verlaging ervan de facto onmogelijk is: op macro niveau dienen inkomsten vooral om interesten te betalen, niet om schulden af te lossen. **Deze extreme schuld niveaus verhinderen dat de grote centrale banken de rente verhogen in dezelfde mate als de economische bedrijvigheid herneemt.** Als de rente - gegeven een betere economische gang van zaken en een voortdurende kwantitatieve versoepeling - te laag blijft, zal de inflatie fors oplopen. **Bovendien zijn er de Brexit en de hoge verwachtingen rond de nieuwe economisch-financiële politiek van president Trump.** De Brexit onderhandelingen dreigen lange tijd aan te slepen met een onzekere uitkomst tot gevolg, zowel voor Groot-Brittannië zelf als voor de overblijvende landen van de Europese Unie. Wat de aangekondigde economisch-financiële maatregelen van de Trump administratie betreft (verlagen belastingen, grote infrastructuurwerken, afbouwen regulering binnen de financiële sector,...) moet afgewacht worden hoeveel ervan inderdaad werkelijkheid worden. **Daarom is de richting waarin de aandelenkoersen de komende maanden evolueren, niet eenvoudig te bepalen.** Het is best mogelijk dat de rente toch wat meer oploopt, of dat Trump zijn plannen (opnieuw) niet kan doordrukken. Tijdelijk dalende koersen en hogere volatiliteit zullen het gevolg zijn. Bijgevolg is het essentieel dat aandelenbeleggingen worden afgedekt. Dit kan op verschillende manieren gebeuren, maar **het toepassen van een automatisch ingrijpende stop loss techniek heeft bewezen op termijn de beste resultaten te geven.**

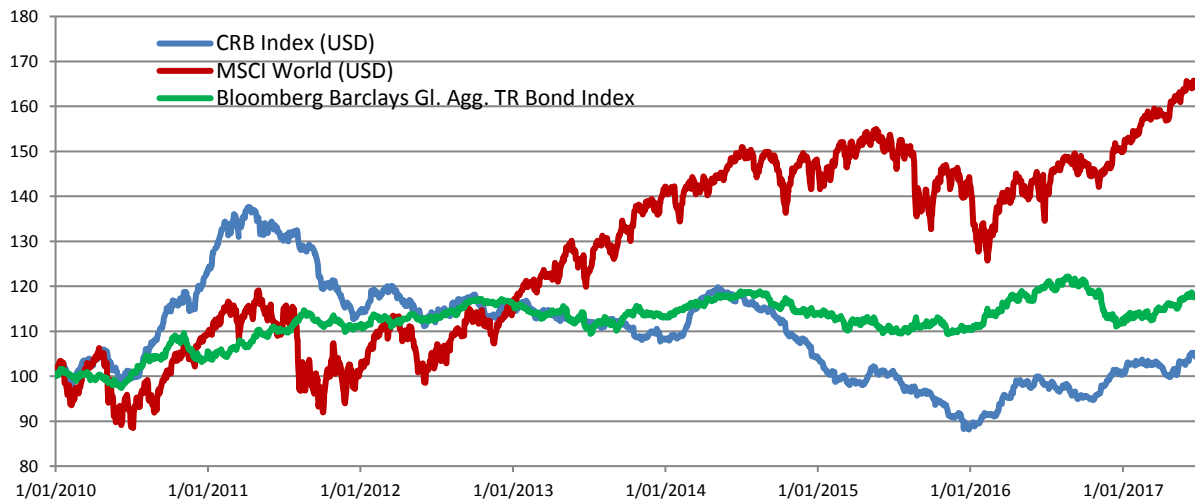
**De bewegingen op de aandelenmarkten zullen de komende kwartalen worden bepaald door het samenspel tussen de acties van de grote centrale banken en het beleggerssentiment met op de achtergrond de verder aantrekkende economie. Ondanks de onduidelijkheid over de afwikkeling van de Brexit en de plannen van Trump, blijft de algemene verwachting dat de beurskoersen tegen het jaareinde hoger zullen noteren. Vanaf de actueel lage niveaus, riskeert de volatiliteit echter toe te nemen. Daarom is het gebruik van een stop loss techniek aangewezen. Bovendien kan het individuele aandelenrisico gemakkelijk worden beperkt door slechts te beleggen via fondsen. Qua sectoren, zijn biotechnologie, industrie en IT wellicht te ver opwaarts doorgeschoten.**

## II.5. Grondstoffen

Sinds de crisis van 2008-2009 is de prijsontwikkeling van grondstoffen duidelijk achtergebleven bij die van aandelen en obligaties. Debet hieraan zijn op de eerste plaats energiedragers zoals ruwe olie en steenkool. Maar ook industriële metalen zoals koper of tin hebben het laten afweten. Dit blijkt uit onderstaande grafiek die de FTSE CRB grondstoffenindex (USD) vergelijkt met de MSCI World Index

USD (aandelen) en de Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond index (overheidsobligaties en bedrijfsobligaties wereldwijd met *investment grade* rating).

