



RENDEMENT EN RISICO IN 2015

UPDATE JULI 2015



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. De 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 2015¹

I.1. Recente ontwikkelingen

Net zoals dat het geval was vorig jaar, hebben de wintermaanden 2014-2015 een zwakke economische groei laten zien in Noord-Amerika, in China en in enkele noordelijke eurolanden. Maar eveneens naar analogie met vorig jaar, is de consensusvisie - onder meer verwoord door het Internationaal Monetair Fonds (IMF) - dat deze dip slechts tijdelijk is en dat de groei van het wereldwijde BBP in de loop van 2015 zal versnellen. **De verklaring voor deze verwachte verbetering is vooral te vinden bij de sterk gedaalde prijs van ruwe olie.** Hoewel het zwarte goud in USD sinds begin dit jaar bijna 20% duurder is geworden, is de huidige prijs (rond 60 USD per vat) nog steeds zowat 1/3^{de} lager dan einde juni 2014. Meer specifiek wat betreft de eurozone, wordt de economie wellicht positief beïnvloed door de daling van de EUR tegenover de USD en door de agressieve monetaire versoepeling die de ECB sinds begin maart heeft opgestart (zie verder).

Anderzijds blijft het verwondering wekken dat de sinds meer dan vijf jaar toegepaste politiek van ultralage rente ('ZIRP - zero interest rate policy') samen met een reeks initiatieven van kwantitatieve versoepeling vanwege de grote centrale banken, geen grotere impact heeft gehad - laat staan heeft - op de economische groei. Zoals de cijfers infra aantonen is er momenteel weliswaar sprake van groei, maar deze groei ligt beduidend onder het groeipad van voor de financiële crisis van 2008. De vraag in welke mate deze groei te danken is aan de monetaire politiek van de centrale banken, is het onderwerp van debat. **Heel wat economen stellen dat de economie na enkele zwakke jaren sowieso aan herstel toe was**, terwijl vanuit de hoek van de centrale banken de eigen rol wordt bejubeld: nauwelijks was het nieuwe programma van kwantitatieve versoepeling van start gegaan of Mario Draghi, voorzitter van de ECB, verklaarde al dat het een groot succes was.

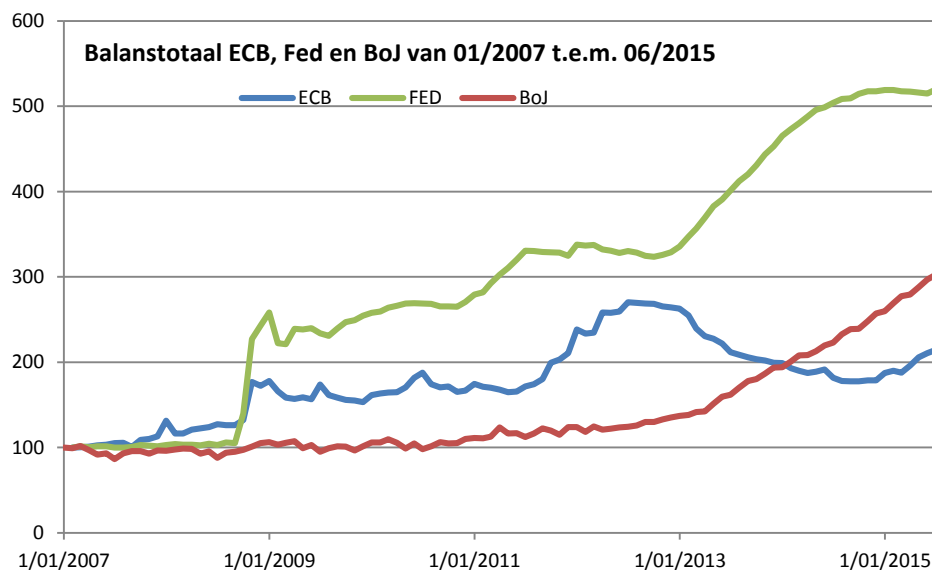
De rode draad tijdens het eerste semester 2015 waren de onderhandelingen tussen Griekenland en zijn geldschieters (IMF, Europese Unie en ECB). De feiten zijn hard: het Griekse BBP is in vaste prijzen van begin 2009 tot einde 2013 met meer dan 20% gedaald (recentere cijfers zijn nog niet beschikbaar), de overheidsschuld is per einde 2014 gestegen tot 174,5% van het BBP en de werkloosheid is toegenomen tot 25,6% van de beroepsbevolking (eveneens per einde 2014). Tegelijkertijd zijn de wettelijke pensioenen gekort met gemiddeld meer dan 30% per persoon en heeft de Griekse bevolking meer dan 30 miljard EUR van haar bank- en spaarrekeningen gehaald uit vrees voor instabiliteit van het financiële stelsel. **Dit 'palmares' getuigt op de eerste plaats van het failliet van de verschillende herstelprogramma's die Griekenland al sinds 2010 onder leiding van het IMF heeft doorgevoerd.** Als dergelijke zware inspanningen niet volstaan om terug aanknopingspunten te vinden bij economische groei, waarom dan nog meer van hetzelfde medicijn nemen? Daarom hoeft het niet te verbazen dat de Griekse parlementsverkiezingen van januari 2015 hebben geleid tot een grondverschuiving die Syriza aan de macht heeft gebracht, een partij die als belangrijkste agendapunten heeft het beëindigen van de opgelegde besparingen en het teruggeven van enig toekomstperspectief aan het geplaagde land. De internationale geldschieters met het IMF op kop blijven echter de terugbetaling van de verstrekte leningen eisen. Het referendum dat de Griekse regering heeft georganiseerd met de vraag of bijkomende besparingsinspanningen en belastingen aanvaardbaar zijn, heeft tot het verwachte 'nee' resultaat geleid. Het afwijzen van deze bijkomende inspanningen betekent dat de toekomst van het land binnen de eurozone uiterst onzeker wordt. **De Gordiaanse knoop is de Griekse schuldenberg.** Zelfs maar de verdere financiering ervan (laat staan het aflossen van de uitstaande schuld), is onmogelijk. Daarom is een noodzakelijke voorwaarde - zo de Europese Unie Hellas binnen de eurozone wil houden - dat een groot deel van deze schulden wordt kwijt gescholden of tenminste herschikt (lees: kapitaalaflossingen worden met minimum tien jaar verdaagd, de rente wordt verlaagd en gedurende

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

minimum vijf jaar wordt iedere rentebetaling gekapitaliseerd). Vraag is of dit een haalbare kaart is voor landen als Italië en Spanje (en ook België...) die zelf met een mega schuldenprobleem zijn geconfronteerd... Bovendien liggen de schuldherschikkingen die Griekenland nodig heeft om binnen de eurozone te overleven, politiek gevoelig in de noordelijke eurolanden. De uitkomst van dit politieke, economische en financiële kluwen is koffiedik kijken. Het beloven dan ook spannende weken en maanden te worden die de volatiliteit op de financiële markten ongetwijfeld sterk zullen verhogen.

1.2. De ECB en haar laatste programma van kwantitatieve versoepeling: een nieuwe slag in het water?

Nu gebleken is dat de politiek van ultralage rente nauwelijks voor hernieuwde economische groei zorgt, neemt ook de ECB haar toevlucht tot het zogezegde nieuwe wondermiddel, het massaal 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 trein (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. Dit blijkt duidelijk uit de ontwikkeling van het balanstotaal van de drie grootste centrale banken.



