



RENDEMENT EN RISICO IN 2016

UPDATE JULI 2016



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 alleen 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^{de} halfjaar 2016¹

I.1. Recente ontwikkelingen

Net zoals dat het voorbije paar jaar het geval was, hebben de wintermaanden 2015-2016 een verzwakking van de economische groei laten zien in Noord-Amerika en in China, terwijl enkele Latijns Amerikaanse landen - met op kop Brazilië en Venezuela - een zware inzinking kennen: daar krimpt de economie met meer dan 5% op jaarbasis. Europa doet het met een economische groei van 1,7% op jaarbasis wat beter dan de voorbije jaren, maar is nog ver verwijderd van de groeivoeten van 2,5% en meer van voor de crisis van 2008-2009. De consensusvisie - onder meer verwoord door het Internationaal Monetair Fonds (IMF) - is dat de groei van het wereldwijde BBP in de loop van het tweede semester zal versnellen. **De verklaring voor deze verwachte verbetering is dezelfde als vorig jaar. Ze is vooral te herleiden tot laag blijvende energieprijzen en licht oplopende inflatie.** Hoewel het zwarte goud in USD in de eerste helft van dit jaar scherp in prijs is gestegen (+31,5%), is de huidige prijs (rond 50 USD per vat) nog steeds zowat de helft lager dan einde juni 2014. De goedkopere olie en bij uitbreiding ook goedkoper gas en steenkolen, blijven dus hun weldoende invloed uitoefenen op iedere industrie die op grote schaal energie verbruikt. Anderzijds ligt het prijzenpeil van ruwe olie midden 2016 niet zoveel lager dan midden vorig jaar. Hieruit leidt o.m. de Europese Centrale Bank af dat de neerwaartse druk van de goedkope energie op het prijzenpeil zachtjesaan zal verdwijnen en dat de inflatie zal oplopen. Toch moet een en ander gerelativeerd worden. Eerst en vooral zijn de energieprijzen sinds het begin van dit jaar flink gestegen. Het voordeel van goedkopere energie is dus minder groot. Ook de EUR wordt niet langer goedkoper tegenover de USD; sinds het jaarbegin heeft de eenheidsmunt ongeveer 3% gewonnen en dit ondanks de opdoffer na het Brexit referendum. De EUR noteert actueel rond dezelfde koersen als begin 2015. M.a.w. het concurrentievoordeel in 2015 gecreëerd door de uiterst meegaande monetaire politiek van de ECB is verdwenen.

Daarnaast blijven een aantal geopolitieke gebeurtenissen het economische klimaat mee bepalen. Op de eerste plaats is er de beslissing van Groot-Brittannië om de Europese Unie te verlaten. Hoewel dit op termijn voor Europa niet negatief hoeft te zijn, is de kans groot dat de 'Leave' beweging in andere lidstaten vleugels krijgt en op die manier de Europese eenmaking verder onder druk zet. Dit moet geen verbazing wekken, want het ongenoegen over het gebrek aan democratisch gehalte van de Europese instellingen, is wijd verspreid. In het komende jaar staan belangrijke verkiezingen en referenda op het programma, o.m. in Nederland, Frankrijk, Duitsland en Hongarije. In ieder van deze landen maken personen en/of partijen die niet tot het establishment behoren, kans om goed te scoren op basis van een programma dat men als extreem kan omschrijven. **De hieruit voortvloeiende onzekerheid samen met het verteren op economisch vlak van de gevolgen van de Brexit, riskeert op de economische groei te wegen.** Ook de resultaten van bedrijven uit de eurozone met grote belangen in het Verenigd Koninkrijk, zullen in eerste instantie achteruitboeren. Nog vanuit geopolitieke hoek, blijft het de vraag of China het probleem van overmatige kredietverlening zal kunnen oplossen en op welke manier Brazilië zich uit het politieke moeras waar het vandaag in terecht is gekomen, zal weten te redden. Kortom, de onzekerheden blijven groot zowel op politiek als op economisch vlak. Een indicatie hiervan vindt men terug in de evolutie van de prijs van edelmetalen. Sinds begin 2016 tot en met 30 juni, werd een ons goud in USD bijna 25% duurder; een ons zilver deed met een stijging van 29% nog wat beter.

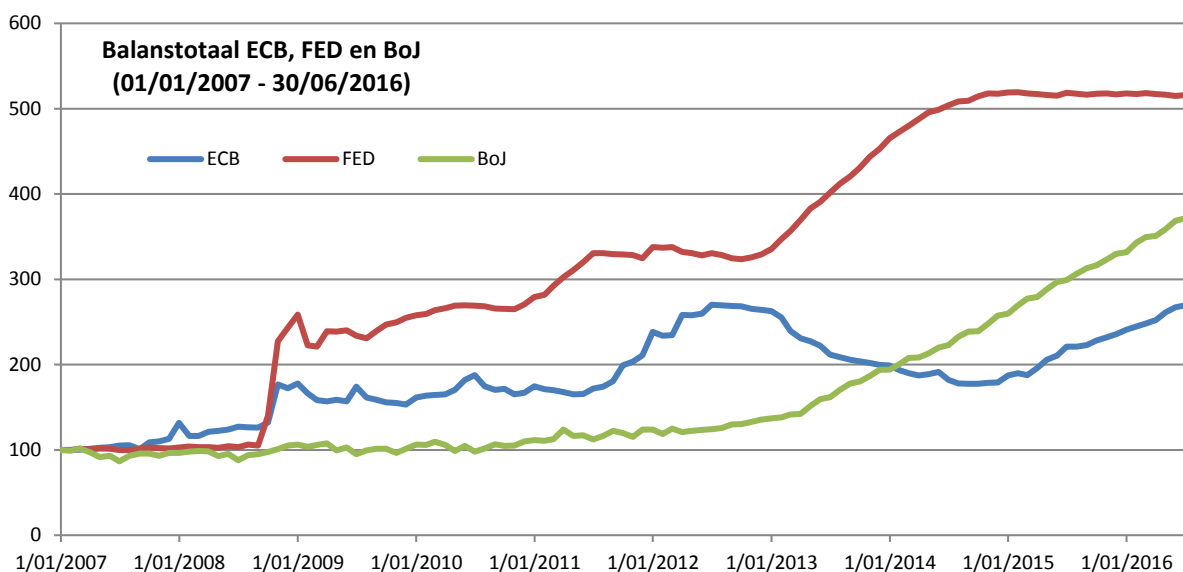
De grote centrale banken staan intussen nog meer in de schijnwerpers dan voorheen. Hun greep op het economische gebeuren wordt almaar groter. Dit uit zich in het optreden van negatieve rentevoeten op termijnen tot 30 jaar (in Zwitserland), op het invoeren van boete-interesten op korte

¹ Behalve indien anders aangegeven, zijn alle cijfergegevens ontleend aan Bloomberg LLC™.

termijn deposito's van commerciële banken, maar ook - een wellicht ongewild neveneffect - in het lakser optreden van overheden om de broodnodige structurele hervormingen door te voeren.

1.2. De sirenenzang van de centrale banken

Omdat de politiek van ultralage rente niet tot een consistente hervatting van de economische groei heeft geleid, gebruiken alle grote centrale banken sinds meer dan vijf jaar een nieuw 'wondermiddel': het grootschalig injecteren van vers gecreëerd geld in de economie. Overheidsobligaties worden massaal opgekocht in de verwachting dat commerciële banken (de verkopers van deze effecten) de ontvangen sommen gebruiken voor het verstrekken van nieuwe kredieten om op die manier de economie te doen groeien. De FED stond aan de wieg van deze ontwikkeling. Al in het najaar van 2008 lanceerde ze haar eerste programma van kwantitatieve versoepeling (QE), gevolgd door Groot-Brittannië (BoE) en Zwitserland (SNB) en later door Japan (BoJ). De meeste economen zijn van mening dat deze programma's nuttig en nodig waren in de periode 2009-2010 om de wereldeconomie te behoeden voor een zware depressie zoals die van de jaren dertig van de vorige eeuw. Ook de ECB sprong toen op de QE kar (o.a. door het verstrekken van bankkredieten op middellange termijn tegen een marginale rente, de zgn. 'long term refinancing operations - LTRO'), maar deze monetaire versoepeling werd vrij snel teruggedraaid. Maar sinds maart 2015 kiest de ECB nu ook resoluut voor kwantitatieve versoepeling. Op zijn minst tot en met maart 2017 (indien nodig, kunnen de aankopen worden verlengd), koopt ze maandelijks voor 80 miljard EUR euro schuld papier op. Het spreekt vanzelf dat deze acties het balanstotaal van de grote centrale banken als een ballon opblazen.



Vergeleken met de acties in het kader van het bedwingen van de financiële crisis 2008-2009, stijgen de balansen van de centrale banken sinds 2013 veel sterker (die van de ECB weliswaar met vertraging). De hoogste groeivoet kent de balans van de BoJ: sinds begin 2014 is hij net niet verdubbeld. **De politiek van onbeperkte schuldcreatie op wereldschaal wordt dus versneld doorgedrukt, terwijl nochtans de positieve effecten ervan meer en meer in twijfel worden getrokken.**

Opnieuw is Japan illustratief voor de onmacht van al dat financiële geweld. Terwijl het de officiële bedoeling van gouverneur Kuroda van de BoJ is de economische groei aan te zwengelen o.m. door de JPY te verzwakken en inflatie te creëren, is net het omgekeerde gebeurd. De Japanse munt heeft sinds begin 2015 tot en met 30 juni 2016 tegenover de EUR en de USD respectievelijk 26,5% en 16,6% gewonnen. Die koerswinst kwam weliswaar tot stand na de scherpe daling van het paar jaar daarvoor, maar toont anderzijds aan dat de monetaire politiek van de BoJ haar doel mist. Ook het

creëren van inflatie (de doelstelling is 2% per jaar) werd niet gehaald. Sinds midden 2014 is het inflatiepercentage almaar gedaald om actueel op -0,3% uit te komen. M.a.w. Japan kent deflatie. Het hoeft geen betoog dat onder deze omstandigheden, de Japanse groei zwaar tegenvalt: het land kent vandaag een BBP groeipercentage van 0,5% op jaarbasis. **Het agressieve monetaire beleid van de BoJ heeft tot nog toe niet veel zoden aan de dijk gebracht.** Dezelfde vaststelling kan worden gemaakt wat betreft de ECB en steeds meer ook wat betreft de Fed.

