



PERSPECTIVES

145

ANALYSE VAN DE FINANCIËLE MARKTEN

4^e KWARTAAL 2015

EEN PUBLICATIE VAN BLI - BANQUE DE LUXEMBOURG INVESTMENTS

BLI

Banque de Luxembourg Investments

Actualiteit en analyse
van de financiële markten,

geleid door Guy Wagner, chief investment officer,
en het fondsen management team van BLI

BLI

www.blinvestmentsblog.com

Op onze blog vindt u de standpunten van onze experts, zodat u op de hoogte kunt blijven van de financiële actualiteit en de analyse van de financiële markten

www.blinvestmentsblog.com

Bezoek ook onze website

www.bli.lu



INHOUD

▶ MACRO-ECONOMISCH KLIMAAT 3

- ▶ Het wordt steeds duidelijker dat de wereldeconomie aan het slabakken is.
- ▶ Ondanks de daling van de grondstoffenprijzen verbetert de conjunctuur niet, wat wijst op een latente deflatoire druk.
- ▶ Een eventuele renteverhoging van de Federal Reserve zal hooguit symbolisch zijn. Een klassiek scenario van monetaire verkrapping kunnen we alvast uitsluiten.

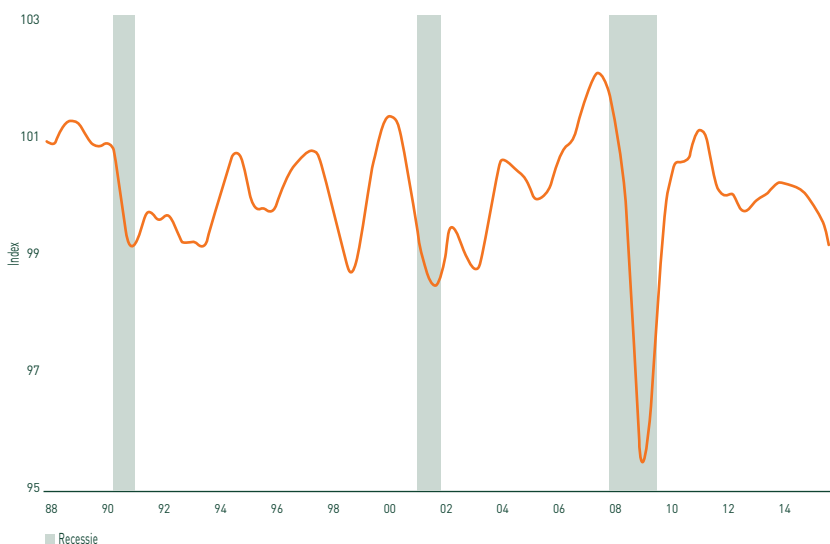
▶ FINANCIËLE MARKTEN 8

- ▶ De correctie van het derde kwartaal geeft aan dat het fundament waarop de financiële markten in de afgelopen jaren steunden, barsten begint te vertonen.
- ▶ In een context van lage rente ziet het er voor aandelen op middellange en lange termijn nog altijd beter uit dan voor vastrentende beleggingen.
- ▶ De Aziatische markten stonden onder druk door de vrees voor een groeivertraging in China, waardoor zij momenteel aantrekkelijk gewaardeerd zijn.