Daar waar de Fed en de BoJ (resp. de groene en rode lijn) hun balanstotaal sinds begin 2009 stelselmatig hebben verhoogd, is er wat de ECB betreft sinds juni 2012 sprake van afbouw. Pas sinds maart van dit jaar zwelt haar balans opnieuw aan a rato van 60 miljard EUR per maand. Dit betekent dat de politiek van onbeperkte schuldcreatie op wereldschaal wordt verder gezet, terwijl nochtans de positieve effecten ervan in twijfel worden getrokken. Opnieuw heeft de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) - die men kan omschrijven als de centrale bank van de centrale banken - in haar jaarverslag over 2014 gewaarschuwd voor deze evolutie. De BIB vreest dat de wereldeconomie is terechtgekomen in een quasi permanente staat van inefficiëntie, gekenmerkt door ultralaag blijvende rentevoeten, nog steeds stijgende schuldenniveaus, afzwakkende productiviteitsgroei en fragiele overheidsfinanciën. De oorzaak van deze aanslepende malaise legt de BIB bij de diepe wonden die de

herhaalde financiële crisissen in het economische weefsel hebben geslagen. Bij het aanpakken van deze crisissen hebben de beleidsvoerders veel te veel de nadruk gelegd op de korte termijn; ze zijn de evenwichten op de lange termijn uit het oog verloren.

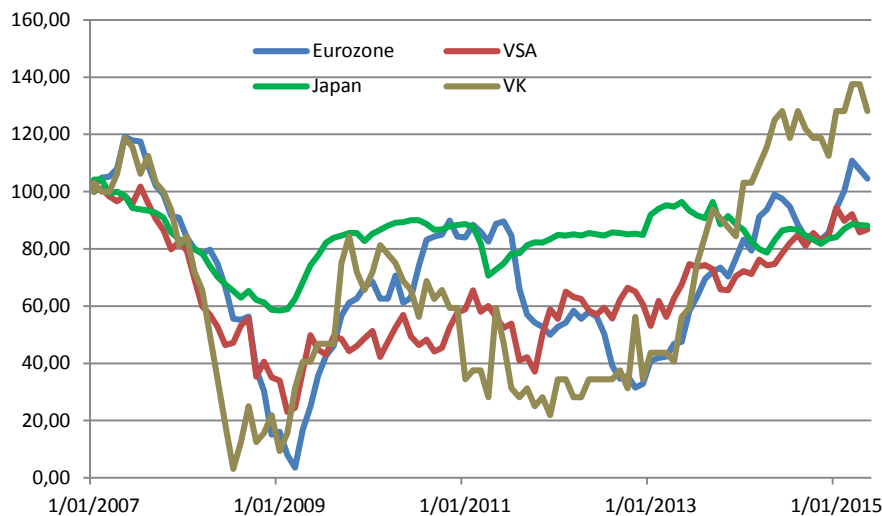
Een van de gevaarlijkste ontwikkelingen van het goedkope geldbeleid van de grote centrale banken samen met hun herhaalde programma's van kwantitatieve versoepeling, is dat de problemen van de Westerse landen en van Japan meer en meer de opkomende landen 'besmetten'. Brazilië is hiervan een voorbeeld, maar ook China dreigt zich vast te rijden in een oceaan van goedkoop krediet (zie verder). De mechanismen die hiervoor zorgen, zijn de wisselkoersen en de internationale geld- en kapitaalstromen. Een land als Brazilië bv. heeft nood aan een hoge rentevoet om de interne inflatie te beteugelen. Echter, die hoge rentevoeten trekken buitenlands kapitaal aan op zoek naar hogere rendementen dan de schamele bedragen die in EUR, JPY of USD ter beschikking staan. Gevolg: de Braziliaanse real wordt omhoog gestuwd zodat de export van dit land wordt bemoeilijkt. Dichter bij huis heeft Zwitserland hetzelfde scenario ondergaan. Begin dit jaar diende de Zwitserse Nationale Bank de vaste wisselkoers met de EUR los te laten. Sindsdien noteert de CHF meer dan 15% duurder tegenover de EUR en heeft de Zwitserse export het moeilijk.

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 de gedachte dat nog veel meer schuld maken de oplossing is voor een schuldenprobleem.** In plaats van nog maar eens een rondje QE te dansen (wat momenteel de ECB en de BoJ doen), 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 (bv. de vluchtelingenstroom naar Europa vanuit Afrika en Azië en de impact hiervan op de stelsels van sociale zekerheid) en de verkeerde monetaire politiek van de grote centrale banken, leiden tot het besluit dat de economie in het Westen en in Japan nog veel jaren geconfronteerd zal zijn met lage BBP groeicijfers.**

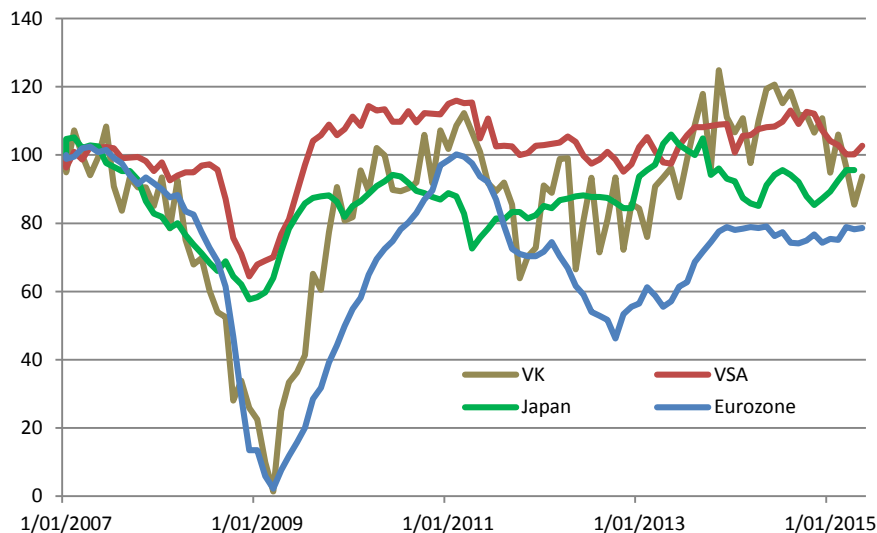
1.3. Actuele stand van zaken

Zoals de voorbije jaren gebruikelijk was, zien een aantal gerenommeerde instituten (EU, IMF, Wereldbank) de wereldeconomie in de loop van dit jaar verder 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. De gezondheid van de economie van de Westerse wereld en van Japan, wordt o.a. weerspiegeld in het consumenten- resp. producentenvertrouwen.

a) Consumentenvertrouwen van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2015



b) Producentenvertrouwen van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2015

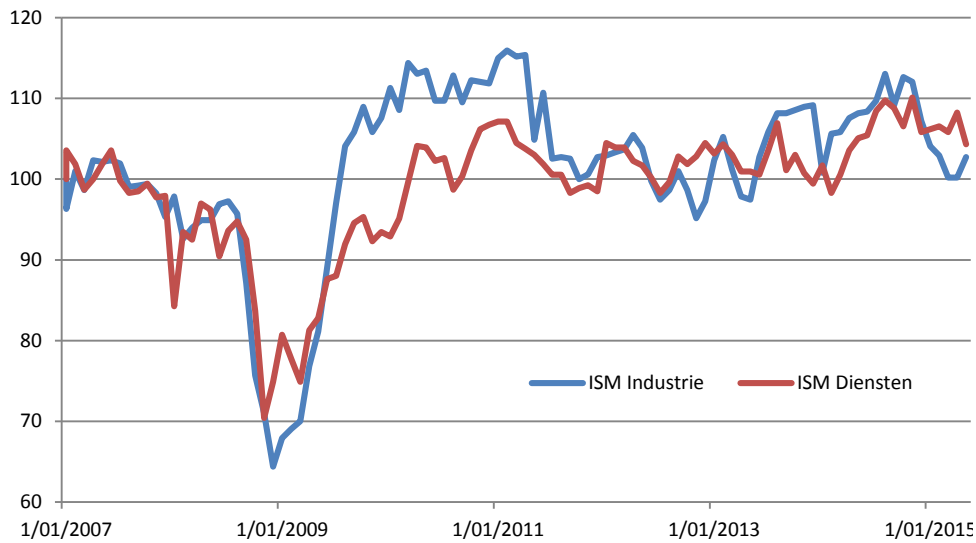


Beide grafieken geven tot begin 2013 hetzelfde beeld: tijdens de financiële crisis van eind 2008 - begin 2009 verschrompelt het vertrouwen van consumenten en producenten. In maart 2009 begint het herstel. Echter, van 2011 tot begin 2013 is er een nieuwe verzwakking. Sindsdien zit het consumentenvertrouwen in de lift, met uitzondering van Japan. Het recente verloop van het producentenvertrouwen laat een vlakker beeld zien. Sinds enkele kwartalen is er in Groot-Brittannië zelfs sprake van een terugval. Het divergerend verloop van de vertrouwensindices geeft aan dat een sterk economisch herstel niet voor morgen is.