Het wordt daarom almaar duidelijker dat het monetaire beleid van de centrale banken in de praktijk vooral de eigen overheid ten goede komt ten nadele van bedrijven (inclusief de financiële sector) en particulieren. Bovendien zijn de centrale banken blind voor het gebrek aan doeltreffendheid van het door hen gevoerde monetaire beleid. Integendeel, ze drijven hun onorthodoxe beleid nog verder door. Opnieuw is de BoJ de voorloper en voert momenteel een ongezien financieel experiment uit. Door het massaal opkopen van Japanse overheidsschuld, is het bezit hiervan door bedrijven en particulieren sterk gedaald. Hoewel de totale Japanse overheidsschuld met ongeveer 230% van het BBP tot de hoogste ter wereld behoort, is het gedeelte hiervan in het bezit van bedrijven en particulieren gedaald tot ca. 140%. Aangezien de BoJ vlijtig overheidspapier blijft opkopen, is de verwachting dat het gedeelte hiervan in niet-BoJ handen binnen twee jaar daalt tot minder dan 100% van het BBP. De doelstelling lijkt te zijn, niet alleen dat de Japanse centrale bank alle bestaand overheidspapier opkoopt, maar dat ze ook alle nieuw uitgegeven papier verwerft. Dit heet in het vakjargon 'monetarisering van de schuld'. **Het komt erop neer dat op termijn de gehele Japanse overheidsschuld in handen van de eigen centrale bank terecht komt.** Het feit dat de Japanse overheid jaarlijks zware tekorten boekt (de voorspelling voor dit jaar ligt op een tekort van 6% van het BBP), wordt hierdoor een non-event: de centrale bank financiert toch alles. De nominale schuldenlast vermindert hierdoor natuurlijk niet, maar het is de verwachting dat binnen enkele jaren de Japanse overheid en de BoJ overeenkomen om hier een mouw aan te passen, bijvoorbeeld door de vervaldag van de in omloop zijnde obligaties op oneindig te zetten en de interest op minder dan 0% (ze worden dan *zero bonds* zonder einddatum, waarvan de terugbetalingslast dankzij de negatieve rente jaarlijks vermindert).

Het spreekt vanzelf dat zo'n scenario Westerse beleidsvoerders aanspreekt: de noodzaak om een minimum aan budgettaire discipline te bewaren, verdwijnt. Dromen zijn echter vaak bedrog en dat is hier niet anders. De acties van de BoJ zuigen niet alleen de obligatiemarkt leeg (risicoloos beleggen in overheidspapier is dan niet langer mogelijk), maar verhogen tegelijkertijd en a rato van ongeveer 90 miljard EUR per maand de geldhoeveelheid. Vandaag worstelt Japan nog met deflatie, maar geld tegen dit tempo 'bijdrukken' kan niet gedurende jaren doorgaan zonder inflatie sterk te bevorderen. Er is maar een bepaalde hoeveelheid goederen en diensten in de aanbieding. Zelfs als de economie niet groeit (m.a.w. de vraag naar deze goederen en diensten blijft constant), is er steeds meer geld in omloop om deze goederen te kopen. Gevolg: hoog oplopende inflatie. **Tegelijkertijd betekent het tegen zowat iedere prijs leegkopen van obligatiemarkten dat de rente nooit geziene minima opzoekt tot negatief wordt.** In tegenstelling tot wat soms wordt verkondigd, is een negatieve rente uitermate schadelijk voor de economie: de solvabiliteit van de financiële sector komt in gevaar en de renteopbrengsten smelten als sneeuw voor de zon waardoor bedrijven en particulieren die hiervan afhankelijk zijn, hun uitgaven moeten verminderen. **Het nieuwste monetaire experiment van de BoJ is niet houdbaar en dreigt te verworden tot een sirenenzang: te mooi om waar te zijn.**

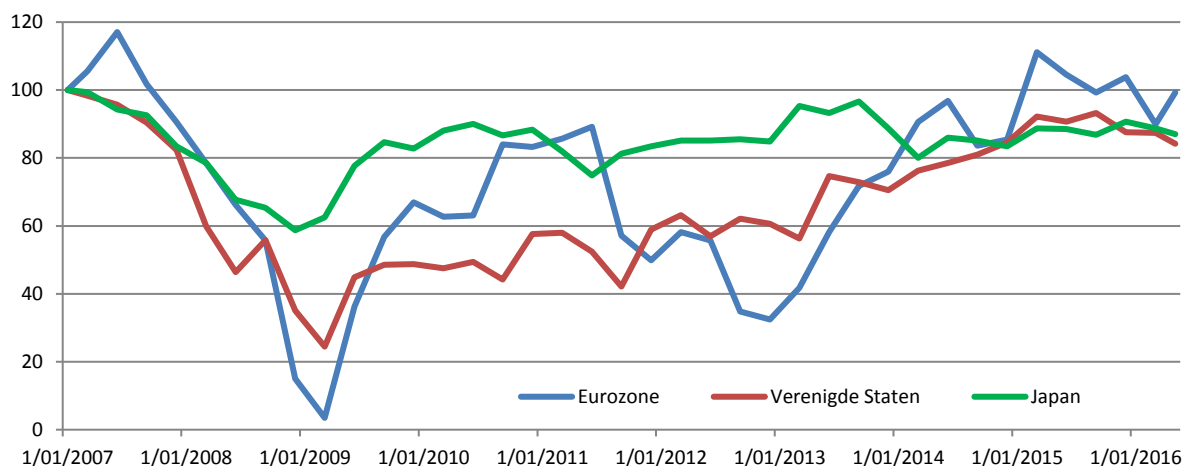
Het hoeft geen betoog dat het rechte trekken van de gevolgen van een monetaire politiek die vooral op de korte termijn was (en is) gericht, een proces van jaren is. **Eerst en vooral dient afgestapt te worden van het waanbeeld dat nog veel meer schuld maken de oplossing is voor een schuldenprobleem.** In plaats van nog maar eens een rondje QE te dansen (zie de ECB en de BoJ), zou veel meer aandacht moeten gaan naar structurele economische hervormingen. Voorbeelden hiervan zijn het terugdringen van het overheidsbeslag, het verbeteren van de concurrentiepositie, het afbreken van barrières voor het opstarten van bedrijven, het verhogen van de arbeidsmobiliteit... om

er maar enkele te noemen. Tenslotte besteden beleidsmakers geen of veel te weinig aandacht aan demografische ontwikkelingen. In heel wat Westerse landen, maar ook in China, Japan en Rusland, daalt het actieve deel van de bevolking ten voordele van de gepensioneerden. Dit heeft een remmend effect op de economische groei: senioren consumeren en investeren minder. Bovendien wordt men gemiddeld ouder zodat pensioenen langer hoeven te worden betaald en de factuur van de gezondheidszorg oploopt. **Het gebrek aan visie op lange termijn, de grote geopolitieke uitdagingen en de verkeerde monetaire politiek van de grote centrale banken, leiden tot het besluit dat lage BBP groeicijfers nog voor lange jaren op het programma staan zowel in het Westen als in Japan.**

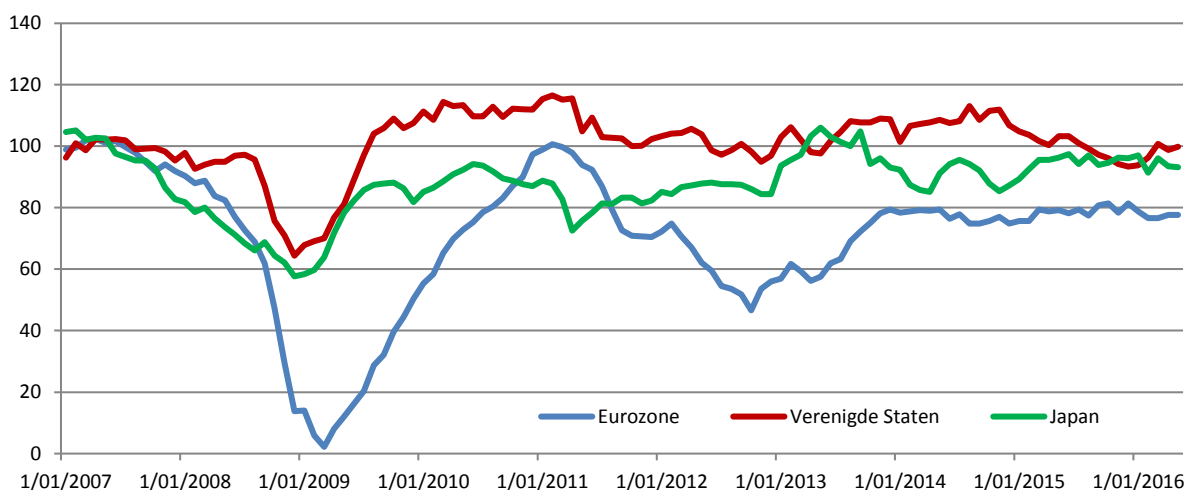
1.3. Actuele stand van zaken

Zoals de voorbije jaren gebruikelijk was, zien een aantal gerenommeerde instituten (EU, IMF, Wereldbank) de wereldeconomie na de winterdip in de loop van dit jaar opnieuw herstellen. Echter, keer op keer bleken deze prognoses te hoog gegrepen. Ook dit jaar lijkt dit niet anders te worden. Zo bleef de economische groei in de Verenigde Staten tijdens het eerste kwartaal achter op de verwachtingen; de hogere groei moet dus tijdens de volgende kwartalen worden waar gemaakt. Of dit na de Brexit een realistische verwachting is, zal de toekomst uitwijzen. De gezondheid van de economie van de Westerse wereld en van Japan, wordt o.a. weerspiegeld in het consumenten- respectievelijk producentenvertrouwen.

a) Consumentenvertrouwen van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2016