▶ PRESTATIES VAN DE BL-FONDSEN 14

MACRO-ECONOMISCH KLIMAAT

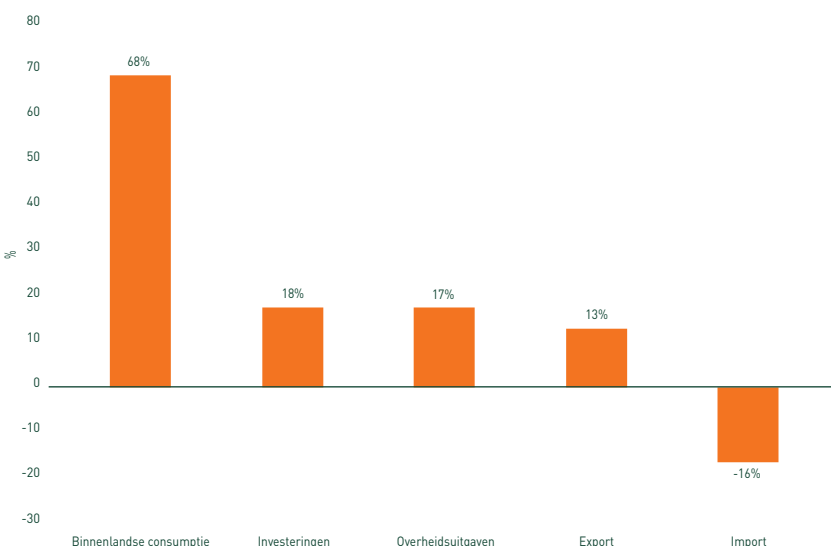
VOORLOPENDE INDICATOR VAN DE OESO



Bron: Evercore ISI

De economische groei vertraagt wereldwijd. Die vertraging is hoofdzakelijk te wijten aan de groeielanden, die nadeel ondervinden van de zwakke vraag uit China, de val van de grondstoffenprijzen en de sterke dollar. Tot nu toe lijkt de groei in de ontwikkelde landen daar niet al te zeer onder te lijden, al blijft de economische activiteit ook in die landen onder de verwachtingen ondanks de lage rente en de dalende grondstoffenprijzen. Gezien de structurele economische problemen lijkt de hoop op een groeiversnelling die heel wat economen voor het komende jaar koesteren ons weinig realistisch. Het meest waarschijnlijke scenario is dat ook andere landen besmet worden door de groeiproblemen van de opkomende wereld.

SAMENSTELLING VAN HET BBP IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Bloomberg

Tot nu toe heeft de economische neergang in de opkomende landen geen grote impact gehad op de Amerikaanse economie. Dat is logisch, aangezien de binnenlandse consumptie in de Verenigde Staten goed is voor bijna 70% van het bbp, terwijl de export minder dan 15% vertegenwoordigt. Het herstel van de arbeidsmarkt, de zwakke inflatie en de daling van de olieprijs hebben Amerikaanse huishoudens in de afgelopen jaren meer koopkracht gegeven, wat de belangrijkste motor was van de bescheiden groei. Een aanzienlijke groeivertraging buiten de Verenigde Staten is op zich maar zelden voldoende om de Amerikaanse economie in een recessie te doen belanden.

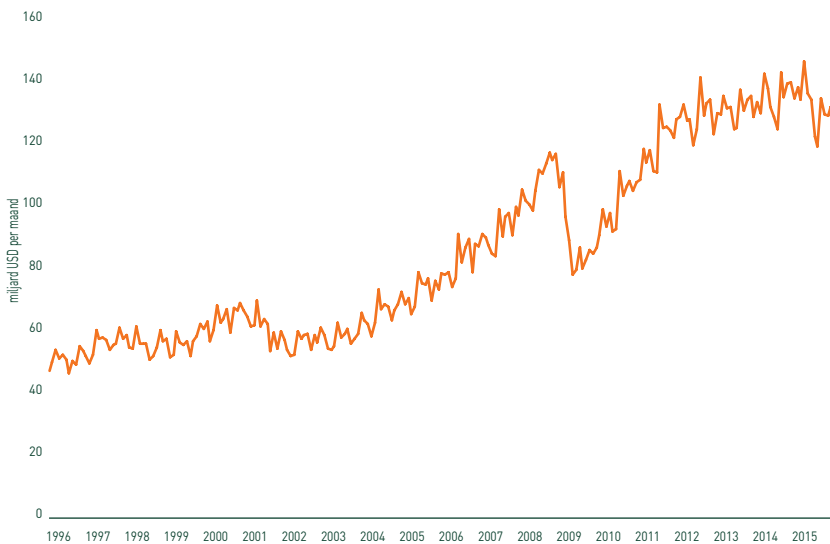
AANGEKONDIGDE ONTSLAGEN IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Evercore ISI