Bedrijvigheid in de Amerikaanse industrie- en dienstensector van 1 januari 2007 t.e.m. 31 mei 2015

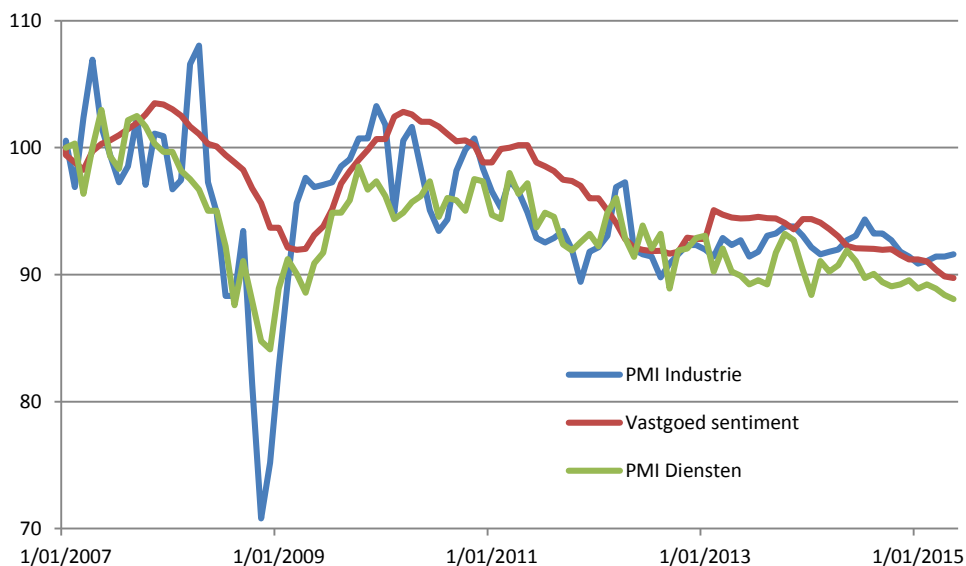
De bedrijvigheid in de nijverheid- en dienstensectoren zoals gemeten door het Institute for Supply Management (ISM) herneemt scherp na de implosie van eind 2008 - begin 2009 (zie grafiek op de volgende bladzijde). Maar vanaf begin 2011 draait de wind. Sindsdien evolueren beide indices zijdelings met recent een duidelijke neerwaartse dip vooral wat betreft de industriële bedrijvigheid. Dit blijft een merkwaardige evolutie in het licht van de grote stimulusinspanningen van zowel de Amerikaanse federale overheid als van de Fed. Nu de Fed de korte rente met mondjesmaat gaat verhogen, is het de vraag hoe deze bedrijvigheidsindicatoren hiermee zullen omgaan. Zouden ze

verder terugvallen, dan is het waarschijnlijk dat de Amerikaanse renteverhogingen beperkt blijven tot enkele eerder symbolische aanpassingen.



Een ander beeld dan het Westen en Japan, geeft de Chinese economie. Zoals enkele belangrijke graadmeters aantonen (zie onderstaande grafiek)², 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 maar blijft afbrokkelen.

Bedrijvigheid in de Chinese industrie- en dienstensector, en de vertrouwensindex in de vastgoedsector van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2015



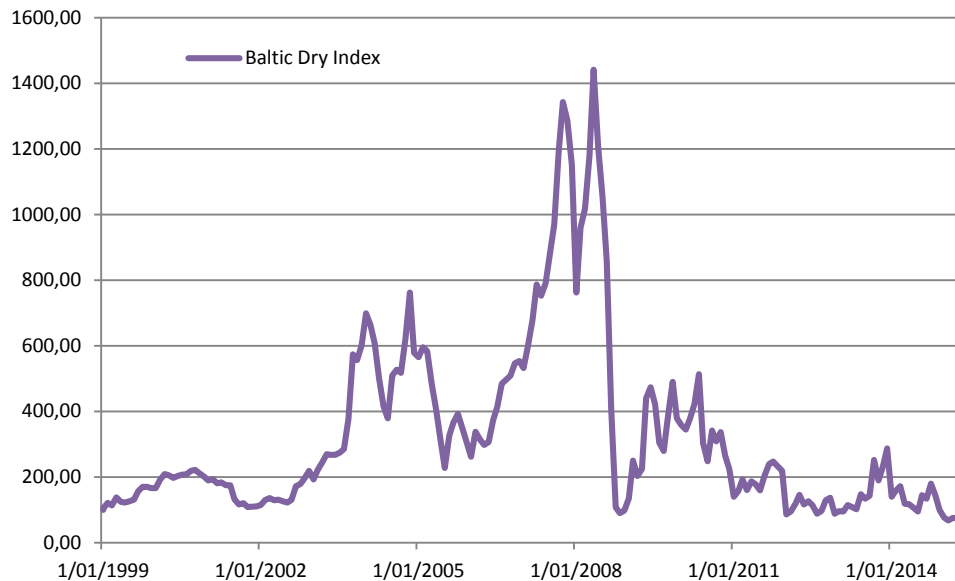
Hoewel het Chinese BBP volgens het IMF op jaarbasis nog steeds fors groeit, blijkt uit hoger vermelde indicatoren dat deze groei almaar meer onder druk staat. Verhalen over spooksteden volgebouwd met nieuwe huizen maar quasi onbewoond of het grote bedrag aan niet-invorderbare bankkredieten, doen de wenkbrauwen fronsen. Een van de grootste hindernissen om een correct beeld te krijgen van de

² PMI staat voor 'Purchase Managers Index', graadmeters die de verwachte ontwikkeling van de industriële activiteit en van de dienstensector weergeven. Deze indices worden opgesteld op basis van de inschattingen van de aankoopdirecteuren.

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 de controle van de centrale bank staan, maar die niettemin volop o.m. 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 maar teruglopen.**

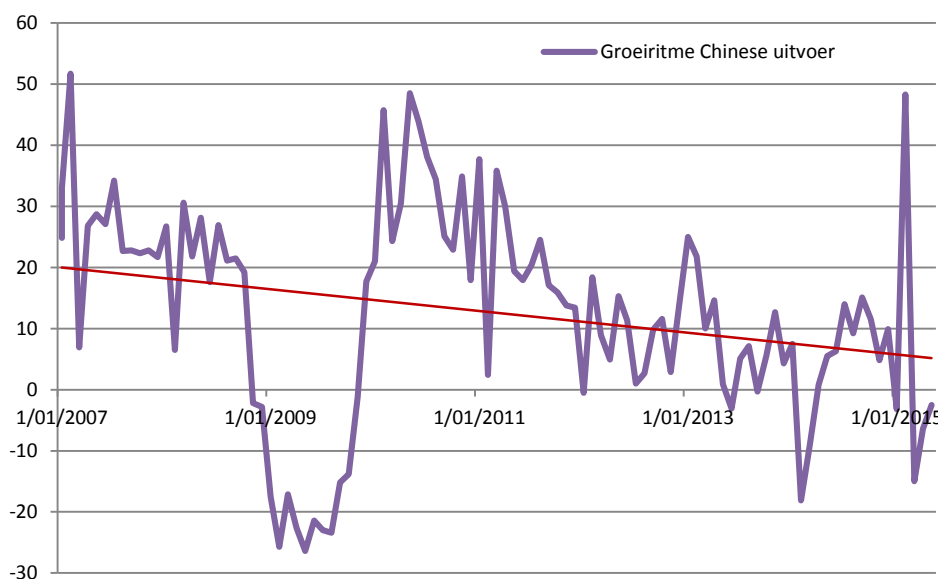
Tenslotte nog twee indices die informatie geven over de stand van de wereldhandel, de 'Baltic Dry Index' en de ontwikkeling van de Chinese uitvoer (die vooral op Europa en Noord-Amerika is gericht).