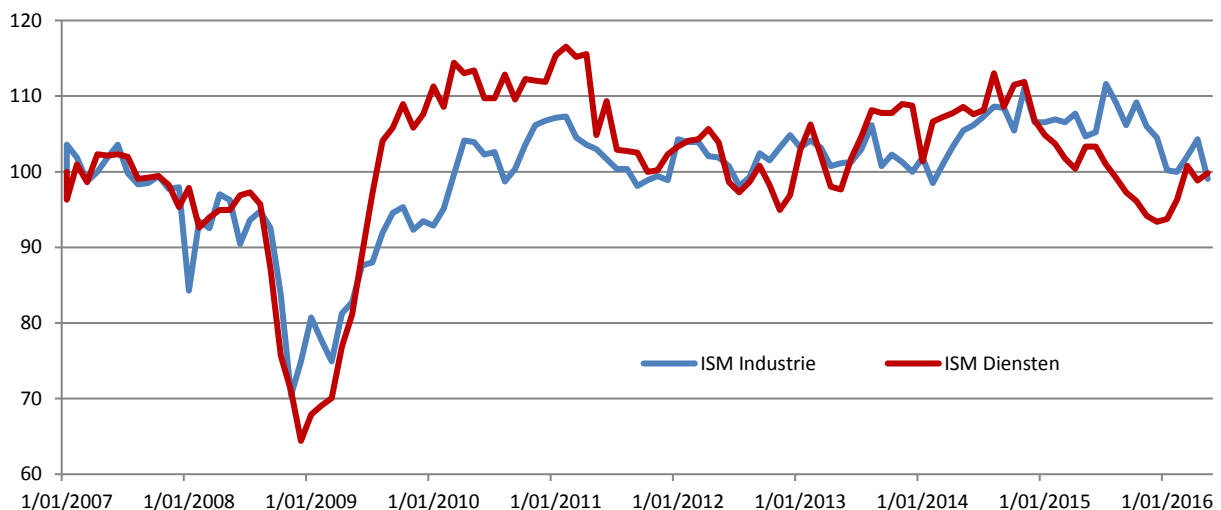
b) Producentenvertrouwen van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2016



Beide grafieken geven tot begin 2013 hetzelfde 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 2016 een opgaand parcours; sindsdien verzwakt het. Het Japanse consumentenvertrouwen lijkt vastgeroest op het lage niveau van begin 2007. Het recente verloop van het producentenvertrouwen in de drie regio's laat een vlakker beeld zien. Op de koop toe moet gevreesd worden dat het afscheid van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie het vertrouwen van consumenten en producenten niet meteen bevordert.

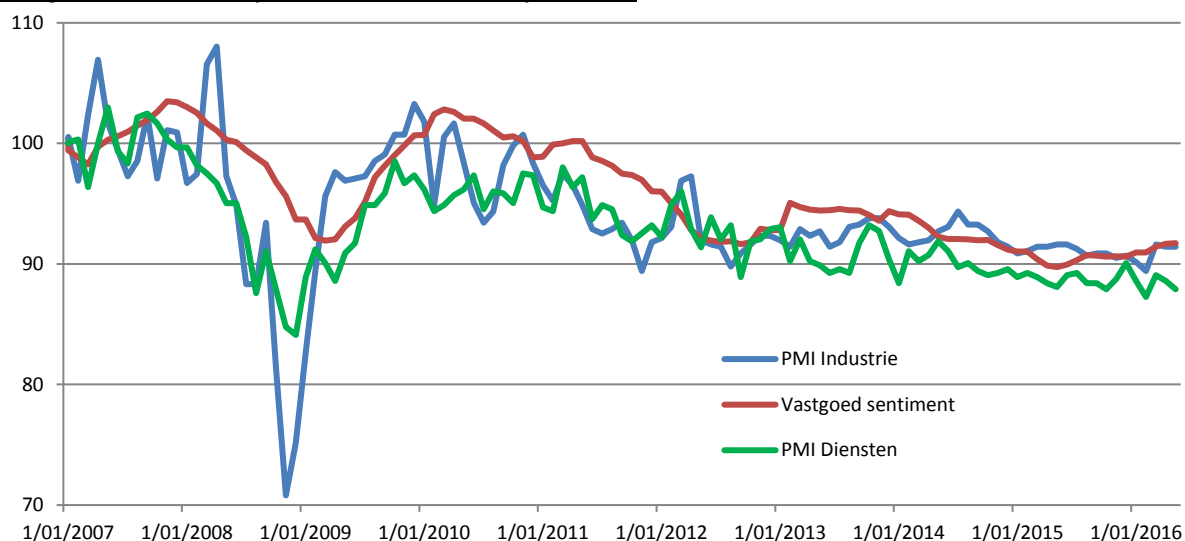
Bedrijvigheid in de Amerikaanse industrie- en dienstensector van 1 januari 2007 t.e.m. 31 mei 2016

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. Van dan af evolueren beide indices zijdelings met nochtans een duidelijke neerwaartse trend vanaf de 2^{de} helft van vorig jaar. Dit is een merkwaardige evolutie in het licht van de grote stimulusinspanningen van zowel de Amerikaanse federale overheid als van de Fed. Na een eerste voorzichtige renteverhoging in december 2015, is het maar de vraag of in het licht van deze zwakke ontwikkelingen bijkomende renteverhogingen in de komende kwartalen zullen volgen. Bovendien zorgt de turbulentie op de financiële markten als gevolg van de Brexit voor bijkomende onzekerheid.



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.

Bedrijvigheid in de Chinese industrie- en dienstensector, en de vertrouwensindex in de vastgoedsector van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2016



Hoewel het Chinese BBP volgens o.m. het IMF op jaarbasis nog steeds met meer dan 6% groeit, blijkt uit hoger vermelde indicatoren dat deze groei almaar meer onder druk staat. Verhalen over spooksteden of het grote bedrag aan niet-invorderbare bankkredieten, doen de wenkbrauwen fronsen. Een van de grootste hindernissen om een correct beeld te krijgen van de reële stand van zaken van de Chinese economie, is het bestaan en het grote gewicht van schaduwbanken, d.w.z. financiële instellingen die niet onder het toezicht van de centrale bank staan, maar die niettemin volop aan kredietverlening doen. **De Chinese economie biedt dus op zijn minst een gemengd beeld: ja, er is nog significante economische groei, maar het groeiritme blijft teruglopen.**

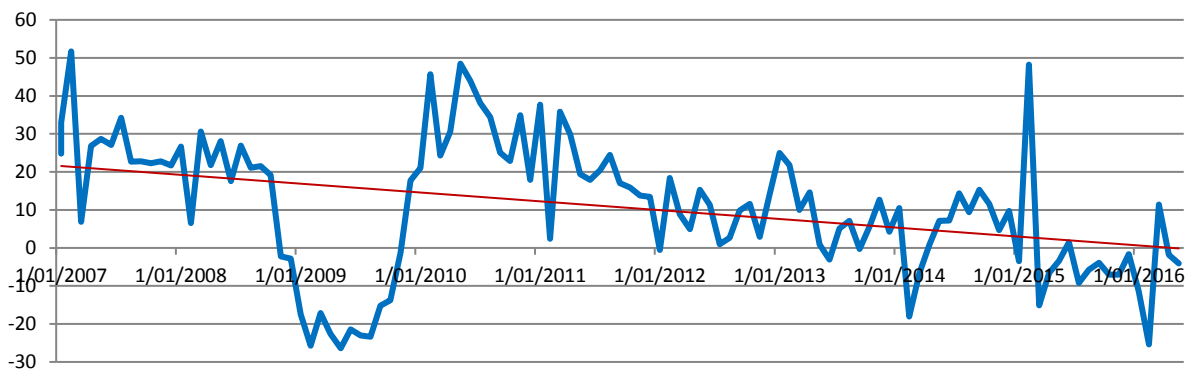
Tenslotte, nog twee indices die informatie geven over de stand van de wereldhandel, de 'Baltic Dry Index' en de ontwikkeling van de Chinese uitvoer (die vooral op Europa en Noord-Amerika is gericht).

a) de 'Baltic Dry Index' van 1 januari 1999 t.e.m. 30 juni 2016



Deze index die de evolutie van de tarieven van bulktransport voor de 25 belangrijkste scheepvaartroutes wereldwijd weergeeft - en daarom een objectieve meter is van de economische activiteit - moddert aan rond een niveau dat het laagste is sinds het bijhouden van deze waarnemingen. Van enig (krachtig) herstel is nog altijd geen sprake. Integendeel, sinds het relatieve hoogtepunt van begin 2008 is de trend neerwaarts.

b) de groei van de Chinese uitvoer van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2016 (procentuele wijziging)



Van begin 2007 tot midden 2008 groeit de Chinese export met bijna 30% jaar op jaar. De crisis van eind 2008-2009 vormt ook hier een breekpunt, echter gevolgd door een sterk herstel in het volgende paar jaar. Sinds juni 2010 kalven de groeicijfers in een negatieve trend echter maand na maand af. De uitschieter in februari 2015 is te wijten aan het vervroegen van heel wat exportverrichtingen ten gevolge van het Chinese Nieuwjaar; de daaropvolgende maand ziet de weerslag ervan met een daling van bijna 15% jaar op jaar. De essentie is dat de groei van de Chinese uitvoer al sinds begin 2007 afneemt; deze trend is nog niet aan een ommekeer toe (zie toegevoegde trendlijn). Omdat het grootste deel van de Chinese export bestemd is voor Europa en de Verenigde Staten, is dit een bijkomend bewijs dat de economie in deze landen zwak presteert.

I.4. Macro-economische vooruitzichten

Het basisprobleem van de wereldeconomie is meer dan ooit dat de totale vraag naar goederen en diensten onvoldoende is om alle fabrieken te laten draaien, laat staan op grote schaal de productiecapaciteit te verhogen en de werkloosheid terug te dringen. Omdat banken wereldwijd (noodgedwongen) heel wat voorzichtiger zijn geworden met het toekennen van krediet en aan de andere kant de vraag naar krediet in veel landen op een laag pitje staat, blijven wat de reële economie betreft de massale liquiditeitsinjecties van de centrale banken zonder de verwachte positieve gevolgen. **Integendeel, het drukken van de rentetarieven ontwricht de prijsvorming van vastrentende producten, terwijl het nemen van soms buitensporige risico's op de financiële markten wordt aangemoedigd.** De 'jacht op rendement' heeft geresulteerd in extreem hoge obligatiekoersen die het risico op lange termijn van bijvoorbeeld een flinke inflatieopstoot compleet negeren. Zwitserse overheidsobligaties zijn hiervan het beste bewijs: zelfs stukken met een resterende looptijd van 30 jaar kennen actueel een negatief rendement.