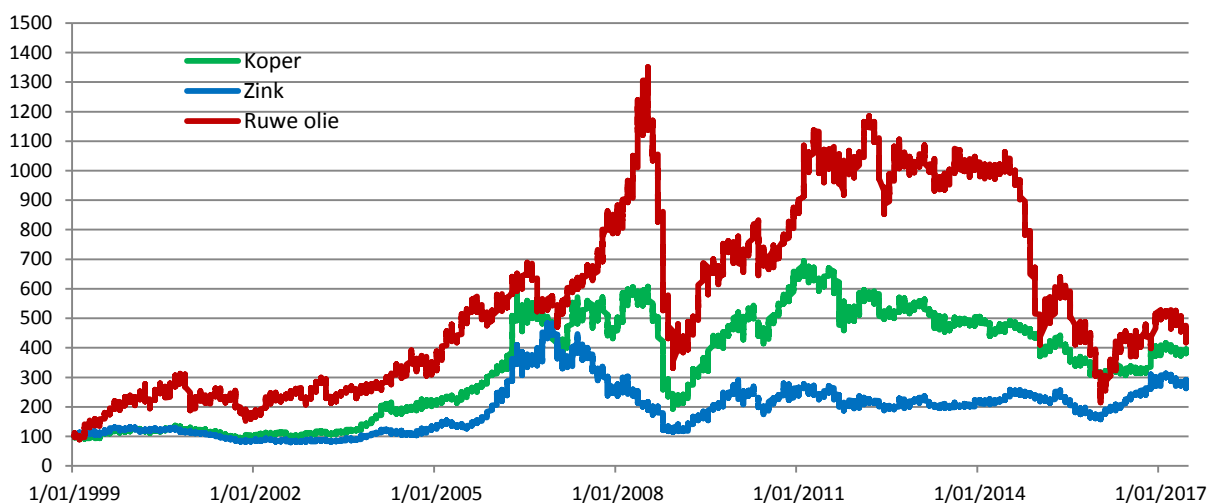
#### Aandelen, obligaties en grondstoffen met elkaar vergeleken van 1 januari 2010 t.e.m. 30 juni 2017



Hoewel de wereldeconomie in de loop van 2010 begon te herstellen van de gevolgen van de diepe recessie 2008-09, blijkt dit niet uit de evolutie van de grondstoffenindex. Eerst is er weliswaar tot zowat midden 2011 een stevige opstoot, maar nadien blijft de index neerwaarts gericht tot begin 2016. Sindsdien gaat het weer hogerop, maar deze index staat nauwelijks hoger dan begin 2010. Vergeleken met de toppen van maart 2011, noteert hij eind juni 2017 bijna 35 procentpunten lager. M.a.w. de grondstoffenprijzen hebben het aangehouden herstel van de wereldeconomie - in tegenstelling tot de aandelenindex - niet gevolgd.

De CRB grondstoffenindex is een brede index die zowel landbouwproducten, industriële metalen, energiedragers en edelmetalen omvat. Indien wordt ingezoomd op de industriële grondstoffen krijgt men een scherper beeld van de economische activiteit. Metalen als ijzererts, zink of koper kennen een prijsverloop dat ruim positief gecorreleerd is met de groei van de wereldeconomie, waarbij een land als China dat ongeveer 40% van de industriële metalen afneemt, een bepalende factor is. Volgende grafiek vergelijkt de prijs van enkele harde grondstoffen (spotprijzen in USD).

#### De prijsevolutie van koper, ruwe olie en zink van 1 januari 1999 t.e.m. 30 juni 2017

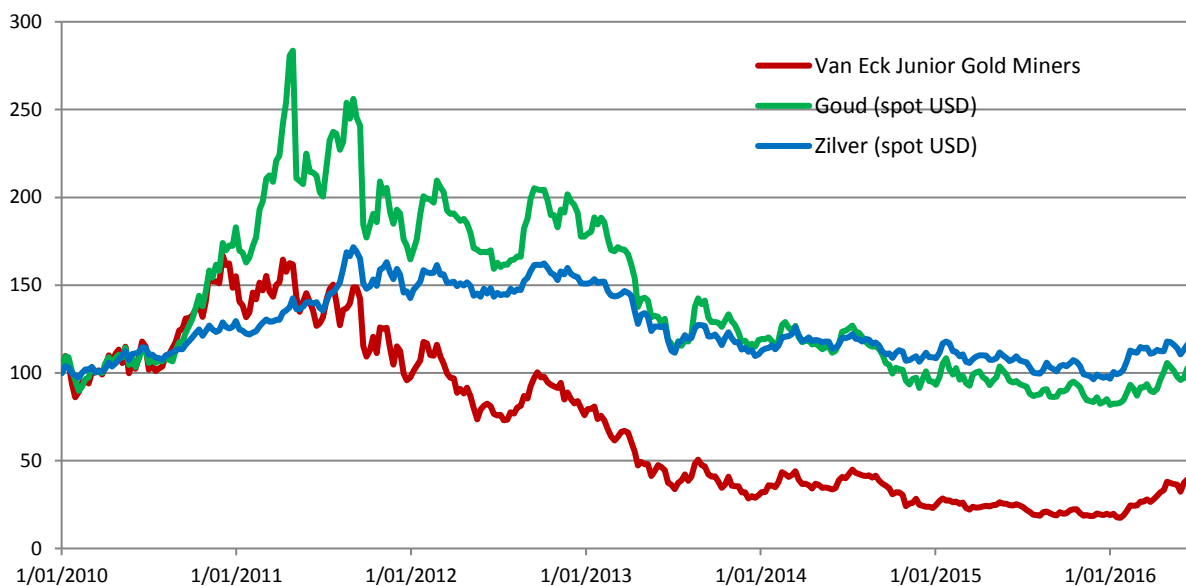




Blijkt dat de prijsevolutie sinds begin 1999 van koper, ruwe olie en zink het zwakke prijsverloop van de brede CRB grondstoffenindex vanaf begin 2011 bevestigt: de prijzen zijn sinds 2011 ongeveer vlak tot (scherp) dalend gericht. Vooral de prijsontwikkeling van ruwe olie en koper baart zorgen, zelfs indien de prijs van dit laatste metaal sinds enkele kwartalen wat is hersteld. Ruwe olie is een van de belangrijkste energiedragers. De scherpe prijsdaling van deze grondstof sinds midden 2014 staat haaks op een volgehouden economisch herstel. Ook de prijsontwikkeling van koper is problematisch. Dit metaal wordt immers op grote schaal in de bouw gebruikt. Was er sprake van een krachtig, wereldwijd economisch herstel, dan zou de prijs van dit metaal vandaag veel hoger noteren dan de prijsstijging die zich sinds einde 2016/begin 2017 heeft voorgedaan. **Op lange termijn (5 jaar en meer) staan de verdere groei van de wereldbevolking gekoppeld aan de stijgende welvaart garant voor oplopende grondstoffenprijzen. Er zijn echter ook tegengestelde krachten aan het werk.** Zo ondervindt de prijs van ruwe olie de druk van het extra aanbod gecreëerd door de winning op grote schaal van olie uit leisteen, terwijl de groei van het verbruik van een reeks industriële metalen afneemt dankzij de introductie van nieuwe productietechnieken en de grotere nadruk op milieuvriendelijke alternatieven.