a) de 'Baltic Dry Index' van 1 januari 1999 t.e.m. 30 juni 2015



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 spraak.

b) de groei van de Chinese uitvoer van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2015 (jaarlijkse 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% op jaarbasis. De essentie is dat de groeivoet van de Chinese uitvoer al sinds begin 2007 dalend is gericht; 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 verhoopte 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 (van stukken van topkwaliteit tot en met rommelobligaties) en in nieuwe historische maxima o.a. van de Dow Jones Industrials, de S&P 500 en de DAX beursindices.

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 financiële sector en de overheid gebaat, die zich tegen nooit geziene ultralage rentevoeten - tot zelfs negatieve - kunnen 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 rentevoeten te verhogen. Integendeel - zoals de ECB sinds maart van dit jaar 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. Dit zal o.m. de overheidsfinanciën in stormweer doen terechtkomen. Andere gevolgen zullen zijn dat de financiële markten op hun grondvesten daveren en dat de reële economie zwaar terugvalt. **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. Vooral de BoJ lijkt momenteel deze weg op te gaan, en ook de ECB werkt in die richting door maandelijks voor ongeveer 60 miljard euro overheidsobligaties uit de markt te nemen. Niettemin, ook hier rijst de vraag hoe de reële economie zulke programma's zal 'verteren'.

Hoewel vandaag de schuldenproblematiek en de monetaire politiek een fundamenteel 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 (en onder voorbehoud dat de situatie in Griekenland niet helemaal ontspoot...), is het niet meer dan normaal dat het BBP opveert. Zonder het structureel terugschroeven van vooral de overheidsschulden, is een solide en permanente economische opleving echter uitgesloten.

Een andere manier om de schuldenproblematiek op te lossen is door inflatie te creëren; een mantra die tot vervelens toe door alle grote centrale banken wordt gezongen. **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.' Integendeel, o.m. als gevolg van de scherpe daling van de prijs van een vat ruwe olie in de 2^{de} helft van 2014, is het sterk oplopen van inflatie quasi uitgesloten. Niettemin lijkt de periode van deflatie voorbij. Zo steeg de Belgische inflatie in juni 2015 tot 0,63% op jaarbasis. Dit is weliswaar nog ruim onder de doelstelling van de ECB (een inflatie net onder of dicht bij 2% op jaarbasis), maar toch een duidelijk positief cijfer. Kijkt men naar de economie vanuit een meerjarige optiek, dan verandert dit beeld. De massale geldcreatie door de ECB (ten bedrage van in principe 1.080 miljard EUR over de periode maart 2015 tot september 2016) verhoogt de monetaire basis in aanzienlijke mate. **Er komt een ogenblik dat dit extra geld de reële economie (de productie van goederen en diensten) bereikt. Gelet op een productie die slechts beperkt kan toenemen, zal dit aanleiding geven tot het oplopen van het prijzenpeil.** Dan wordt de hamvraag hoe de centrale bankiers erin zullen slagen de geldhoeveelheid terug te schroeven met de bedoeling uit de hand lopende inflatie te vermijden. Gelet op de problematiek van de nog steeds groeiende overheidsschulden, is het onwaarschijnlijk dat ze hierbij veel enthousiasme aan de dag zullen leggen. Tenslotte hebben de overheden er een duidelijk belang bij dat de inflatie oploopt zodat hun torenhoge schulden in termen van koopkracht worden uitgehold...

De wereldeconomie kent de komende kwartalen een licht hogere groei. Bovendien, in het voordeel van de eurozone spelen de zwakkere wisselkoers en de lagere energieprijzen. Vrees voor sterk aantrekkende inflatie hoeft er voorlopig niet te zijn. Op langere termijn (5 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 oplopende inflatie, al kunnen schuldherschikkingen en -kwijtscheldingen niet worden uitgesloten (Griekenland?). De grote slachtoffers hiervan dreigt iedereen te worden die belegt in schuldinstrumenten zoals spaarboekjes, kasbons en tak 21 polissen.

DEEL II - Beleggen in het 2^{de} halfjaar 2015

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 zgn. eeuwigdurende leningen. Deze obligaties dragen een hogere rentevoet, maar deze rente is meestal voorwaardelijk (de bank moet bv. winst maken). Het vreemd vermogen van een bank bestaat uit klantendeposito's, uit spaarboekjes en kasbons, uit niet-achtergestelde obligatieleningen, uit kredieten vanwege de ECB, uit kredieten vanwege andere financiële instellingen, uit andere ontvangen financieringen en uit diverse schulden zowel aan de overheid, aan het personeel, als aan derden.³ Wanneer nu de actiefzijde van de balans aan waarde inboet (bv. 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 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.** 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 gezondheid van de banken

³ In België maken tak 21 producten eveneens deel uit van het vreemd vermogen van een bank-verzekeraar. 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 problemen krijgt, worden de polishouders dankzij deze aanpak nooit verontrust.

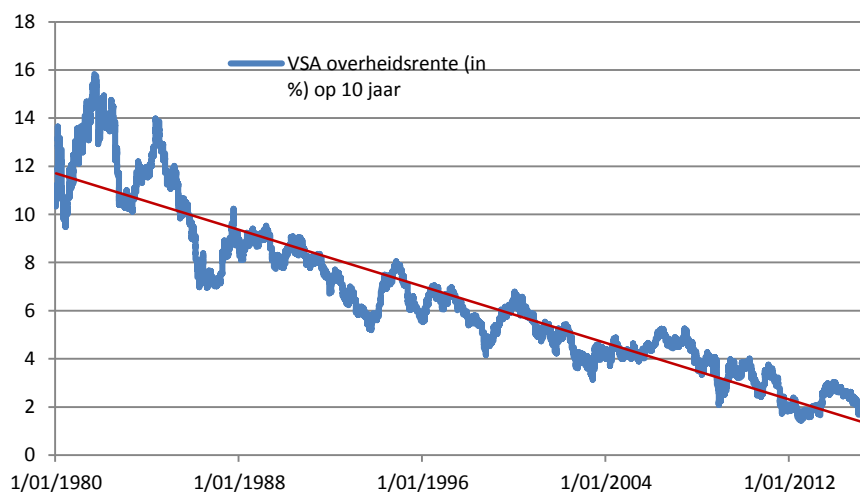
moet worden hersteld, bestaat er niet de minste twijfel over dat de centrale banken van de grote monetaire blokken (eurozone, Japan en de Verenigde Staten) hun korte tarief de komende kwartalen niet (ECB, BoJ) of nauwelijks (Fed) zullen verhogen. Het basistarief op korte termijn in alle grote monetaire zones noteert op historische dieptepunten. 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 - 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, lage 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.** Na Cyprus in maart 2013 waar deposito's boven 100.000 EUR dienden in te leveren, is het de vraag wat Griekse spaarders te wachten staat...

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. Afbliven!

II.3. 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 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, zelfs rekening gehouden met de lichte stijging sinds midden 2013.