Een vaststelling waar men niet omheen kan, is dat de volgehouden politiek van kwantitatieve versoepeling nog steeds niet tot de beoogde resultaten leidt. Eind 2008 - begin 2009, in het licht van de scherpe terugval van de wereldeconomie, was deze politiek terecht. **Nadien heeft hij vooral de overheid gebaat, die zich tegen nooit geziene ultralage rentevoeten - tot zelfs negatieve - kan financieren.** Aangezien de financiële noden van de overheid in de meeste landen van de wereld bijzonder hoog blijven, zullen de centrale banken niet vlug geneigd zijn om de rente te verhogen. Integendeel - zoals de ECB bij herhaling bewijst - is de politiek van kwantitatieve versoepeling er een om te blijven. **De centrale banken hebben zich in een onmogelijke positie gewerkt.** Ze beseffen goed genoeg dat hun acties op termijn het gevaar van groot financieel onheil met zich meebrengen. Maar ze blijven vastgeklonken aan hun politiek van versoepeling en kredietinjecties. Zouden ze ervan afstappen (bruusk of geleidelijk) dan loopt de rente (fors) op, waardoor o.m. de overheidsfinanciën in stormweer zouden terechtkomen. **De realiteit is dat een fundamentele gezondmaking van de wereldeconomie - en dus van het vastleggen van een standvastige BBP groei op lange termijn - slechts mogelijk is door het schuldenniveau wereldwijd te verlagen,** niet door het nog verder te

laten oplopen in de (ongefundeerde) verwachting dat de economie de groeivoeten van 20 jaar geleden zal terugvinden. In theorie is het mogelijk de totale schuld te verminderen door ze geleidelijk aan af te lossen. In de praktijk is dit onmogelijk omdat de weerslag ervan op de reële economie (de productie van goederen en diensten) te groot is. Het alternatief is het afschrijven van schuld. Centrale banken kopen eerst zoveel mogelijk overheidsschulden op, waarna ze overgaan tot het vernietigen van deze schulden met als tegenpost het verminderen van de geldmassa (zie punt 1.2.).

Hoewel de schuldenproblematiek en de monetaire politiek een langdurig herstel van de groei belemmeren, betekent dit niet dat de economieën van het Westen en van Japan niet regelmatig een betere periode zullen kennen. **Economieën bewegen op de golven van veranderende consumptiepatronen: nu eens overheerst positivisme, dan weer zwartgalligheid.** Na de zwakke jaren 2013 en 2014, is het niet meer dan normaal dat het BBP licht opveert, zoals dat sinds 2015 het geval is. Zonder het structureel terugschroeven van vooral de overheidsschulden, is een solide, krachtige economische opleving echter uitgesloten.

Een andere manier om de schuldenproblematiek op te lossen is door inflatie te creëren. **Echter, hoewel inflatie vanuit een meerjarenperspectief onvermijdelijk is, hoeft men niet te vrezen (of te hopen...) dat ze op korte termijn fors aantrekt.** De reden hiervan is de terughoudendheid van de banken om hun depositobasis voor extra kredietverlening aan te wenden, terwijl van hun kant de consumenten er niet aan toe zijn 'om het geld te laten rollen.' Anderzijds, als gevolg van het zich stabiliseren van de energieprijzen, lijkt de periode van deflatie voorlopig voorbij, iets wat ongetwijfeld in België het geval is. Zo liep de Belgische inflatie in juni 2016 op tot 2,16% op jaarbasis. Dit is zelfs hoger dan de doelstelling van de ECB (een inflatie net onder of dicht bij 2% op jaarbasis).

Kortom, de wereldeconomie staat voor een aantal grote uitdagingen.

- Wat gebeurt er met de Europese Unie na de Brexit? Splitsen nog andere landen zich af? Of krijgen de Britten binnen twee jaar een nieuw referendum voorgeschoteld? Deze fundamentele onzekerheden dreigen de al flauwe economische groei in de eurozone nog verder te bezwaren.
- China worstelt met een sinds jaren afbrokkelende groei. Het land probeert zich minder op de export te richten door de binnenlandse vraag te stimuleren, maar dit proces wordt bemoeilijkt door de hoge schuldgraad, de schuldaflossingen en de verkeerde toewijzing van productiemiddelen. Door het systematisch verzwakken van de renminbi poogt de overheid tijd te winnen.
- Hoe ver gaan de centrale banken met hun politiek van massale monetaire versoepeling? Hoe diep kan de rente nog vallen? Niet uit het oog verliezen, dat een negatieve rente een uiting is van de slechte gang van zaken en dat ze de facto de emanatie is van een toestand van deflatie.

De verwachting van lichte economische groei tijdens de komende kwartalen staat onder druk. Mocht de economie sterk afkoelen als gevolg van de Brexit, staan dalende prijzen (deflatie) misschien zelfs weer op het programma. Op langere termijn (vijf jaar en meer) is een noodzakelijke voorwaarde voor een structureel hogere groei, het oplossen van de schuldexcessen. De meest waarschijnlijke manier waarop dit zal gebeuren is door olopende inflatie, al kunnen schuldherschikkingen en -kwijtscheldingen niet worden uitgesloten.

DEEL II - Beleggen in het 2^{de} halfjaar 2016

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

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

Het eigen vermogen bestaat uit de door de financiële instelling uitgegeven aandelen. De achtergestelde leningen - die door de regelgever met eigen vermogen worden gelijk gesteld - betreffen vaak zogenaamde eeuwigdurende leningen. Deze obligaties dragen een hogere rentevoet, maar deze rente is meestal voorwaardelijk (de bank moet bijvoorbeeld winst maken). Het vreemd 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.² Wanneer nu de actiefzijde van de balans aan waarde inboet (bijvoorbeeld omdat er grote verliezen zijn op verstrekte hypotheke), 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 haar obligatiehouders aanspreken onder de vorm van een 'haircut' (korten op het nominale bedrag van de lening). Zo deze maatregelen niet volstaan om de

² In België maken tak 21 levensverzekeringsproducten eveneens deel uit van het vreemd vermogen van een bankverzekeraar 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, Groot-Brittannië en Ierland is de situatie anders. Een tak 23 verzekeringspolis staat daar niet op het passief van de uitgevende instelling, maar is ondergebracht bij een bewaarnemende bank. Zo de uitgevende verzekeringsinstelling problemen krijgt, worden de polishouders dankzij deze aanpak niet verontrust.

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.** Het faillissement van Optima Bank 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 moet worden gestut en 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; bij de ECB is het gelijk aan nul. Als gevolg hiervan overtreffen de nochtans beperkte prijsstijgingen de opbrengst van geldmarktbeleggingen. In België is dit duidelijk het geval. **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 - zoals hoger aangestipt is dit te verwachten gelet op de oeverloze geldcreatie - 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 ultra laag en zal laag blijven, terwijl de huidige inflatiepercentages nu al leiden tot een negatief reëel rendement. Bovendien is het maar de vraag wat er van de overheidswaARBorg tot 100.000 EUR per persoon en per instelling terecht komt, mochten enkele grote bankdominostenen omvallen.**

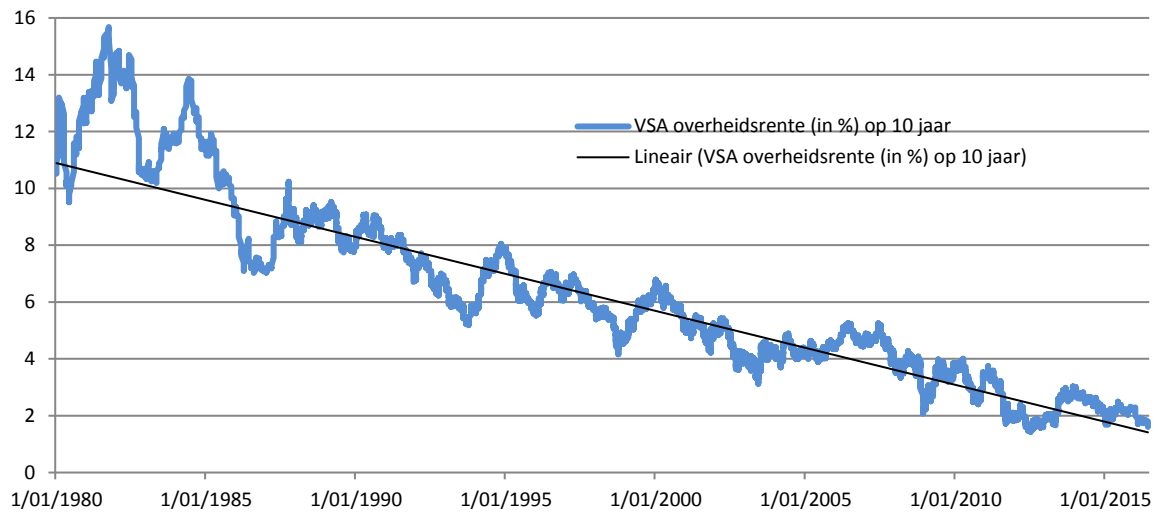
Beleggen op de geldmarkt in EUR, JPY of USD (spaarboekjes, termijnrekeningen, kasbons, tak 21 polissen...) staat gelijk met het zich overleveren aan de krachten van oeverloze geldcreatie en overheidsmanipulatie, op termijn uitmondend in oplopende inflatie. Afblijven!

II.2. Obligaties

Omdat er allerlei soorten obligaties bestaan, wordt eerst stilgestaan 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 teruggaan. 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.