Binnenin de grote activaklasse van de grondstoffen, stonden edelmetalen (met op kop goud en zilver) van midden 2009 tot begin 2011 in het brandpunt van de belangstelling. De vrees bestond op dat ogenblik dat de toen al grote geldcreatie snel zou uitmonden in oplopende inflatie. Toen echter bleek dat dit niet het geval was (onder meer omdat de omloopsnelheid van het geld sterk terugliep waardoor het extra gecreëerde geld minder werd gebruikt), begonnen de prijzen van de edelmetalen in te leveren. Die negatieve beweging duurde tot einde 2015, waarna een voorzichtige trendommekeer volgde. Volgende grafiek (inclusief een tracker die de koersevolutie van junior goudmijnaandelen weergeeft) laat de koersontwikkeling van goud en zilver zien.

De prijsevolutie van goud, zilver en van een goudmijntracker van 1 januari 2010 t.e.m. 30 juni 2017



Na de pieken van begin 2011 en de lange daling nadien, hebben fysiek goud en zilver sinds begin 2016 de weg terug naar boven gevonden, al verloopt deze stijging sinds enkele kwartalen uitermate voorzichtig. Het herstel van speculatieve goudmijnen (*junior gold mines*) is sindsdien forser. Men mag echter niet uit het oog verliezen dat hun implosie sinds de toppen van 2011 spectaculair is: over die periode verliezen ze ongeveer 2/3<sup>de</sup> van hun waarde.

**De vraag is wat te verwachten van het toekomstige rendement van deze beleggingen.** Een eerste overweging betreft de kostprijs van het delven, het raffineren en ten slotte het verkopen van goud en zilver. Zelfs tegen de sinds begin 2016 gestegen goud- en zilverprijs, zijn veel mijnen vandaag

verlieslatend. **Dit is geen goed nieuws voor de aandeelhouders van deze bedrijven, omdat regelmatige kapitaalverhogingen dan op het programma staan.** M.a.w. een zorgvuldige analyse dringt zich op vooraleer in gelijk welk goudmijnaandeel te beleggen. Anderzijds staat deze ontwikkeling er borg voor, dat het aanbod van fysiek goud en zilver vermindert (zo de prijzen niet stijgen, wordt bestaande capaciteit afgebouwd en/of worden minder nieuwe mijnen in productie genomen). Dit ondersteunt de prijzen. Een tweede overweging heeft te maken met de toename van de monetaire massa o.a. in de eurozone, Japan en de Verenigde Staten. Sinds 2007 stijgt de geldmassa heel wat sneller dan de groei van het BBP. Dit heeft als gevolg dat de output van goederen en diensten wordt gedragen door een almaar omvangrijkere voorraad monetaire middelen. Dit leidt geheid naar inflatie, ware het niet dat de stijging van de geldhoeveelheid tot nog toe wordt geneutraliseerd door een daling van de omloopsnelheid van het geld (zie hoger). **Het is echter in het verleden nog nooit gebeurd dat het sterk verhogen van de monetaire massa op termijn niet heeft geleid tot het oplopen van inflatie.** Fysiek goud en zilver bieden hiertegen bescherming, al valt niet te voorspellen wanneer het proces van geldontwaarding zal versnellen en de prijzen van edelmetalen hierdoor (sterk) zullen stijgen. Ten slotte is er het gegeven dat diverse centrale banken goud bijkopen ter diversificatie van hun reserves. Ze gaan er klaarblijkelijk vanuit dat de rol van goud als reserveactief niet is uitgespeeld.

**Hoewel de prijstrend van edelmetalen de komende kwartalen onduidelijk is (naarmate de Fed de korte rente verder optrekt, kunnen ze tijdelijk inleveren), is het waarschijnlijk dat goud en zilver op lange termijn flink hoger noteren. Hoe lang we hierop moeten wachten, is koffiedik kijken.**

**Ondanks enig herstel sinds begin 2016, zitten de grondstoffenprijzen nog altijd in een LT dalende trend. Het aanbod overtreft vaak de vraag met als gevolg neerwaartse prijsdruk (zie bv. ruwe olie). Opstoten ten gevolge van specifieke evenementen (slechte oogsten, politieke onzekerheid) resulteren tot nog toe niet in het verlaten van deze LT negatieve trend. Wat de edelmetalen betreft, hebben goud en zilver vanuit een LT perspectief een plaats in iedere portefeuille<sup>12</sup>. Ze zorgen voor diversificatie en daardoor voor een lagere risicograad. Een spectaculaire hausse de komende kwartalen verwachten we echter niet.**

## II. 6. Vastgoed<sup>13</sup>

Beleggen in roerend vastgoed gebeurt meestal met een dubbel oogmerk: aan de ene kant het innen van een aantrekkelijk jaarlijks inkomen (dividend) en anderzijds, het op termijn realiseren van meerwaarden. Wat de eerste doelstelling betreft wordt gemikt op een hoog - bij voorkeur geïndexeerd inkomen - bv. uit de verhuur van kantoren, shoppingcenters of opslagruimten. Meerwaarden komen tot stand op het ogenblik dat voornoemde objecten boekhoudkundig worden opgewaardeerd of met winst worden verkocht. **Het voorgaande betekent dat de macro-economische toestand en vooruitzichten bepalend zijn voor de gezondheid van de geëffectiseerde vastgoedsector.** Is de kantorenleegstand hoog of loopt de omzet van de supermarkten terug, dan staat het jaarlijks huurinkomen onder druk en kunnen maar moeilijk interessante meerwaarden worden gerealiseerd.