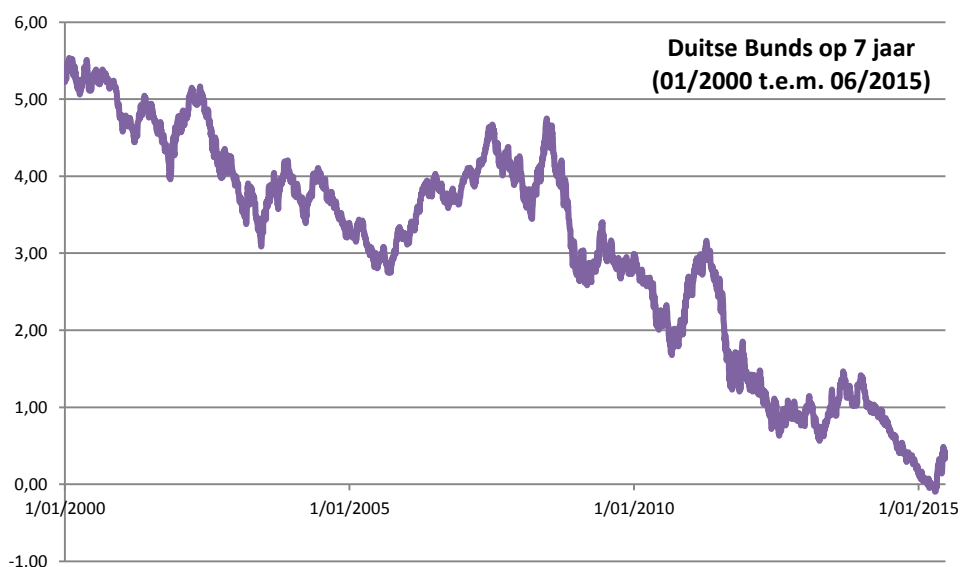
De rente (in percent) op Amerikaanse overheidsobligaties met een resterende looptijd van 10 jaar van 1 januari 1980 tot 30 juni 2015



De laatste waarneming op deze grafiek dateert van 30 juni 2015. Met 2,43% ligt de rente ca. 0,8% procentpunt 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%, bereikt op 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 meer dan 30 jaar geleden inzette, lijkt - ondanks soms opwaartse correcties - nog steeds door te zetten (zie toegevoegde trendlijn), al is sinds een paar jaar misschien sprake van uitbodeming. Anderzijds 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 overall 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 noteerden half april 2015 zelfs tegen een negatief rendement van 0,10%. M.a.w. beleggers betaalden 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 60 miljard EUR over de verschillende EUR lidstaten moet worden verdeeld. Omdat enerzijds de ECB obligaties opkoopt die een negatief rendement dragen van maximum 0,20% tot eindvervaldag en anderzijds het aanbod van zulke stukken beperkt is (om allerlei redenen zijn lange termijn obligatiebeleggers niet geneigd zelfs tegen hoge prijzen afscheid van hun stukken te nemen), konden dergelijke aberrante rendementen tot stand komen. Deze anomalie heeft echter niet lang geduurd. Einde juni 2015 bedroeg de rente van dergelijke effecten 0,41%, wat vergeleken met twee maanden eerder een sterke stijging is. Dit bewijst dat de markt nog steeds bepalend is voor de waardering van lange termijn overheidsleningen in EUR, zelfs indien de ECB in het kader van de QE massaal deze stukken opkoopt⁴. In dit kader hoeft eraan te

⁴ De ECB kan weliswaar massaal EUR overheidsobligaties opkopen, maar de munitie waarover ze beschikt is niet eindeloos. Voor lange termijn overheidsobligaties zijn het nog steeds de inflatieverwachtingen, samen met de verwachte economische groei die bepalend zijn voor het renteniveau. De monetaire politiek van een centrale bank is vooral van belang voor de rente

worden herinnerd dat de koersgevoeligheid van obligaties toeneemt met de 'duration'⁵. Als de rente op langlopende obligaties stijgt, kunnen de koersverliezen 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 betalen geen tot een negatieve rente (!), maar beschermen dankzij hun korte 'duration' tegen mogelijk kapitaalverlies.

Overheidsobligaties van mindere kwaliteit (en men hoeft niet veel sporten op de ratingladder af te dalen vooraleer men deze effecten ontmoet), 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 vertragingen rond het invoeren van bijkomende besparingen. Hierdoor zal België in 2015 wellicht een hoger tekort dan 3% van het BBP laten optekenen en zal de overheidsschuld verder oplopen tot zowat 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 terug gevallen en noteert bv. de Spaanse tienjarige rente lager dan de Amerikaanse. Nochtans zijn de Spaanse economische fundamentals 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 soms 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 betalen⁶.

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

op korte termijn; hoe langer de resterende looptijd, hoe meer het gewicht van de markt speelt. Anderzijds zijn een aantal markten van overheidspapier in de eurozone zo klein (cf. Portugal, maar ook België), dat de opkoopacties van de ECB wel degelijk een sterke impact hebben.

⁵ 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 $1\% \times \text{de 'duration'}$.

⁶ 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.

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 financiële handboeken 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 toeneemt⁷. **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 2015, 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 (resterende looptijd maximum drie jaar) uitgegeven door kwaliteitsvolle emittenten, zijn aanvaardbaar.

II.4. 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 meer en meer 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 zo eenvoudig door de overheid worden gemanipuleerd⁸, 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.

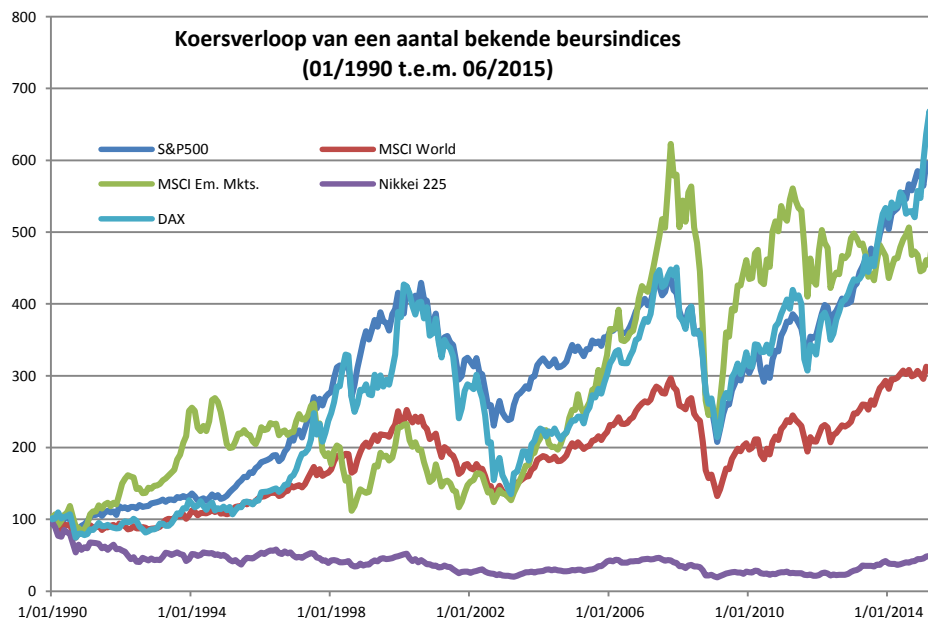
- De historische winstontwikkeling en de winstverwachtingen.
- Het actuele en toekomstige dividendrendement.
- De koers/winstverhouding (K/W - P/E) en de voortschrijdende K/W verhouding gecorrigeerd voor inflatie (de Shiller K/W verhouding). Een K/W tussen 12 en 15 wordt beschouwd als een normale waardering.
- 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.

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

⁸ Niettemin doet bv. de Japanse centrale bank 'loffelijke' pogingen in die richting door het opkopen van op de beurs genoteerde aandelen, o.v.v. ETF's.