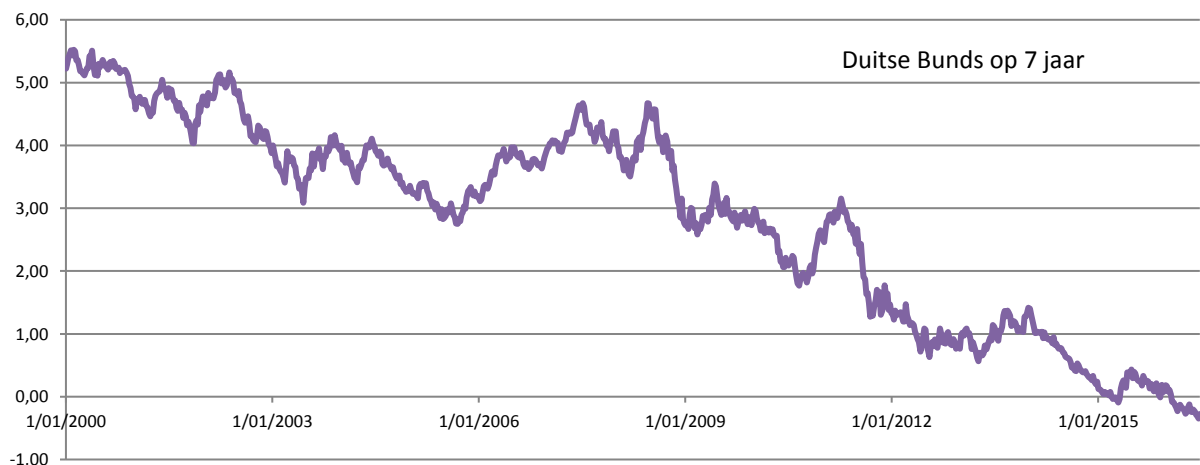
De rente (in percent) op Amerikaanse overheidsobligaties met een resterende looptijd van 10 jaar van 1 januari 1980 tot 30 juni 2016



De laatste waarneming op deze grafiek is van 30 juni 2016. Met 1,66% is de rente slechts marginaal hoger dan het historisch laagterecord van 2 mei 2013 (1,63%), het laagste peil sinds het begin van de waarnemingen die teruggaan tot aanvang 19^{de} eeuw. 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 bijna 85 procentpunt gedaald. De neerwaartse trend die zich meer dan 30 jaar geleden inzette, lijkt - ondanks soms opwaartse correcties - nog steeds door te zetten (zie toegevoegde trendlijn). Bovendien zullen de centrale banken alles in het werk stellen om de lange rente op een laag peil vast te spijkeren: de economie zou een hogere rente slecht verteren.

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 aan dat ook hier sprake is van een zware rendementsterugval.



Bunds met een resterende looptijd van zeven jaar noteren sinds eind 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 80 miljard EUR over de verschillende EUR lidstaten 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, konden dergelijke aberrante rendementen tot stand komen. De centrale vraag is wat er gebeurt wanneer deze opkoopprogramma's worden beëindigd. Hoewel sommigen ervan uitgaan dat dit nooit zal gebeuren (zie Japan), pleiten vooral Duitse economen voor een terugkeer naar een meer orthodox monetair beleid. Mocht de economie van de eurozone zachtjesaan blijven groeien - laat staan versnellen - dan is het handhaven van een ultrasoepel monetair beleid ook vanuit die hoek niet langer te verantwoorden. Rentestijgingen staan dan voor de deur, vooral voor de stukken met lange resterende looptijd. In dit kader hoeft eraan te worden herinnerd dat de koersgevoeligheid van obligaties toeneemt met de 'duration'³. 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 beter in evenwicht proberen te brengen, en aan de andere kant van de financiële markten die vrezen dat dit herstel niet voor morgen is. Hoewel de verklaring van juli 2012 van Mario Draghi, voorzitter van de ECB, de druk van de ketel heeft gehaald ('Ik zal alles doen wat nodig is om de euro te redden'), blijven de fundamentele economische onevenwichten in heel wat eurolanden bestaan. Besparingen en hogere belastingen wegen op de economische groei, vooral in de zuidelijke eurolanden. De impact hiervan is zo groot dat de Europese Commissie node heeft moeten instemmen met verdragingen rond het invoeren van bijkomende besparingen, bijvoorbeeld door de kosten van de immigratietsunami niet in deze norm op te nemen. Hierdoor zal België in 2016 wellicht opnieuw een hoger tekort dan 3% van het BBP laten optekenen en zal de overheidsschuld verder oplopen tot boven 106% van het BBP. Dit geeft een land tijdelijk meer zuurstof, maar aan de andere kant betekent het evenzeer dat het jaarlijkse begrotingstekort hoger blijft dan oorspronkelijk geraamd en dat de totale overheidsschuld verder aangroeit (zie België). Niettemin is als gevolg van de ECB politiek het renteverskil tussen de Noordelijke en Zuidelijke eurolanden sterk teruggevallen en noteert bijvoorbeeld de Spaanse tienjarige rente lager dan de Amerikaanse. Nochtans zijn de Spaanse economische parameters veel slechter. 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 politiek risico, maar deze risico's worden meer dan afgeblokt door de hogere rente die deze landen doorgaans op hun schuld betalen⁴.

³ De '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 de obligatie beïnvloedt met 1% x de 'duration'.

⁴ Bovendien mag men niet uit het oog verliezen dat de Westerse landen en Japan alles uit de kast halen om hun economie op een hoger toerental te krijgen. Hiertoe worden o.m. de korte en de lange rente gemanipuleerd en worden programma's van kwantitatieve versoepeling op het getouw gezet. Omdat de impact van deze maatregelen op langere termijn op het vlak van de inflatieontwikkeling wellicht aanzienlijk is, neemt een belegger in Amerikaanse, Duitse, Japanse... soevereine obligaties een extra risico dat momenteel nauwelijks kwantificeerbaar is.

De analyse op het vlak van de overheidsschuld en van de jaarlijkse overheidstekorten, geldt mutatis mutandis ook 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 overheidsobligaties in veel gevallen risicovoller is dan beleggen in 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 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 toeneemt⁵. **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.**

De vooruitzichten voor wat betreft de rendementen van obligatiebeleggingen voor het tweede halfjaar 2016, ogen in theorie 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 aanvaardbaar. Aan de andere kant weet men niet hoever de grote centrale banken de kwantitatieve versoepeling gaan drijven. Als men vandaag een negatieve rente van 0,20% accepteert, waarom dan morgen geen van 0,50%? Nog meer uitgesproken negatieve rentevoeten betekent dat de koersen van bestaande obligaties verder oplopen.

II.3. Aandelen

Naast de geldmarkt en de 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 functie 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 zo eenvoudig door de overheid worden

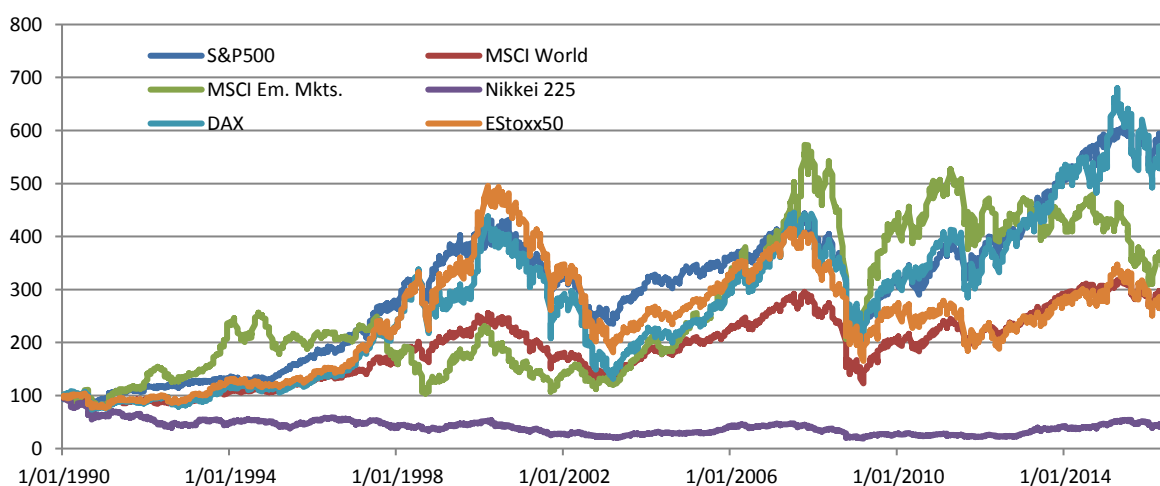
⁵ Tot op zekere hoogte zijn inflatie gelinkte obligaties een uitzondering; immers, ze beschermen tegen oplopende prijzen. Inflatie gelinkte soevereine obligaties vertegenwoordigen echter ook overheidsschuld. In de mate dat deze verder uit de hand loopt, zijn ze daarom evenmin goede beleggingen.

gemanipuleerd⁶, 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? Volgend overzicht lijst de verschillende factoren op die de prijs van een aandeel beïnvloeden.

- De historische winstontwikkeling en de winstverwachtingen.
- Het actuele en toekomstige dividendrendement.
- 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.
- 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? Hoe positioneert het bedrijf zich tegenover de concurrentie? Zijn liquiditeit en solvabiliteit oké? Hoe evolueren de winsten?).
- Het marktsentiment (de emotie van de belegger).
- Geopolitieke gebeurtenissen en rampen.

Wanneer de optelsom wordt gemaakt van de hierboven vermelde parameters, blijkt dat aandelen vandaag duurder dan gemiddeld noteren o.m. op basis van hun prospectieve K/W verhouding en PEG-ratio. 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 naar de historische koersontwikkeling van een aantal bekende beursindices sinds begin 1990, blijken vooral de DAX en de S&P500 einde juni hoog te noteren⁷. De andere indices (excl. Nikkei 225) kennen de laatste kwartalen een vlak tot sterk dalend verloop. De Japanse beurs vertoont sinds begin 1980 een quasi vlakke lijn.



⁶ Niettemin doet o.m. de Japanse centrale bank 'loffelijke' pogingen in die richting door het opkopen van op de beurs genoteerde aandelen, o.v.v. ETF's.

⁷ 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.

Plaatst men bovenstaande koersevolutie tegenover de nog steeds vrij matige economische groeiervwachtingen zoals vroeger besproken, dan krijgt men een intrigerend beeld wat betreft de verwachte koersevolutie van aandelen. De hausse van indices zoals de DAX en de S&P500 steunt slechts gedeeltelijk op betere bedrijfsresultaten. Zonder de omgeving van ultra lage rente en de bevestiging van de centrale bankiers dat die nog jaren zal aanhouden, zouden aandelen ongetwijfeld heel wat minder duur noteren dan nu het geval is. Maar 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 bijzonder gunstig verwachtingspatroon voor aandelen.** Het optimisme triomfeert. Immers, wat kan er verkeerd gaan als er in de nabije toekomst nooit nog sprake is van een stevige renteverhoging? 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 onbestaand zijn.** Hoewel dergelijke uitspraken die blaken van oeverloos optimisme op zich al een indicatie vormen dat de beurzen verre van goedkoop zijn, zijn ze best begrijpelijk. Immers - en zoals bij de bespreking van de geldmarkt en de vastrentende beleggingen is aangegeven - zijn deze grote activaklassen potentieel gevaarlijk: niet alleen kan en zal op termijn de inflatie oplopen (met koopkrachtverlies als gevolg), maar ook een 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 eind der tijden volhouden. Mocht de economie harder aantrekken dan algemeen verwacht, dan zal de lange rente oplopen wat zal resulteren in (grote) koersverliezen op langlopende vastrentende posities, zoals obligaties, kasbons, tak21 polissen en sommige alternatieve producten. Aandelen ontsnappen voor een stuk hieraan.