De belangrijkste geëffectiseerde vastgoedmarkten zijn de Europese en die van de Verenigde Staten<sup>14</sup>. Het Amerikaanse vastgoed is sinds midden 2012 in herstel. De grafiek op de volgende bladzijde die de geïndexeerde evolutie weergeeft van de verkoop van nieuwe en bestaande eengezinswoningen van begin 2007 tot en met juni 2017, laat zien dat de verkoop van nieuwe en bestaande woningen gestaag toeneemt. Dat beleggers dit smaken, blijkt uit de evolutie van de MSCI REIT USA index, een graadmeter

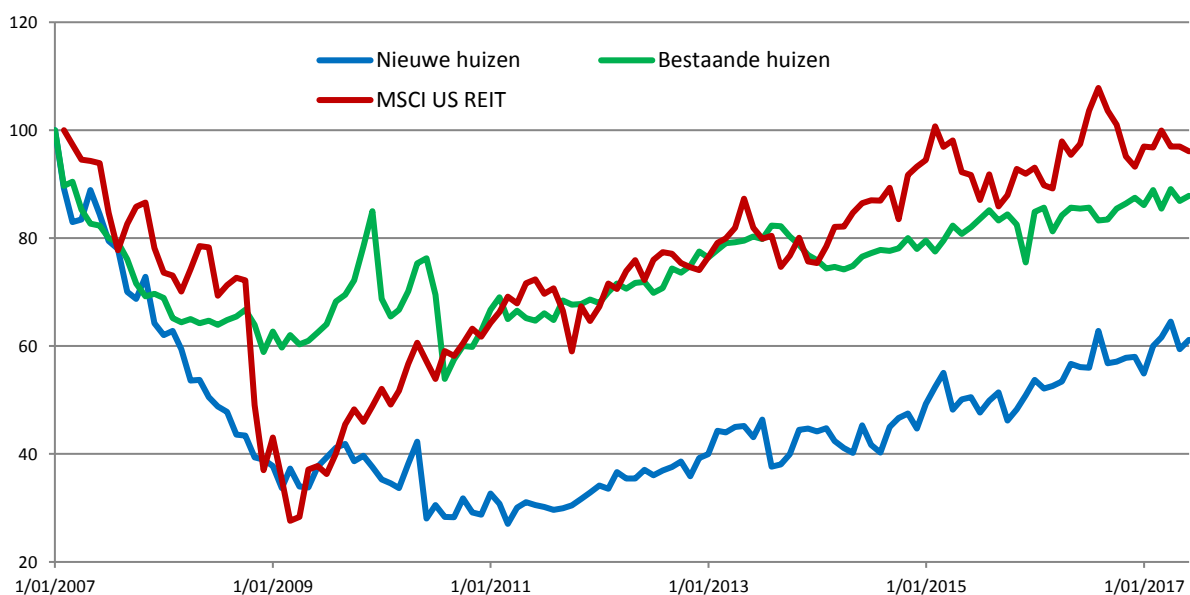
<sup>12</sup> Hier worden uitsluitend fysiek goud en zilver bedoeld. Zoals de grafiek van de Van Eck Junior Gold Miners aantoont, is beleggen in goudmijnaandelen veel risicovoller. Kiest men toch voor deze speculatieve aandelen, dan dringt een belegging via een ETF of tracker, of een actief beheerd fonds zich op.

<sup>13</sup> In het kader van dit memo wordt uitsluitend roerend vastgoed bedoeld, d.w.z. vastgoed dat is geëffectiseerd onder de vorm van vastgoedaandelen, vastgoedcertificaten of vastgoedfondsen.

<sup>14</sup> De Chinese vastgoedmarkt is ook belangrijk, maar is onder geëffectiseerde vorm niet gemakkelijk toegankelijk.

die de koersevolutie weergeeft van beursgenoteerde aandelen van Amerikaanse bedrijven die beleggen in vastgoed. Sinds begin 2009 t.e.m. einde juni 2017 is deze index meer dan verdubbeld. Dit is vooral een illustratie van de zoektocht naar rendement. Deze index noteert op 30 juni 2017 tegen een forse K/W verhouding van 35,5, terwijl de gemiddelde boekwaarde minder dan de helft bedraagt van de gemiddelde beurskoers. M.a.w. het agio dat betaald wordt is aanzienlijk, maar wordt verklaard door de ultralage rentevoeten. De verwachting is dat naarmate de Fed de rente verder verhoogt, de koersen van Amerikaanse vastgoedaandelen onder neerwaartse druk komen te staan. Bovendien ondervindt de subsector van de shopping centers de impact van de sterk gestegen online verkopen door bedrijven als Amazon.com. Nu instappen, is daarom niet van gevaar gespeend. Anderzijds is het onwaarschijnlijk dat de Fed de rente na 2017 nog veel verder zal verhogen (zie hoger), zodat het koersrisico van kwaliteitsvol Amerikaans beursgenoteerd vastgoed ook niet moet worden overschat.

De verkoop van nieuwe en bestaande woningen in de Verenigde Staten en de evolutie van de MSCI REIT USA Index (van 1 januari 2005 t.e.m. 30 juni 2017)