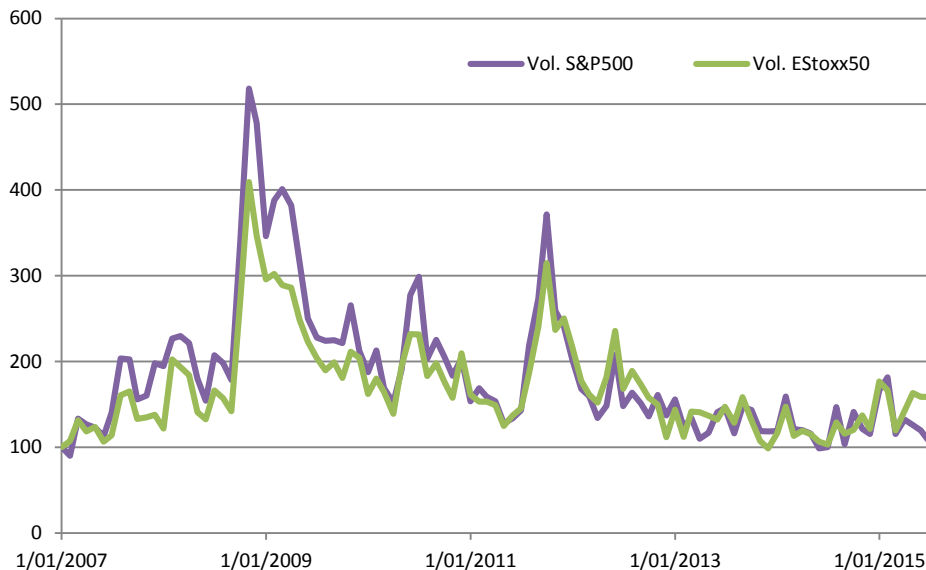
- De macro-economische omgeving en verwachtingen (groei van het BBP, inflatie, vertrouwen van consumenten en producenten, beleid van de centrale banken,...).
- De micro-economische verwachtingen (In welke sector is het bedrijf actief? Hoe positioneert het bedrijf zich tegenover de concurrentie? Zijn liquiditeit en solvabiliteit oké? Hoe evolueren de winsten?).
- Het 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 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 ligt 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, blijken vooral de DAX en de S&P500 einde juni hoog te noteren: recent zetten ze historische topkoersen neer⁹.



Plaatst men bovenstaande koersevolutie tegenover de nog steeds vrij matige economische groeiverwachtingen 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 (verwachte) 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 hoog 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? Deze houding komt tot uiting in het verloop van de volatiliteitsindicatoren zoals de VIX die de volatiliteit meet van de S&P500, of de VStoxx die hetzelfde doet voor de Euro Stoxx 50 index. Het koersverloop sinds begin 2007 tot einde juni 2015 van beide indicatoren is als volgt.

⁹ 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.



De koers van beide volatiliteitsindices staat ongeveer op het peil van begin 2007, en dit reeds gedurende verschillende jaren. Beleggers zijn er blijkbaar van overtuigd dat Griekse of Oekraïense 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 noteren, 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 verdere rentestijging kan niet worden uitgesloten. Een centrale bank zoals de ECB kan weliswaar de lange rente d.m.v. kwantitatieve versoepeling naar beneden hameren, maar dit kan ze niet ad infinitum doen. Mocht bv. 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.

Het voorgaande 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 opnieuw 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 aflossing ervan quasi 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.

Van zodra de markten zich realiseren dat de handen van de grote centrale banken in de strijd tegen oplopende inflatie gebonden zijn, zal twijfel in de beleggersrangen sluipen. Daarom is de richting waarin de aandelenkoersen de komende maanden evolueren, niet eenduidig te bepalen. Momenteel is het beleggersoptimisme - ondanks Griekenland - nog steeds hoog en kunnen de beurzen

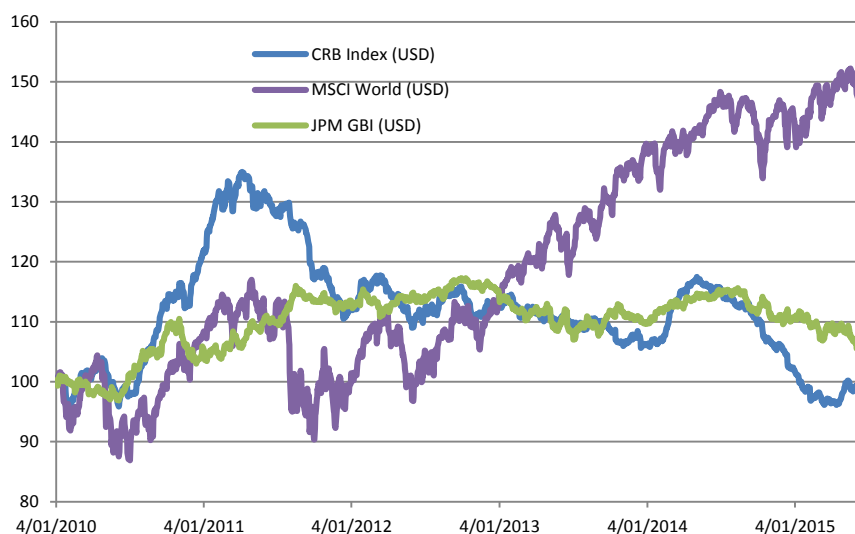
inderdaad nog verder stijgen. Maar dit zou de stilte voor de (aandelen)storm komende herfst kunnen zijn. Het is daarom essentieel dat aandelenbeleggingen worden afgedekt. Dit kan op verschillende manieren gebeuren, maar **het toepassen van een automatisch ingrijpende stop loss techniek heeft bewezen 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 optimisme van de beleggers met op de achtergrond het aantrekkende herstel van de economie vooral in de eurozone. Naar algemene verwachting zullen de beurskoersen verder stijgen. De politiek van ultralage rente en massale geldcreatie is echter niet eindeloos houdbaar. Daarom is het toepassen van een stop loss techniek onontbeerlijk, temeer daar risico's zoals de ontwikkelingen in Griekenland of de beduidend verzwakkende Chinese groei hun schaduw vooruit werpen.

II.5. Grondstoffen

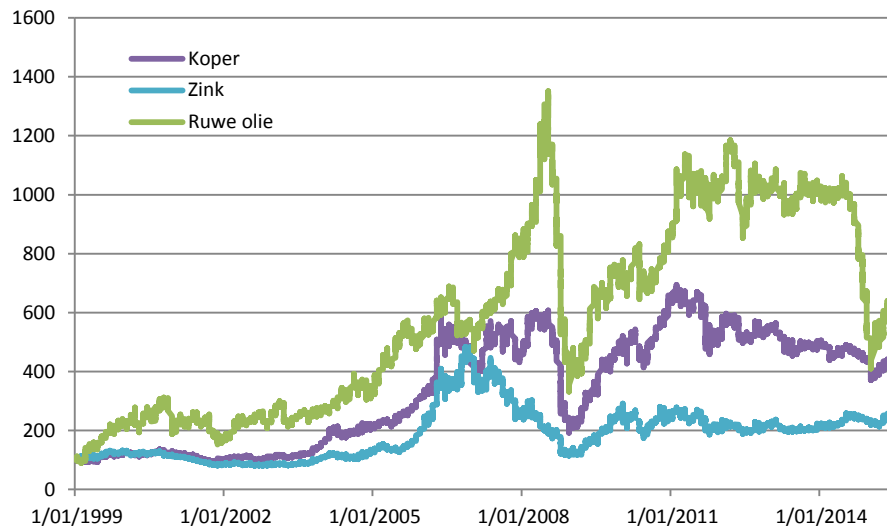
Sinds de crisis van 2008-2009 is de prijsontwikkeling van grondstoffen duidelijk achtergebleven bij die van aandelen en obligaties. Dit blijkt uit onderstaande grafiek die de FTSE CRB grondstoffenindex (USD) vergelijkt met de MSCI World USD (aandelen) en de JPMorgan Government Bond Index USD (obligaties).