Voorgaande korte analyse leidt tot de vraag hoe ver de beurshausse die in maart 2009 begon, nog kan dragen. Eind 1999, begin 2000 - op het hoogtepunt van de internetbel 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 stijging 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 tijd ongeveer dezelfde zal blijven en de economie in de eurozone wat beter presteert, is de waarschijnlijkheid dat dergelijke koersopstoten plaatsvinden niet groot. Het basisprobleem blijft de schuld van overheden, bedrijven en gezinnen die in heel wat landen zo hoog is geworden dat de vermindering ervan de facto onmogelijk is. Deze extreme schuldniveaus verhinderen dat de grote centrale banken de rente verhogen naarmate 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 is er het nieuwe feit van de Brexit.** Hoewel de uittrede van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie op lange termijn niet zwaar op de economische gang van zaken noch op het vasteland noch in Groot-Brittannië hoeft te wegen, kunnen de gevolgen op korte termijn groot zijn, niet in het minst omdat andere lidstaten mogelijk voor dezelfde weg zullen kiezen. Hierdoor kan het vertrouwen worden ondergraven met als gevolg een daling van de bedrijfswinsten. De paniecreactie van de beurzen van vrijdag 24 juni - de dag dat de Brexit werd bevestigd - heeft aangetoond dat de zenuwachtigheid bij beleggers groot is.

Het Brexit feit samen met de groeiende zorgen over de doeltreffendheid van de monetaire politiek, vuren het onbehagen bij beleggers aan. Daarom is de richting waarin de aandelenkoersen de komende maanden evolueren, niet eenvoudig te bepalen. Sinds begin 2016 blijkt deze ongerustheid uit het koersverloop van de grootste beursindices. Zo noteert de S&P500 op 30 juni quasi stabiel

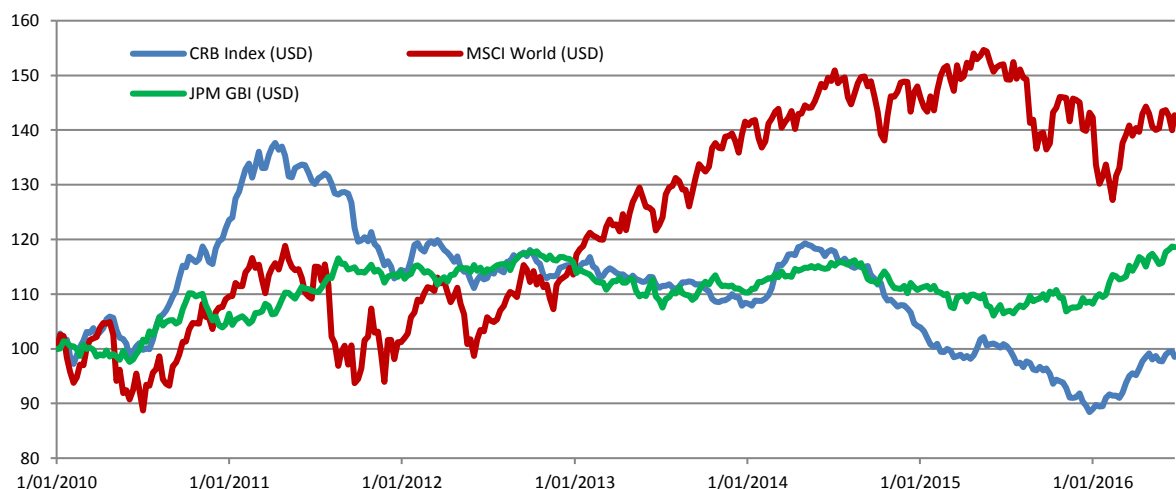
tegenover het jaarbegin en verliest de EuroStoxx50PR ongeveer 7%. Het is daarom essentieel dat aandelenbeleggingen worden afgedekt. Dit kan op verschillende manieren gebeuren, maar **het toepassen van een automatisch ingrijpende stop loss techniek heeft bewezen op termijn de beste resultaten te geven.**

De bewegingen op de aandelenmarkten zullen de komende kwartalen worden bepaald door het samenspel tussen de acties van de centrale banken en het beleggerssentiment met op de achtergrond de voorzichtig aantrekkende economie, op dit ogenblik voornamelijk beperkt tot de eurozone. Ondanks het Brexit feit, blijft de algemene verwachting dat de beurskoersen tegen het jaareinde licht hoger zullen zijn. De volatiliteit neemt echter overhand toe. Daarom is het gebruik van een stop loss techniek aangewezen.

II.4. Grondstoffen

Sinds de crisis van 2008-2009 is de prijsontwikkeling van grondstoffen duidelijk achtergebleven bij die van aandelen en obligaties, al is daar sinds begin 2016 verandering in gekomen vooral wat betreft edelmetalen met op kop goud en zilver. Dit blijkt uit onderstaande grafiek die de FTSE CRB grondstoffenindex (USD) vergelijkt met de MSCI World USD (aandelen) en de JPMorgan Government Bond Index USD (overheidsobligaties).

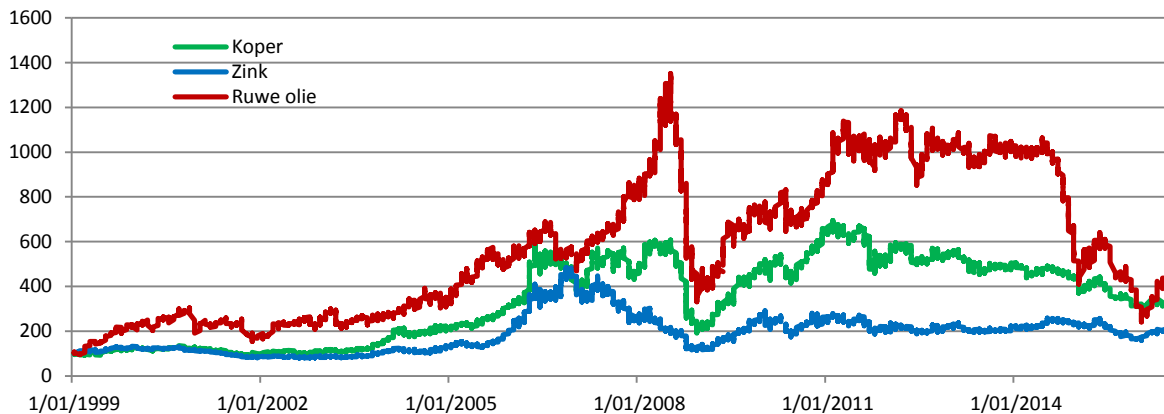
Aandelen, obligaties en grondstoffen met elkaar vergeleken van 1 januari 2010 t.e.m. 30 juni 2016



Hoewel de zwaarste gevolgen van de diepe recessie van einde 2008 tot maart 2009 begin 2011 voorbij waren, blijkt dit niet uit de evolutie van de grondstoffenindex. Integendeel, midden 2016 noteert hij op ongeveer hetzelfde niveau als begin 2010. Dit stabiele niveau verbergt echter scherpe tussentijdse bewegingen, met nota bene een begin van herstel vanaf 2016. Dit herstel is echter relatief, want deze index noteert nog meer dan 60 procentpunt onder de toppen van maart 2011. M.a.w. de grondstoffenprijzen weerspiegelen allerminst de optimistische evolutie van de aandelenindices.

De CRB grondstoffenindex is een brede index die zowel landbouwproducten, industriële metalen en brandstoffen als 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).

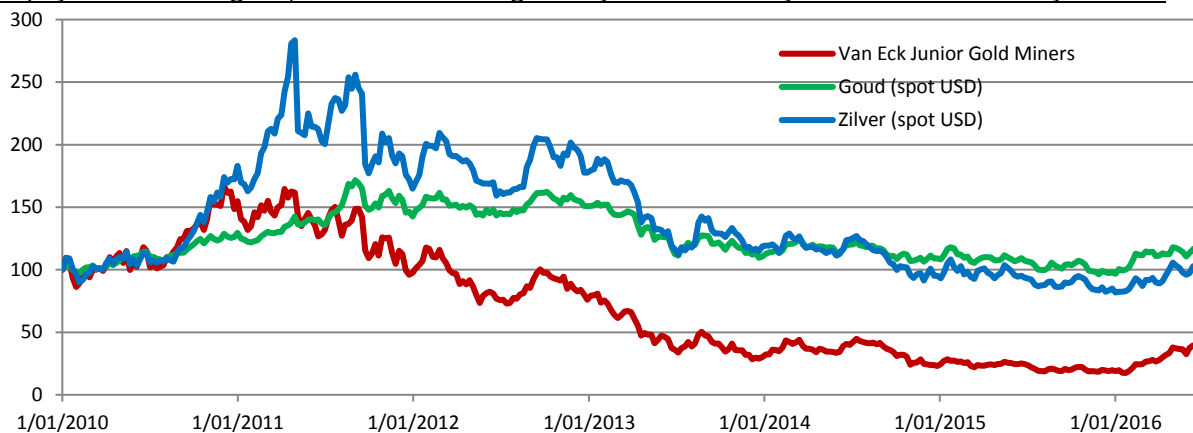
De prijsevolutie van koper, ruwe olie en zink van 1 januari 1999 t.e.m. 30 juni 2016



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 vlak tot (scherp) dalend gericht. Vooral de prijsontwikkeling van ruwe olie en koper baart zorgen, zelfs indien de prijzen sinds enkele kwartalen wat herstellen. Ruwe olie is een van de belangrijkste energiedragers. De scherpe prijsdaling van deze grondstof sinds midden 2014 staat haaks op een krachtig 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 fundamenteel economisch herstel, dan zou de prijs van dit metaal vergeleken met midden 2011 geen 35% lager noteren. **Hoewel grondstoffen op een termijn van drie jaar en langer wellicht in prijs zullen stijgen, ligt een verder stevig herstel op korte termijn niet voor de hand; daarvoor evolueert de wereldeconomie niet positief genoeg.**

Binnenin de grote activaklasse van de grondstoffen, stonden edelmetalen (met op kop goud en zilver) tot begin 2011 in het brandpunt van de belangstelling en dit hoewel ze geen dividend, noch enige interestvergoeding betalen. Ten gronde bestaan er twee hoofdredenen om erin te beleggen. Ofwel gebeurt dit met het oog op het realiseren van een meerwaarde, ofwel om veiligheidsredenen (bescherming tegen het uit de hand lopen van inflatie of tegen de implosie van het financieel stelsel). Het ontbreken van enige uitkering (dividend of interest) in combinatie met het uitblijven tot nog toe van een serieuze inflatie-opstoot, heeft de koers van edelmetalen van begin 2011 tot einde 2015 zwaar getroffen. Sinds begin 2016 is echter een duidelijk herstel ingetreden, o.m. in het besef dat geen rente of dividend op een goudbelegging krijgen, de voorkeur verdient op het aanhouden van overheidsobligaties met negatief rendement tot de eindvervaldag. Volgende grafiek (inclusief een tracker die de koersevolutie van junior goudmijnaandelen volgt) laat het relatief sterke herstel sinds het jaarbegin zien.