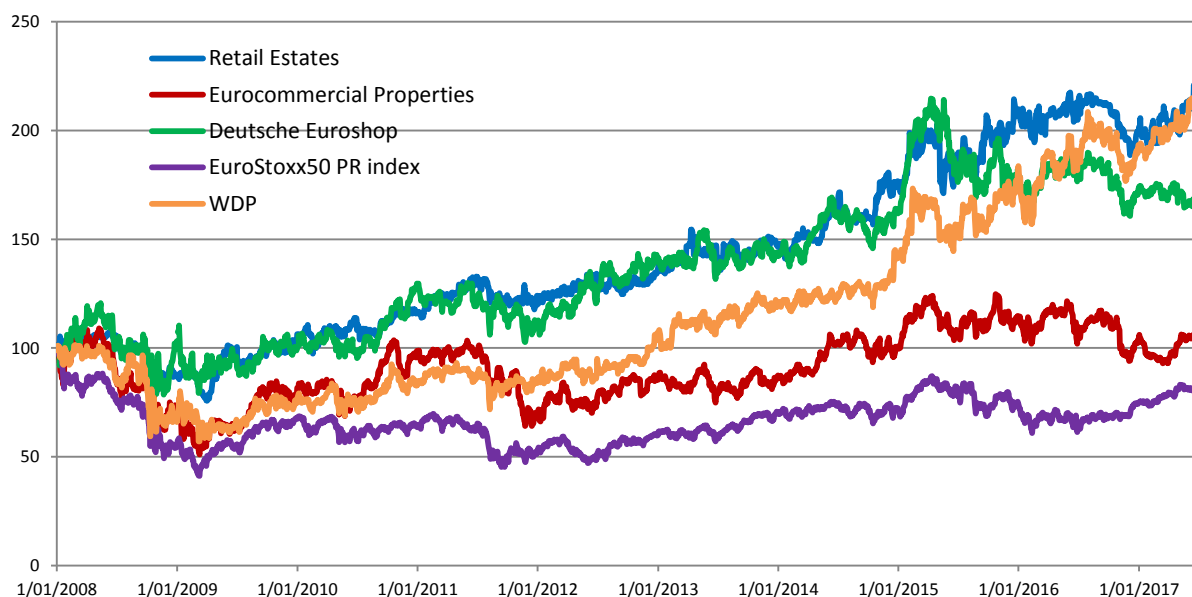


Ook in Europa trekken de vastgoedprijzen aan. Een van de hoekstenen van dit herstel is de blijvend ultralage rente en de verbintenis van de ECB deze rente nog een tijd laag te houden. Die ultralage rente leidt echter tot uitwassen. Zo is de oude Amsterdamse binnenstad vandaag het voorwerp van forse speculatie met huizenprijzen die vandaag hoger liggen dan in 2007, het topjaar voor het barsten van de vorige huizenbel. Ook in Londen (ondanks de Brexit), Parijs en Frankfurt stijgen de vastgoedprijzen stevig. Zelfs in de zuidelijke eurolanden (Italië, Portugal, Spanje) worden woningen duurder en worden weerom nieuwbouwprojecten opgestart. De motor hiervan is - niet verrassend - de zoektocht naar rendement. Het bruto dividendinkomen van vastgoedaandelen van gemiddeld 4% steekt immers ruim positief af tegen de 0,7% bruto die bv. een Belgische overheidsobligatie met een resterende looptijd van tien jaar op 30 juni 2017 betaalt.

**Maar omdat sommige prijzen zo fors oplopen, is selectiviteit meer dan ooit op haar plaats.** Sommige vastgoedsectoren koppelen solide vooruitzichten aan nog steeds interessante waarderingen. Dit betreft o.a. de betere shopping centers, logistiek vastgoed en rusthuizen. Voor andere is er echter sprake van oververhitting (zie hoger). Omdat we ons in dit Memo beperken tot beursgenoteerd vastgoed, zoomen we in de grafiek op de volgende pagina in op de koersevolutie van een aantal mogelijk kansrijke Europese beursgenoteerde vastgoedfondsen. Dit betreft Eurocommercial Properties (een beursgenoteerd Nederlands vastgoedfonds dat belegt in Europese winkelpanden van topkwaliteit), Retail Estates (een Belgisch beursgenoteerd bedrijf dat belegt in Belgische baanwinkels), Deutsche Euroshop (een Duits beursgenoteerd vastgoedfonds dat belegt in Duitse winkelpanden van

topkwaliteit) en Warehouses De Pauw - WDP (een Belgisch beursgenoteerd bedrijf dat belegt in Belgisch en Nederlands logistiek vastgoed). Ten slotte vergelijken we deze vier aandelen van 1 januari 2008 t.e.m. 30 juni 2017 met de Euro Stoxx 50 index (alles exclusief uitgekeerde dividenden).

De koers van enkele vastgoedfondsen vergeleken met de Euro Stoxx 50® PR index van 1 januari 2008 t.e.m. 30 juni 2017



Midden 2017 noteert de Euro Stoxx 50 PR index ongeveer 20% lager dan begin 2008. Maar Retail Estates en WDP hebben de crisis al lang achter zich gelaten. Deutsche Euroshop presteert iets minder sterk, terwijl Eurocommercial Properties zowat tegen de koers van begin 2008 aanschurkt. Opgelet! Dit betreft uitsluitend koersprestaties, d.w.z. zonder rekening te houden met de uitgekeerde dividenden die op een beduidend hoger niveau liggen dan deze van de Euro Stoxx 50 index, zoals onderstaand overzicht per 30 juni 2017 aangeeft.

Omschrijving	Bruto dividendrendement (in %)
Eurocommercial Properties	5,69
Deutsche Euroshop	3,92
Retail Estates	4,13
WDP	4,63
Euro Stoxx 50 PR	3,43

**Opnieuw is de zoektocht naar een hoger rendement de belangrijkste factor voor de verklaring van deze hoge koersniveaus.** De uitgekeerde bruto dividenden liggen veel hoger dan bv. de rente op lange termijn van een Belgische overheidsobligatie of van een kasbon. Aan de andere kant moet men zich goed realiseren, dat beursgenoteerd vastgoed door de bank genomen hoger noteert dan de netto boekwaarde (m.a.w. dan de waarde van het vastgoed in eigendom verminderd met de schulden). Het hoge dividendrendement is hiervan de oorzaak, maar ook het feit dat intelligent beheerde vastgoedconcepten meer waard zijn dan de optelsom van de waarde van de eigendommen, verminderd met de schulden. WDP is hiervan een goed voorbeeld: dit vastgoedbedrijf biedt ‘sleutel op de deur’ opslagoplossingen aan, i.p.v. gewoonweg opslagruimte te verhuren. De hogere koers van dit aandeel is dus minstens ook hierdoor verklaarbaar. **De ‘koopjes’ van enkele jaren terug zijn echter voorbij.** Wanneer men vandaag bv. in een van de vier hoger genoemde vastgoedfondsen belegt, prikt men een mooi en licht stijgend dividend vast, maar ligt het neerwaartse risico hoger dan de voorbije jaren temeer daar de hoge vlucht van de internethandel de klassieke shoppingformules ondergraaft. Niettemin, en ondanks de ruim positieve koersevolutie van de jongste jaren, hebben deze effecten nog