Het grootste economische risico in de Verenigde Staten is de kwetsbaarheid van de binnenlandse economie als gevolg van het monetaire en economische beleid van de laatste jaren, dat op de korte termijn gericht was. De kwantitatieve monetaire versoepeling, het nulrentebeleid en de toenemende bureaucratie verstoren de kapitaalallocatie, wat vroeg of laat het groeipotentieel zal drukken. De fragiele economische situatie blijkt meer bepaald uit de lage arbeidsparticipatie, de groeiende sociale ongelijkheid en het uitblijven van loonstijgingen. De recente toename van het aantal ontslagen kan erop wijzen dat er een groeivertraging zit aan te komen.

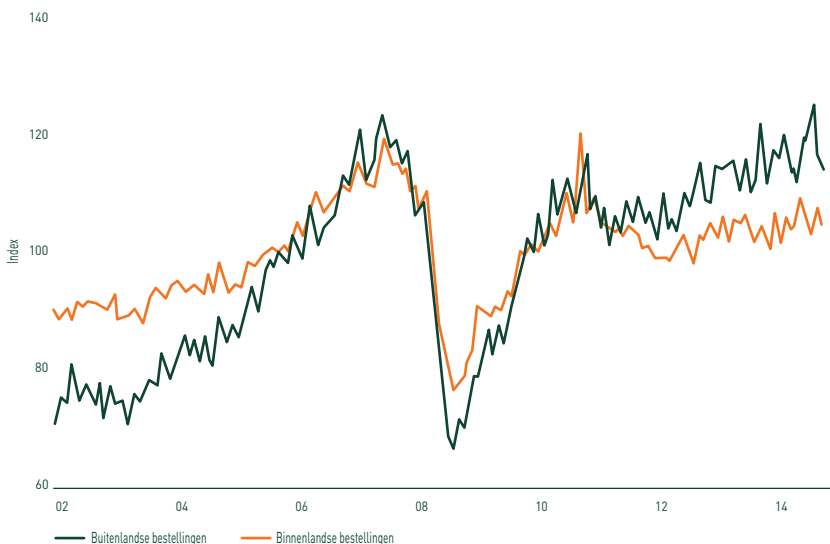
EXPORT VAN AMERIKAANSE GOEDEREN



Bron: Bloomberg

Hoewel externe factoren minder bepalend zijn voor de toekomst van de Amerikaanse economie, is er toch een exportdaling merkbaar als gevolg van de groeivertraging in de opkomende landen. De verwachtingen met betrekking tot de bedrijfsinvesteringen zijn ook gemengd. Door de lage olieprijs zijn investeringen in de energiesector nog altijd weinig aantrekkelijk, terwijl de gezonde financiële situatie van bedrijven uit andere sectoren bevorderlijk is voor de investeringen. Het is echter weinig waarschijnlijk dat bedrijfsleiders in een klimaat van algemene groeivertraging bereid zullen zijn om in plaats van eigen aandelen in te kopen, te investeren in nieuwe projecten waarvan de rendabiliteit onzeker is.