Aandelen, obligaties en grondstoffen met elkaar vergeleken van 1 januari 2010 t.e.m. 30 juni 2015



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 2015 noteert hij nauwelijks hoger dan begin januari 2010. Dit is een indicatie dat - net zoals de Baltic Dry Index aantoont (zie hoger) - de wereldeconomie er nog steeds niet bovenop is. Maar 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 nog 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 2015

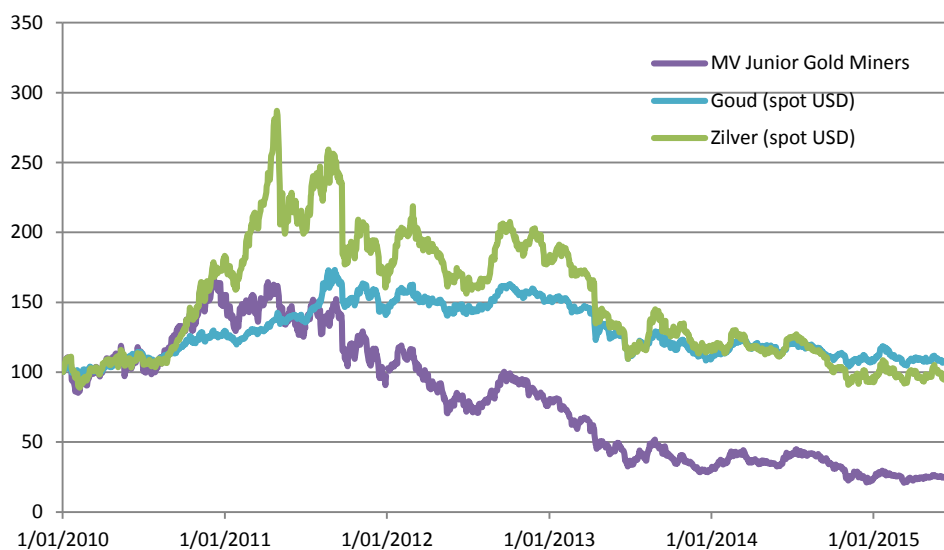


Blijkt dat de prijsevolutie sinds begin 1999 van koper, ruwe olie en zink het zwakke prijsverloop van de brede CRB grondstoffenindex vanaf begin 2011 bevestigt: de prijzen zijn sinds 2011 vlak tot dalend gericht. Vooral de prijsontwikkeling van ruwe olie en koper baart zorgen. Ruwe olie is een van de 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 40% lager noteren. **Hoewel grondstoffen op een termijn van drie jaar en langer wellicht (sterk) in prijs zullen stijgen, ligt een 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 financiële 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 zwaar onderuit gehaald, zoals de grafiek op de volgende bladzijde aantoont (inclusief een tracker die de koersevolutie van junior goudmijnaandelen volgt).

Na de pieken van begin 2011 zitten fysiek goud en zilver nog steeds in een dalende trend met koersverliezen die oplopen tot meer dan 65% (zilver) en bijna 50% (goud). De koersen van junior goudmijnaandelen (d.w.z. aandelen van bedrijven op zoek naar edelmetalen) zijn ingestort. Tegenover de toppen van begin 2011 bedraagt hun verlies meer dan 85%. **De vraag is wat te verwachten van het toekomstige rendement van deze beleggingen.** Een eerste overweging betreft het verband tussen de 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. Steeds meer mijnen zijn tegen de huidige prijzen niet langer rendabel en zullen worden gesloten. **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.

De prijsevolutie van goud, zilver en van een goudmijntracker van 1 januari 2009 t.e.m. 30 juni 2015



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 zullen beginnen te 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 reservemunt niet is uitgespeeld.

Hoewel op korte termijn de prijstrend van edelmetalen onduidelijk is en onder invloed van de lage inflatie en afnemende risicoaversie nog verdere correcties mogelijk zijn, is het waarschijnlijk dat goud en zilver op lange termijn flink hoger noteren.

De grondstoffenprijzen zitten nog steeds in een 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, oorlogsdreiging) resulteren tot nog toe niet in het verlaten van deze negatieve trend. Wat de edelmetalen betreft en ondanks de zware correctie sinds begin 2011, hebben goud en zilver vanuit een LT perspectief een plaats in iedere portefeuille¹⁰. Ze zorgen voor diversificatie en daardoor voor een lagere risicograad. Op korte termijn is hun prijsevolutie echter moeilijk in te schatten. Het lijkt erop dat zowel de goud- als de zilverprijs uitbodemen, maar indien de inflatie niet aantrekt is een herneming van de dalende trend te verwachten.

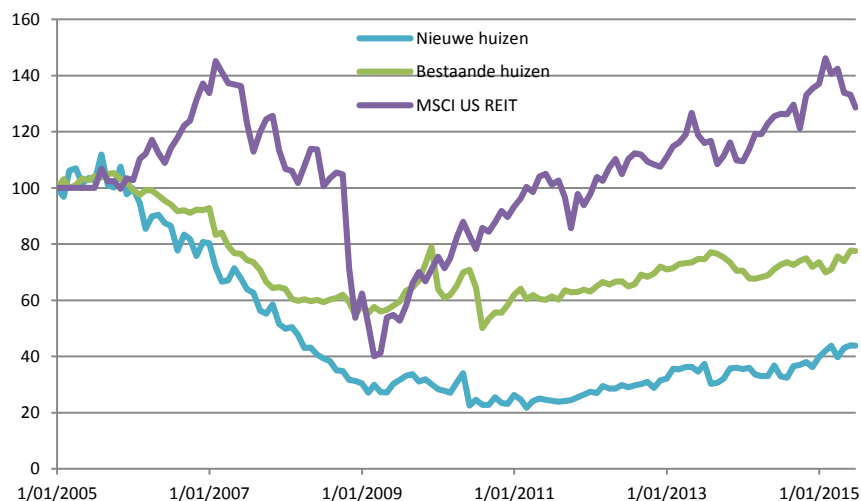
¹⁰ Hier worden uitsluitend fysiek goud en zilver bedoeld. Zoals de grafiek met de MV Junior Gold Miners aantoont, is beleggen in goudmijnaandelen veel risicovoller.

II. 6. Vastgoed¹¹

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 belangrijke 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 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 Staten¹². Het Amerikaanse vastgoed heeft sinds midden 2012 met een herstel aangeknoopt. Volgende grafiek die de geïndexeerde evolutie weergeeft van de verkoop van nieuwe en bestaande eengezinswoningen van begin 2009 (het dieptepunt van de crisis) tot en met juni 2015, laat zien dat de verkoop van nieuwe en bestaande woningen nog steeds ver weg is van het peil van begin 2005. De achterstand met de topjaren (2003-2005) blijft zeer groot. **Niettemin lijkt aarzelend de weg naar boven te zijn ingeslagen.** 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 is deze index meer dan in waarde verdubbeld. Maar dit is vooral een illustratie van de zoektocht naar rendement. Deze index noteert op 30 juni 2015 tegen een forse K/W verhouding van 34,1, terwijl de gemiddelde boekwaarde slechts ongeveer 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 2015)