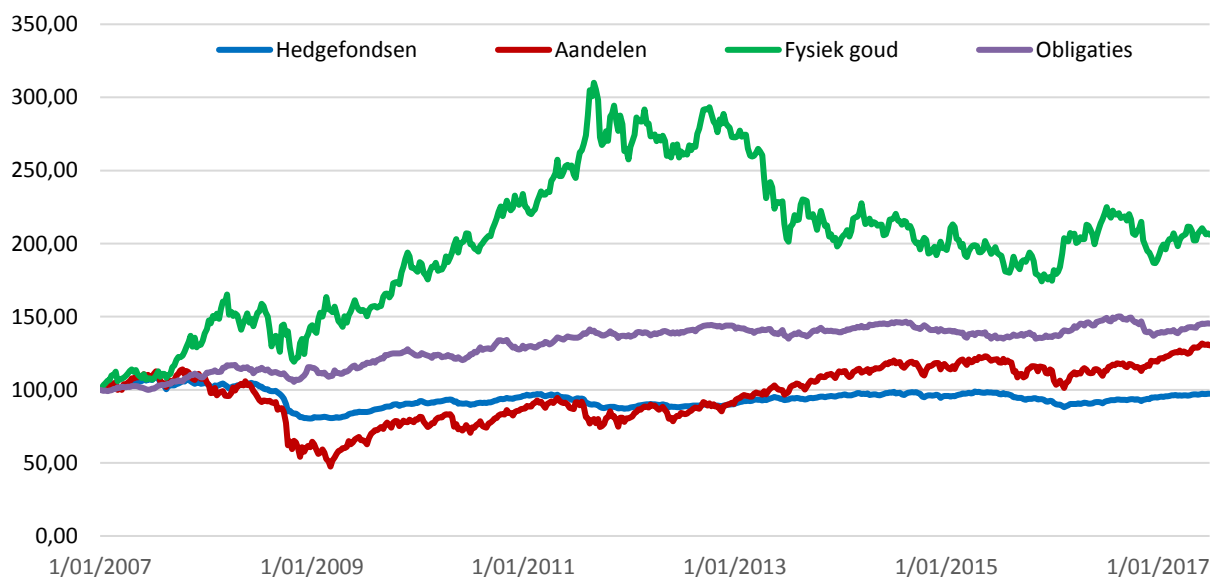
potentieel zolang de rente ultralaag blijft. Niet alleen omdat de inkomsten van dit type bedrijven stabiel tot matig stijgend zijn, maar ook omdat ze goed tegen oplopende inflatie beschermen.

**Geëffectiseerd vastgoed (winkelcentra, rusthuizen, logistiek vastgoed) biedt nog steeds aantrekkelijke rendementsperspectieven (licht oplopende dividenden en kans op meerwaarden). Bovendien beschermt het tegen inflatie.**

## II.7. Alternatieve beleggingen

Door de bank genomen stellen alternatieve beleggingen - waaronder afgeleide producten zoals hedgefondsen - sinds midden 2007 (het uitbreken van de financiële crisis) tot midden 2017 teleur. Hun prestatie is slechter dan die van de grote activaklasse van de aandelen (die nochtans een crash onderging) en verbleekt bij die van overheidsobligaties van 'investment grade' kwaliteit en bij die van goud. Uit volgende grafiek blijkt dat fysiek goud sinds midden 2007 het beste scoort, gevolgd door overheidsobligaties. De MSCI wereldaandelenindex wint iets meer dan 30%, terwijl de HFRX Global Hedge Fund Index op een verlies staat van 2,9%. Dit is zonder meer een ontgoochelend resultaat.

De HFRX Global Hedge Fund Index vergeleken met aandelen, obligaties en fysiek goud van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2017 (in USD)



Indien beleggen in hedgefondsen geen meerwaarde creëert vergeleken met een belegging in een brede aandelenindex (integendeel...) en uitmondt in zwaar verlies vergeleken met beleggingen in overheidsobligaties of in edelmetalen zoals goud, rijst de vraag waarom men op deze grote activaklasse een beroep zou doen<sup>15</sup>. Daarom: **slechts het gebruik van derivaten met de bedoeling het neerwaartse risico af te dekken, is verantwoord.**

**Behalve enkele schaarse uitzonderingen, hebben hedgefondsen hun beschermende rol noch tijdens de financiële crisis, noch daarna, kunnen waarmaken. Hierin beleggen, resulteerde evenzeer in zware verliezen. Gelet op de hoge kosten die ze doorgaans in rekening brengen en op nog een reeks andere nadelen<sup>16</sup>, zijn ze te mijden. De enige uitzondering betreft het gebruik van afgeleide**

<sup>15</sup> Op de koop toe, is beleggen in hedgefondsen een dure zaak. De vergoedingen die de beheerders opstrijken zijn vaak meer dan het dubbele van deze die beheerders van bijvoorbeeld aandelenfondsen genieten.

<sup>16</sup> Beleggen in hedgefondsen opent de deur naar een reeks nieuwe risico's. Enkele voorbeelden: de tegenpartij blijft in gebreke, de liquiditeit is onvoldoende, de waardering van de posities is niet transparant, de juridische bescherming laat te wensen over.