De prijsevolutie van goud, zilver en van een goudmijntracker van 1 januari 2010 t.e.m. 30 juni 2016



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. Vooral het herstel van speculatieve goudmijnen (junior gold mines) is indrukwekkend: +106% van 1 januari 2016 t.e.m. 30 juni 2016. **De vraag is wat te verwachten van het toekomstige rendement van deze beleggingen na de sterke opstoot van het eerste halfjaar.**

Een eerste overweging betreft het verband tussen de sinds 2011 sterke daling van de prijs van fysiek goud en zilver en de kostprijs om deze metalen te vinden, te delven, te raffineren en te verkopen. Zelfs tegen de sinds begin 2016 gestegen prijs van edelmetalen, zijn veel mijnen vandaag nog niet rendabel. **Dit is geen goed nieuws voor de aandeelhouders van deze bedrijven.** 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. Dit zal de prijzen ondersteunen. Een tweede overweging heeft te maken met de toename van de monetaire massa in de Verenigde Staten, de eurozone en Japan. 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. Het is echter nog nooit in de geschiedenis 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 verder zullen stijgen. Tenslotte 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 op korte termijn en na de sterke stijging sinds het jaarbegin de prijstrend van edelmetalen de komende maanden onduidelijk is, is het waarschijnlijk dat goud en zilver op lange termijn flink hoger noteren.

Ondanks een duidelijk herstel sinds begin 2016, zitten de grondstoffenprijzen nog steeds in een LT dalende trend. Als gevolg van de matige groeivoorzichten, overtreft het aanbod vaak de vraag met als gevolg prijsdruk. Opstoten ten gevolge van specifieke evenementen (slechte oogsten, Brexit) resulteren tot nog toe niet in het verlaten van deze negatieve trend. Wat de edelmetalen betreft en ondanks de sterke heropleving sinds begin 2016, hebben goud en zilver vanuit een LT perspectief een plaats in iedere portefeuille⁸. Ze zorgen voor diversificatie en daardoor voor een lagere risicograad. Rekening gehouden met hun sterke prestatie sinds begin 2016, is hun prijsevolutie op KT moeilijker in te schatten.

II. 5. Vastgoed⁹

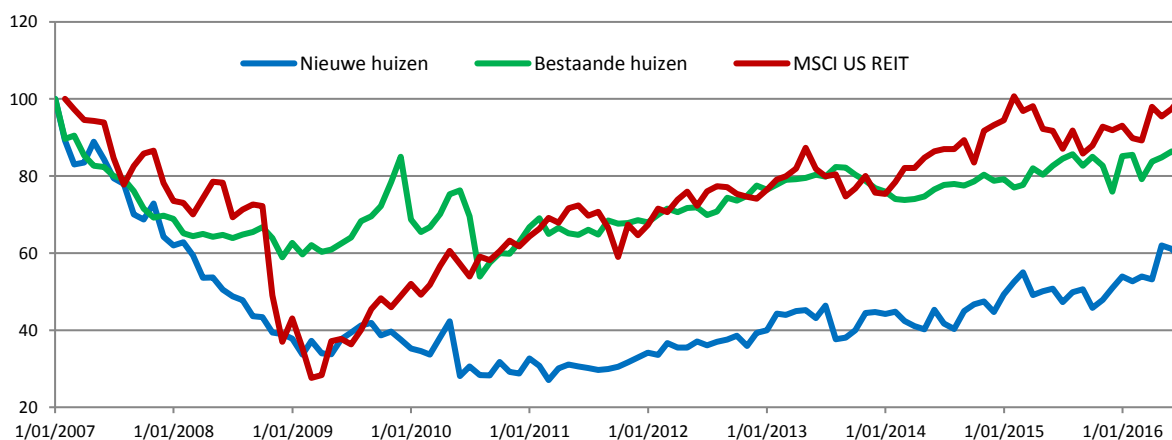
Beleggen in vastgoedvennootschappen of -certificaten gebeurt meestal met een dubbel oogmerk: aan de ene kant het innen van een aantrekkelijk jaarlijks inkomen (dividend) en anderzijds, het op termijn realiseren van belangrijke meerwaarden. Wat de eerste doelstelling betreft wordt gemikt op een hoog - bij voorkeur geïndexeerd inkomen - bijv. uit de verhuur van kantoren, shoppingcenters of opslagruimten. Meerwaarden komen tot stand op het ogenblik dat voornoemde objecten 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.

⁸ Hier worden uitsluitend fysiek goud en zilver bedoeld. Zoals de grafiek van de Van Eck Junior Gold Miners aantoon, is beleggen in goudmijnaandelen veel risicovoller.

⁹ 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.

De belangrijkste geëffectiseerde vastgoedmarkten zijn de Europese en die van de Verenigde Staten¹⁰. Het Amerikaanse vastgoed is sinds midden 2012 in herstel. Volgende grafiek die de geïndexeerde evolutie weergeeft van de verkoop van nieuwe en bestaande eengezinswoningen van begin 2007 tot en met juni 2016, laat zien dat de verkoop van nieuwe en bestaande woningen langzaam oploopt. Dat beleggers hierop ruim anticiperen, blijkt uit de evolutie van de MSCI REIT USA index, een graadmeter die de koersevolutie weergeeft van aandelen van Amerikaanse bedrijven die beleggen in vastgoed. Sinds begin 2009 t.e.m. einde juni 2016 is deze index met afgerond 230% gestegen. Maar dit is vooral een illustratie van de zoektocht naar rendement. Deze index noteert op 30 juni 2016 tegen een forse K/W verhouding van 38,6, 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 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 2016)

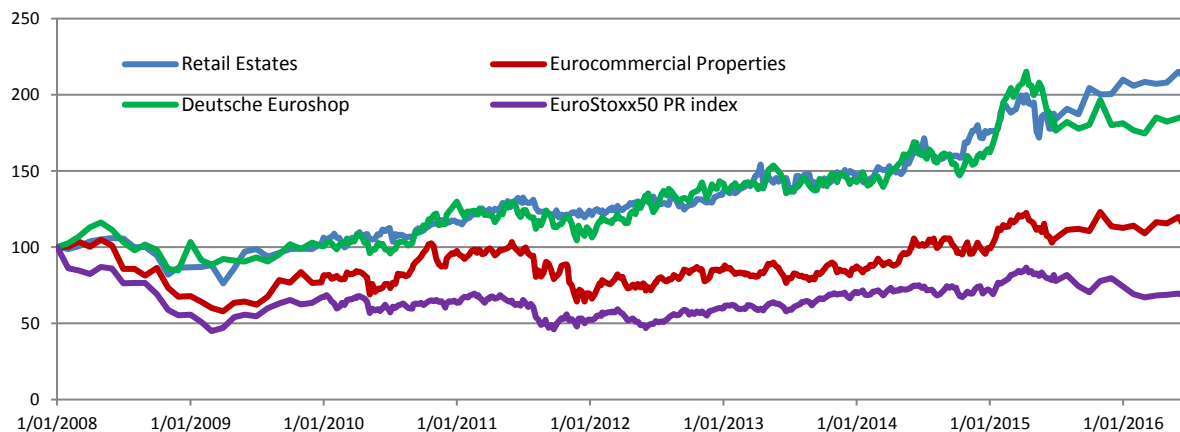


Zoals in de Verenigde Staten, werden de vastgoedmarkten in o.a. Ierland, Nederland en Spanje eveneens slachtoffer van het gebruik van een te grote hefboom. Maar ook in deze landen herleeft het vastgoed, ondanks het feit dat commerciële banken minder gemakkelijk hypotheekleningen verstrekken, dan wel een grotere eigen inbreng eisen. Een van de hoekstenen van deze herleving is de ultralage rente. Een bruto huuropbrengst van 4% steekt ruim positief af tegenover de 0,3% die een Belgische overheidsobligatie met een resterende looptijd van tien jaar op 30 juni 2016 betaalt.

Wat vastgoed betreft, is selectiviteit meer dan ooit op haar plaats. Sommige sub-sectoren koppelen solide vooruitzichten aan nog steeds interessante waarderingen. Dit betreft o.a. winkelvastgoed, opslagplaatsen en woonzorgcentra, maar voor andere is sprake van oververhitting (o.m. Londens beter vastgoed). Volgende grafiek geeft de koersevolutie weer van Eurocommercial Properties (een beursgenoteerd Nederlands vastgoedfonds dat belegt in Europese winkelpanden van topkwaliteit), van Retail Estates (een beursgenoteerd bedrijf dat belegt in Belgische baanwinkels) en van Deutsche Euroshop (een beursgenoteerd vastgoedfonds dat belegt in Duitse winkelpanden van topkwaliteit), en vergelijkt de beurskoersen van deze drie aandelen van 1 januari 2008 t.e.m. 30 juni 2016 met de EuroStoxx50 index (exclusief uitgekeerde dividenden).

¹⁰ De Chinese vastgoedmarkt is ook belangrijk, maar is onder geëffectiseerde vorm niet gemakkelijk toegankelijk.