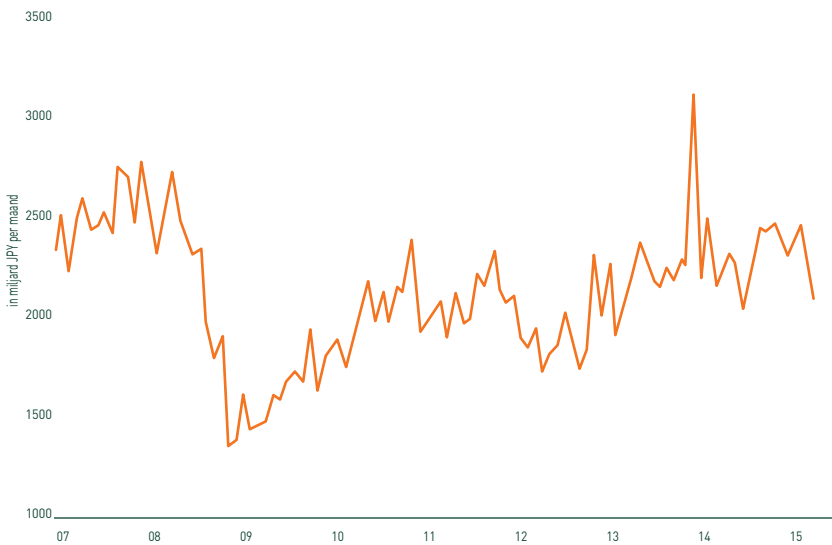
FABRIEKSORDEERS IN DUITSLAND



Bron: Cornerstone Macro

Rekening houdend met de neerwaarts bijgestelde verwachtingen doet de Europese economie het redelijk goed. Voor de volledige eurozone zien we een stijging van de detailhandelsomzet en houdt de industriële productie goed stand. Toch blijft de werkloosheid in het algemeen hoog en zijn er nog altijd grote verschillen tussen de Europese landen. Zo zijn Duitsland, Spanje en Ierland duidelijk concurrerender dan Frankrijk, Italië en Griekenland. Zonder de daling van de euro en de olieprijs zou de economische groei wellicht nihil zijn. Wegens het grotere aandeel van de export in het Europese bbp zal een eventuele wereldwijde groeivertraging niet zonder gevolgen blijven voor de economische activiteit in Europa. De recente daling van de fabrieksorders in Duitsland, die vooral te wijten is aan een dalende buitenlandse vraag, is een eerste signaal daarvan.

MACHINEBESTELLINGEN IN JAPAN



Bron: Cornerstone Macro

In Japan houdt de economische stagnatie aan. De hervormingen van de derde pijler van het Abenomics-programma hebben tot nu toe niet tot een loonstijging geleid, waardoor de binnenlandse consumptie zich onvoldoende kan herstellen. Omdat China een belangrijke handelspartner is, verzwakt de Japanse export. Hoewel Japanse bedrijven financieel nog altijd zeer gezond zijn, staan ze terughoudend tegenover nieuwe investeringen. Gezien de lage werkloosheid en de vergrijzing zou een economische stagnatie niet noodzakelijk dramatisch zijn voor Japan als het land een redelijke overheidsschuld had gehad. Door de combinatie van een buitensporige schuld, lage economische groei en een nagenoeg onbestaande inflatie lijkt het echter onwaarschijnlijk dat Japan snel zijn evenwicht terugvindt.