### DEEL III - Besluiten

1. De wereldeconomie is op de goede weg, maar slaagt er nog altijd niet in aansluiting te vinden bij het groeiritme van voor de diepe crisis van 2008-2009. De almaar hogere schuldgraad van bedrijven, overheden en particulieren remt een gezonde expansie. In de eurozone blijven de economische vooruitzichten positief, ook na de beslissing van Groot-Brittannië om de Europese Unie te verlaten. Meer dan ooit is de centrale vraag hoe het creëren van nog veel meer schuld (o.a. via kwantitatieve versoepeling) de huidige macro-economische problemen kan oplossen.

2. Als de schulden almaar verder oplopen, bestaan er op termijn slechts twee mogelijkheden. Ofwel wordt een belangrijk deel van de uitstaande schulden kwijtgescholden, ofwel wordt de reële waarde van deze schulden uitgehold door oplopende inflatie. De eerste optie is het minst aangewezen, omdat ze schuldenaars extreem bevoordeelt. Niettemin is ze soms niet te vermijden (zie de Griekse gedeeltelijke schuldenkwijtschelding). De tweede optie is als een stille moordenaar: bij een constante inflatie van pakweg 5% smelt de (overheids)schuld weg. Moeilijkheid bij deze tweede optie is dat men inflatie niet op commando kan creëren. Als het extra gecreëerde geld partim wordt opgepot of in de financiële sfeer wordt belegd (zoals nu gebeurt), blijft de prijsontwaarding op een laag niveau vastgeroest. Vandaag draait de economie wereldwijd weliswaar beter, maar de vraag is of dit zal resulteren in een permanent hoger inflatiecijfer. Zoals de prijsevolutie van veel grondstoffen aantoonde, is dit allesbehalve zeker.

3. De toekomst van de eurozone zoals ze vandaag bestaat blijft een vraagteken, zelfs indien er na de Nederlandse en Franse verkiezingen weer wat positivisme heerst. Niet alleen om fundamentele macro-economische redenen kan men zich de vraag stellen of landen als Griekenland en Portugal niet beter af zijn, indien ze (tijdelijk?) de eurozone verlaten om orde op zaken te stellen. In de Verenigde Staten botst de dadendrang van president Trump met de gevestigde machten. Zowel zijn alternatief voor Obamacare als zijn voorstellen rond lagere belastingen en hogere investeringen, zijn (voorlopig?) eerder fata morgana's dan dat ze de economie een bijkomende impuls geven. De Amerikaanse groeicijfers kunnen hiervan in de komende kwartalen de negatieve weerslag ondervinden. Daarnaast is er de vraag in welke mate de door de Fed geplande renteverhogingen werkelijkheid worden. De consensus ziet in 2018 nog een viertal verhogingen met in totaal 1%. Wij denken dat het er heel wat minder, tot geen zullen zijn. China groeit nog steeds tegen een meer dan behoorlijk tempo. Niettemin wordt ook dit land geconfronteerd met wassende problemen door teruglopende vastgoedprijzen, de vrees voor een kredietbubbel en mindere exportprestaties.

4. De centrale banken van het Westen, Japan en China ondersteunen de economie d.m.v. een ultrasoepel monetair beleid. Dit betreft niet alleen een na verrekening van inflatie negatieve rente, maar ook de grenzeloze en quasi gratis terbeschikkingstelling van liquiditeiten aan de financiële sector. Bovendien blazen de centrale banken hun balansen op door allerlei technieken van kwantitatieve versoepeling en schrikken ze er niet voor terug op grote schaal in de prijsvorming van de obligatie- en aandelenmarkten tussen te komen. Deze ingrepen zijn niet democratisch gesanctioneerd, terwijl ze nochtans het dagelijkse leven van heel wat burgers diep raken. Daarenboven is de vraag of de centraal bankiers zich voldoende bewust zijn van het grote onheil dat ze op termijn hierdoor mogelijk aanrichten; ook net voor de crisis van 2008-09 waren ze zich van geen kwaad bewust... De nooit geziene geldcreatie, het opkopen van risicovolle effecten en het manipuleren van wisselkoersen geeft deze bankiers het aureool van leerling-tovenaars. De ingrepen van de centrale banken zijn daarom op termijn een bron van grote potentiële risico's. De Fed heeft weliswaar aangekondigd haar programma van kwantitatieve versoepeling met mondjesmaat af te bouwen, maar de hamvraag is hoever ze hierin

kan gaan zo de Amerikaanse economie minder presteert. Tenslotte mag men niet uit het oog verliezen dat het toekomstige monetaire beleid van de grote centrale banken grote onzekerheid belooft. Ofwel presteert de economie almaar beter, maar dan kunnen ze de rente niet voldoende verhogen. Ofwel gaat het de andere kant op, maar dan hebben ze hun grootste voorraad monetair kruid al verschoten. In beide gevallen zal de hierdoor gecreëerde onzekerheid op de financiële markten wegen.

5. Beleggen in een omgeving die door de monetaire politiek zwaar wordt vertekend en die gekenmerkt is door het verder opblazen van de reeds strak gespannen schuldenballon, is niet eenvoudig. Klassieke modellen gebouwd rond de opvatting dat een hoger risico leidt tot een hoger rendement, bieden geen soelaas. Nieuwe, bevredigende risicomodellen bestaan (nog) niet. Deze overwegingen wettigen een voorzichtige aanpak, gefocust op het beperken van het neerwaartse risico. In de praktijk moeten beleggingen in schulden worden afgebouwd ten voordele van beleggingen in aandelen en beursgenoteerd vastgoed. Vooral dit laatste biedt nog steeds een uitstekende mix van een licht stijgend dividendinkomen met bescherming tegen inflatie.

6. Vandaag betalen geldmarktbeleggingen een rente die het inflatieritme niet volgt. Deze vaststelling zal minstens de komende kwartalen onverminderd van kracht blijven. Geldmarktbeleggingen creëren de illusie van kapitaalbescherming. In de realiteit resulteren ze in een verlies aan koopkracht, zonder enig uitzicht op herstel. Daarom zijn ze te mijden.