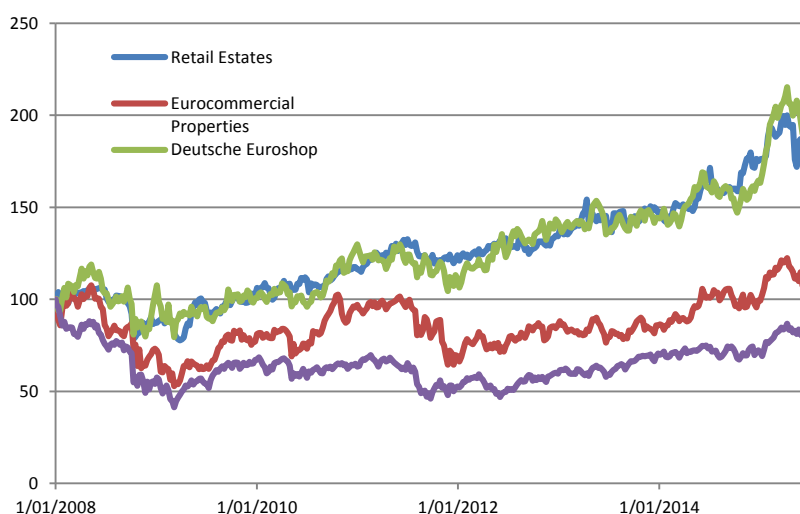
Zoals in de Verenigde Staten, werden de vastgoedmarkten in o.a. Ierland, Nederland en Spanje eveneens slachtoffer van het gebruik van een te grote hefboom. In deze landen staan vastgoedbeleggingen nog steeds onder druk, niet in het minst omdat banken minder gemakkelijk hypotheekleningen verstrekken (Ierland, Spanje), of omdat de overheid sleutelt aan de fiscale

¹¹ 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.

¹² De Chinese vastgoedmarkt is ook belangrijk, maar is onder geëffectiseerde vorm niet gemakkelijk toegankelijk.

behandeling van private vastgoedinvesteringen (Nederland). Niettemin is ook hier sprake van voorzichtig herstel. **Wat vastgoed betreft, is selectiviteit meer dan ooit op haar plaats.** Sommige subsectoren koppelen solide vooruitzichten aan nog steeds interessante waarderingen. Dit betreft o.a. winkelvastgoed, opslagplaatsen en rusthuizen. Volgende grafiek geeft de koersevolutie weer van Eurocommercial Properties (een beursgenoteerd 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 2015 met de Euro Stoxx 50 index (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 2015



Midden 2015 noteert de Euro Stoxx 50 PR index - ondanks de hausse sinds zowat midden 2012 - nog steeds ongeveer 20% lager dan begin 2008. Voor de drie vastgoedfondsen is de crisis echter meer dan verteerd. Vooral Deutsche Euroshop en Retail Estates noteren merklijk hoger (beide rond +80%) en dit zonder rekening te houden met de uitgekeerde dividenden die op een beduidend hoger niveau liggen dan deze van de Euro Stoxx 50 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 2015 is het teruggevallen tot 4,3%. Maar dit is natuurlijk nog steeds een stuk hoger dan de rente op lange termijn van een Belgische overheidsobligatie. Beursgenoteerd vastgoed dat belegt in winkelpanden en rusthuizen 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.

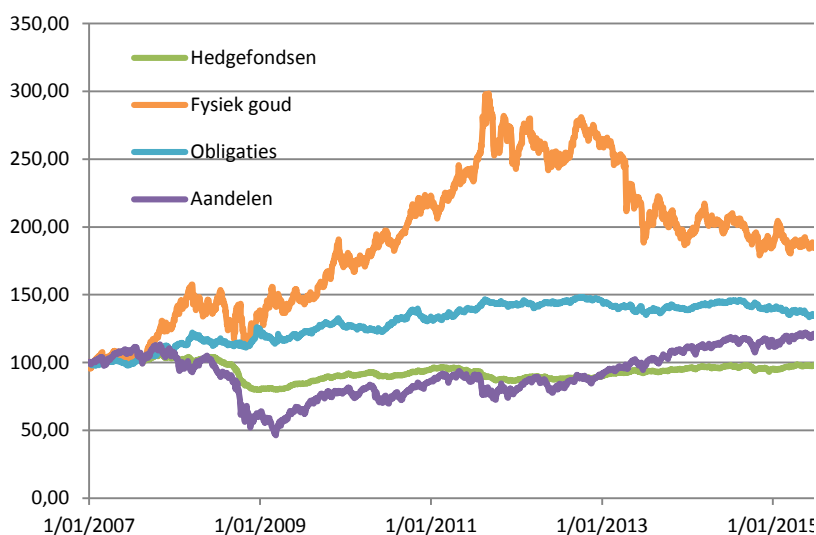
Geëffectiseerd vastgoed (winkelcentra, rusthuizen, opslagplaatsen) biedt nog steeds aantrekkelijke rendementsperspectieven. Bovendien beschermt het tegen inflatie.

II.7. 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 2015 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 - ondanks de zware correctie van de laatste jaren - sinds midden 2007 het beste scoort, gevolgd door overheidsobligaties. De MSCI wereldaandelenindex wint een kleine 20%, terwijl de HFRX Global Hedge Fund Index moeite heeft om zijn aanvangsniveau van begin 2007 te evenaren. 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 2015 (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 doen¹³. 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 nadelen¹⁴, 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 blijken de economische vooruitzichten wat uit te klaren in de eurozone. De hamvraag blijft of het creëren van nog veel meer schuld (o.a. via kwantitatieve versoepeling), de huidige macro-economische problemen kan oplossen.

¹³ 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 bv. aandelenfondsen genieten.

¹⁴ 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.

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 wordt de reële waarde van deze schulden uitgehold door het laten oplopen van 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 tijdelijk deflatie kan ontstaan (zie laatste kwartaal 2014 en begin 2015) 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 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 bodemt de woningmarkt er uit en is er voor geheel 2015 sprake van een matige BBP groei. Vraag is in welke mate de geplande minieme 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 ze 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 centrale bankiers zich voldoende bewust zijn van het grote onheil dat ze op termijn hierdoor mogelijk veroorzaken. 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 een bron van grote, potentiële risico's.

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 schuldballon, is niet eenvoudig. Klassieke modellen gebouwd rond de opvatting dat een hoger risico leidt tot een hoger rendement, bieden geen soelaas. Nieuwe, bevredigende risicomodellen zijn er echter nog niet. Deze overwegingen wettigen een voorzichtig 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 de 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. 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 hebben de Westerse beurzen en die van Japan een forse opgang gekend. Dit betekent dat ze al sinds het dieptepunt van 2009 in een opgaande trend zitten, positief gestemd door de ultralage rente en de hoge geldcreatie. Zolang hierin geen significante verandering komt, is een verdere stijging mogelijk.

10. Als de wereldeconomie niet beduidend herstelt, zullen harde grondstoffen verder terrein verliezen. Ook edelmetalen zouden nog meer in de brokken kunnen delen. Nochtans zijn deze laatste een van de weinige echt betrouwbare keuzen als het erop aan komt de koopkracht van beleggingen op lange termijn veilig te stellen.

11. Ondanks het herstel in o.m. de Verenigde Staten, staat vastgoed in het Westen nog steeds onder druk. Er bestaan echter landen en sectoren die hieraan ten dele ontsnappen. Hierbij dient gedacht aan bv. België en Duitsland, en sectoren als het betere winkelvastgoed, rusthuizen en opslagplaatsen. Dergelijke beleggingen combineren een aantrekkelijk rendement 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 te worden, 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 2015

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 geen gepersonaliseerde aanbevelingen aan niet-professionele cliënten. De waarde van beleggingen kan fluctueren en wordt beïnvloed door veranderingen in een groot aantal factoren. 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. Dit document 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 inhoud van dit document kan onderworpen zijn aan rechten van intellectuele eigendom, die toebehoren aan bepaalde betrokkenen. Er wordt u hiermee geen recht verleend op deze rechten. De in dit document vervatte informatie houdt geen enkele contractuele verbintenis in en is niet bedoeld als een commercieel aanbod of een advies van welke aard ook. Dit document 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 dit document bevat, foutloos is, zodat u dit document 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 dit document en van de inhoud ervan.