De koers van enkele vastgoedfondsen vergeleken met de EuroStoxx50® PR index van 1 januari 2008 t.e.m. 30 juni 2016



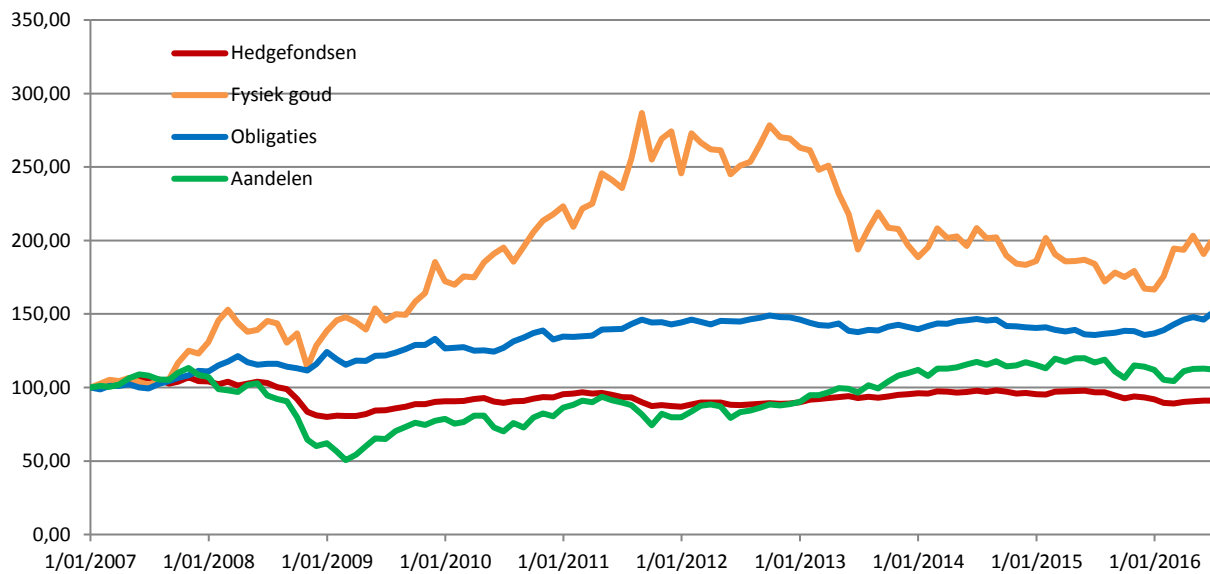
Midden 2016 noteert de EuroStoxx50 PR index nog steeds ongeveer 35% lager dan begin 2008. Voor de drie vastgoedfondsen is de crisis echter meer dan verteerd. Vooral Deutsche Euroshop en Retail Estates noteren merkelijk hoger, respectievelijk met +86% en +110% en dit zonder rekening te houden met de uitgekeerde dividenden die op een beduidend hoger niveau liggen dan deze van de EuroStoxx50 index. **Opnieuw is de zoektocht naar een hoger rendement de belangrijkste factor voor de verklaring van deze hoge koersniveaus.** Ter illustratie: begin 2008 bedroeg het bruto rendement van Retail Estates bijna 7%; per 30 juni 2016 is het teruggevallen tot 4,0%. Maar zoals supra vermeld, is dit veel hoger dan de rente op lange termijn van een Belgische overheidsobligatie die onder druk staat als gevolg van de obligatieaankopen door de ECB. Beursgenoteerd vastgoed dat belegt in winkelpanden en woonzorgcentra gelegen in landen die niet het slachtoffer werden van het overmatige gebruik van hefboomen, heeft ondanks de positieve koersevolutie van de jongste jaren nog steeds potentieel. Niet alleen omdat de inkomsten van dit type bedrijven stabiel zijn en omdat ze goed tegen oplopende inflatie beschermen, maar ook omdat hun onmiddellijk rendement dat van heel wat andere roerende beleggingen ruim overtreft.

Geëffectiseerd vastgoed (winkelcentra, woonzorgcentra, opslagplaatsen) biedt nog steeds aantrekkelijke rendementsperspectieven. Bovendien beschermt het tegen inflatie.

II.6. Alternatieve beleggingen

Door de bank genomen hebben alternatieve beleggingen - waaronder afgeleide producten zoals hedgefondsen - sinds midden 2007 (het uitbreken van de financiële crisis) tot midden 2016 ontgoocheld. Hun prestatie is zelfs 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 10%, terwijl de HFRX Global Hedge Fund Index op een verlies staat van 9,5%. Dit is zonder meer een ontgoocheld resultaat.

De HFRX Global Hedge Fund Index vergeleken met aandelen, obligaties en fysiek goud van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2016 (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 doen¹¹. Daarom: **slechts het gebruik van derivaten met de bedoeling het neerwaartse risico af te dekken, is verantwoord.**

Behalve enkele schaarse uitzonderingen, hebben hedgefondsen hun rol noch tijdens de financiële crisis, noch nadien, 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 nadelen¹², zijn ze te mijden. De enige uitzondering betreft het gebruik van afgeleide producten zoals opties en termijncontracten om het neerwaartse risico in een portefeuille of beleggingsfonds af te schermen.

DEEL III - Besluit

1. De wereldeconomie 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 is de boosdoener. Niettemin blijven de economische vooruitzichten in de eurozone voorlopig positief gericht, zelfs na de beslissing van Groot-Brittannië om de Europese Unie te verlaten. De centrale vraag is hoe het creëren van nog veel meer schuld (o.a. via kwantitatieve versoepeling) de huidige macro-economische problemen kan oplossen.
2. Als aan de ene kant de schulden almaar verder oplopen en aan de andere kant consumenten en bedrijven maar met mondjesmaat consumeren en investeren, bestaan er op termijn slechts twee mogelijkheden. Ofwel wordt een belangrijk deel van de uitstaande schulden kwijtgescholden, ofwel

¹¹ 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.

¹² 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.

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. De tweede optie is als een stille moordenaar: bij een inflatie van pakweg 5% smelt de (overheids)schuld weg, zeker indien de te betalen rente geen gelijke tred houdt met de inflatiestijging. Moeilijkheid bij deze tweede optie is dat men inflatie niet op commando kan creëren. Als het extra gecreëerde geld wordt opgepot en geen aanleiding geeft tot het toekennen van meer leningen en kredieten en finaal dus tot een hogere vraag naar producten en diensten, blijft de prijsontwaarding op een laag niveau vastgeprikt. Dit is de toestand vandaag, waarbij zelfs opnieuw tijdelijk deflatie kan ontstaan (o.m. als gevolg van de laag blijvende energieprijzen) zo de economische activiteit vertraagt, of slechts flauw herneemt.

3. De Europese convergentiepolitiek heeft schipbreuk geleden op de klippen van de financiële crisis. De toekomst van de eurozone zoals ze vandaag bestaat, is meer dan ooit onzeker. Niet alleen om fundamentele macro-economische redenen kan men zich de vraag stellen of landen als Griekenland, Portugal en Spanje niet beter af zijn, indien ze (tijdelijk?) de eurozone verlaten om orde op zaken te stellen. De Verenigde Staten hopen nog steeds dat het extra creëren van schuld de weg effent naar een periode van langdurige economische groei. Weliswaar herneemt de woningmarkt er en is er voor geheel 2016 sprake van een opnieuw matige BBP groei. Vraag is in welke mate de geplande verdere renteverhogingen dit scenario doorkruisen. China groeit nog steeds tegen een behoorlijk tempo. Niettemin wordt ook dit land geconfronteerd met groeiende problemen door teruglopende vastgoedprijzen, de vrees voor een kredietbubbel en mindere exportprestaties.

4. De centrale banken van het Westen, Japan en China proberen de economie te ondersteunen 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 stichten. De nooit geziene geldcreatie, het opkopen van risicovolle effecten, 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. Bovendien staat hun geloofwaardigheid - bij gebrek aan overtuigende positieve bewijzen van de door hen gevoerde monetaire politiek - almaar meer onder druk.

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 schuldballoon, 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 echter niet. Deze overwegingen wettigen een voorzichtige beleggingsaanpak, gefocust op het beperken van het neerwaartse risico.

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 op de koop toe niet om de inflatie te compenseren, laat staan een reëel rendement af te leveren. Daarnaast zouden ze aanleiding kunnen geven tot zware kapitaalverliezen mocht de rente finaal flink aantrekken.

Obligatiebeleggingen van mindere kwaliteit (uitgegeven zowel door overheden als door bedrijven), zijn te mijden. 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. Ook aandelen hebben het moeilijk wanneer de conjunctuur tegenzit, maar bedrijven met een goede rating (met een stevige balansstructuur, met een wereldwijde aanwezigheid en actief in beloftevolle sectoren), zullen een eventuele moeilijke periode overbruggen zonder dat hun winstgevendheid al te zwaar achteruit gaat. Bovendien vertegenwoordigen dergelijke aandelen reële activa. Mocht op termijn de inflatie oplopen, dan bieden ze hiertegen bescherming. Dit betekent evenwel niet dat die effecten vrij zijn van wilde schommelingen (zie de koersontwikkeling na het bekend geraken van de Brexit). Dit is de prijs die men moet betalen om binnen 3 tot 5 jaar met gerust gemoed de komende inflatiepiek tegemoet te zien.

9. Sinds midden 2012 tot eind 2015 hebben de Westerse beurzen en die van Japan een forse opgang gekend. Maar sinds begin 2016 is hierin verandering gekomen met als resultaat een vlak tot negatief verloop; de terugval in de winstgevendheid van vooral Amerikaanse bedrijven in combinatie met grote politieke onzekerheden, zijn hieraan debet.

10. Als de wereldeconomie niet beduidend herstelt, zullen harde grondstoffen het moeilijk hebben hun recent herstel te bestendigen. Edelmetalen hebben sinds het jaarbegin uitstekend gepresteerd. Daarom is enige consolidatie op KT te verwachten. Op LT zijn edelmetalen echter een van de weinige echt betrouwbare keuzen als het erop aan komt de koopkracht van beleggingen veilig te stellen.

11. Het herstel van vastgoed o.a. dankzij de ultralage rente, gaat gestaag door. Niet alle sectoren hebben echter dezelfde perspectieven. De betere sectoren zijn die van topwinkelvastgoed, woonzorgcentra en opslagplaatsen. Dergelijke beleggingen combineren een aantrekkelijk dividendrendement met uitzicht op mooie meerwaarden, zeker in het 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 als het erop aan komt het neerwaartse risico binnen een portefeuille of beleggingsfonds af te schermen.

13. Tot slot dient onderstreept dat bovenstaande bondige bespreking op het vlak van de voor het komende halfjaar te verwachten beleggingsrendementen, 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.

© FRD nv - juli 2016. 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.