7. Obligatiebeleggingen van de beste kwaliteit met een lange '*duration*' zijn evenmin aantrekkelijk. Hun huidig rendement vertolkt onvoldoende het genomen risico en volstaat zelfs niet om de inflatie te compenseren. Daarnaast zouden ze aanleiding kunnen geven tot zware kapitaalverliezen mocht de lange rente onverwacht toch flink aantrekken. Obligatiebeleggingen van mindere kwaliteit (uitgegeven zowel door overheden als door bedrijven), zijn afraders. Overheden met een minder goede rating dreigen in een zee van schulden ten onder te gaan, terwijl cashflow en winstgevendheid van zwakkere bedrijven lijden onder de minste economische tegenwind.

8. Aandelen vertegenwoordigen reële activa. Mocht op termijn de inflatie flink oplopen - wat wij verwachten - dan bieden ze hiertegen bescherming. Dit betekent evenwel niet dat die effecten vrij zijn van grote schommelingen. Dit is de prijs die men moet betalen om binnen 3 tot 5 jaar met gerust gemoed de komende inflatiepiek tegemoet te zien. Men kan zich hiertegen echter 'verzekeren' door te beleggen via fondsen en door een beroep te doen op een stop loss techniek.

9. Hoewel de grote beurzen al sinds maart 2009 opwaarts evolueren en tijdelijke correcties waarschijnlijk zijn, is de kans groot - met dank aan de gemiddeld stijgende bedrijfswinsten - dat ze naar het jaareinde toe verder aantrekken. Wat 2018 e.v. betreft, liggen de kaarten moeilijker. Bv. de economische expansie in de Verenigde Staten is na lange jaren van groei aan een adempauze toe, terwijl de Fed de intentie heeft de korte rente te verhogen en de kwantitatieve versoepeling terug te draaien. Dit zijn geen ontwikkelingen die de Amerikaanse beurzen onberoerd zullen laten. En wanneer het daar stormt, stormt het op iedere wereldbeurs.

10. Zo de groei van de wereldeconomie niet beduidend versnelt, zullen de prijzen van harde grondstoffen onder druk blijven staan. Edelmetalen lijken een consolidatiefase door te maken. Op LT zijn ze echter een betrouwbare keuze als het erop aan komt de koopkracht veilig te stellen.

11. Het herstel van vastgoed gaat gestaag door, in die mate zelfs dat hier en daar nieuwe zeepbellen ontstaan. Daarom is selectiviteit aan de orde. De betere sectoren zijn die van topwinkelvastgoed, rusthuizen en logistiek vastgoed (opslagplaatsen en verdeelcentra). Dergelijke beleggingen combineren een aantrekkelijk dividendrendement met uitzicht op mooie meerwaarden, zeker in geval van oplopende inflatie.

12. Hedgefondsen zijn dé ontgoocheling van het laatste decennium. Ze presteren ondermaats, rekenen hoge kosten aan en brengen extra risico's met zich mee. Derivaten verdienen daarom slechts aandacht om neerwaartse risico's in een portefeuille of beleggingsfonds af te schermen.

13. Tot slot dient onderstreept te worden, dat bovenstaande bondige bespreking van de belegginsvooruitzichten voor het komende halfjaar, steunt op de macro-economische analyse zoals supra verwoord. Mocht een aantal belangrijke parameters afwijkend evolueren, dan zullen de verwachtingen op het vlak van beleggen er mogelijk helemaal anders uitzien: beleggen is een dynamisch gebeuren!

© FRD nv - juli 2017. De lezer wordt verzocht kennis te nemen van onderstaande waarschuwing en juridische informatie.

*FRD richt zich enkel tot professionals, erkende financiële instellingen en verzekeringstussenpersonen. FRD richt zich niet tot de natuurlijke persoon of rechtspersoon die afnemer is van financiële producten en diensten in de zin van de relevante wetgeving. FRD formuleert evenmin gepersonaliseerde aanbevelingen aan niet-professionele cliënten. De waarde van beleggingen kan fluctueren en wordt beïnvloed door veranderingen in een groot aantal factoren. Het is dan ook mogelijk dat het ingelegde bedrag volledig verloren gaat. Rendementsverwachtingen of in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst, maar dienen alleen ter illustratie. Veranderingen in wisselkoersen kunnen de waarde van beleggingen eveneens beïnvloeden in negatieve of positieve zin. Anticiperende standpunten geven de relevante mening en de toekomstverwachting weer van FRD. De feitelijke ontwikkelingen en resultaten kunnen niettemin aanzienlijk afwijken van de verwachtingen, zowel in positieve als negatieve zin. De brutoresultaten kunnen bovendien onderworpen zijn aan provisies, periodieke vergoedingen en lasten voor de belegger. Deze documentatie (geheel van documenten) dient alleen ter informatie en is met de meeste zorg samengesteld. Er zal echter geen aansprakelijkheid worden aanvaard voor schade geleden door de lezer als gevolg van het gebruik van of het zich baseren op deze publicatie bij het nemen van investeringsbeslissingen. De in deze documentatie vervatte informatie houdt geen enkele contractuele verbintenis in en is niet bedoeld als een commercieel aanbod of een advies van welke aard ook. Deze documentatie zet de lezer niet aan tot de aankoop van, inschrijving op, toetreding tot, aanvaarding van, ondertekening van of opening van enig financieel product. FRD NV geeft geen garanties dat de informatie die deze documentatie bevat, foutloos is, zodat u deze documentatie en de inhoud ervan op eigen risico gebruikt. FRD NV, noch enige van haar directieleden, aandeelhouders of bedienden zijn aansprakelijk voor bijzondere, indirecte, bijkomstige, afgeleide of bestraffende schade, noch voor enig ander nadeel van welke aard ook aangaande het gebruik van deze documentatie en van de inhoud ervan. De inhoud kan onderworpen zijn aan rechten van intellectuele eigendom, die toebehoren aan bepaalde betrokkenen. Er wordt u hiermee geen aanspraak verleend op deze rechten.*