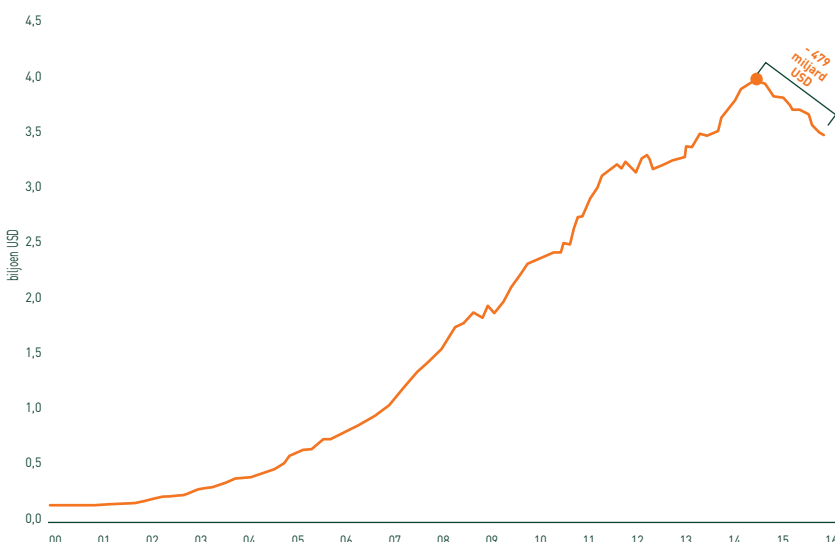
BEURZEN VAN SHENZEN EN SHANGHAI



Bron: Bloomberg

Na jaren van forse economische groei is de Chinese locomotief nu duidelijk aan het vertragen. De overheid heeft het moeilijk met de overgang van een groeimodel dat gebaseerd is op export en investeringen naar een economisch model dat steunt op de binnenlandse consumptie. In plaats van de markt sneller te liberaliseren, neemt de overheid een voorbeeld aan het monetaire beleid van het Westen en worden ook in China financiële zeepbellen gecreëerd om gezinnen meer te doen consumeren. De terugval van de beurzen van Shanghai en Shenzhen sinds juni en de drastische maatregelen van de overheid om een einde te maken aan de kapitaalvlucht op de beurzen zijn niet van dien aard om vertrouwen te wekken in het gevoerde beleid. De geloofwaardigheid van de Chinese autoriteiten is zelfs zo sterk afgenomen dat de meeste economen twijfelen aan de juistheid van het officiële cijfer van de bbp-groei (7%).

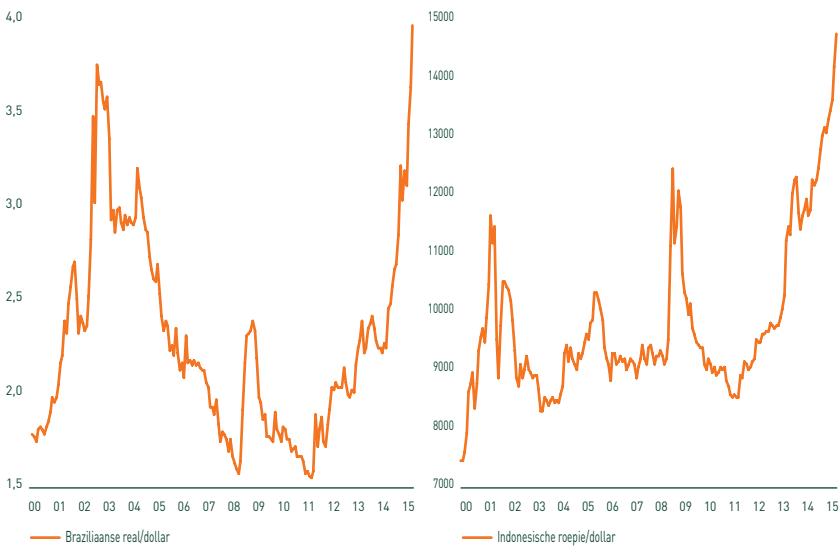
DEVIEZENRESERVES VAN CHINA



Bron: Cornerstone Macro

Hoewel de centrale overheid in Peking alsmar meer ingrijpt op de markt, hoopt China dat de renminbi binnenkort deel zal mogen uitmaken van het gesloten clubje van grote wereldmunten. China wil namelijk dat zijn munt ook meer buiten de landsgrenzen wordt gebruikt, en hoopt daarom dat de renminbi opgenomen wordt in de speciale trekingsrechten (STR), de deviezenkorf van het Internationaal Monetair Fonds waarin momenteel vier munten zitten (USD, EUR, GBP en JPY). Het IMF zal daar in november over beslissen, maar eist dat de koers van de Chinese munt de marktschommelingen beter volgt. Daarom hebben de Chinese autoriteiten in augustus beslist de bandbreedte van de koers tegenover de Amerikaanse dollar uit te breiden tot ongeveer 2% per dag. Door de groeivertraging in China en het verlies aan geloofwaardigheid van de regering heeft die uitbreiding van de bandbreedte de renminbi echter onder druk gezet, waardoor de overheid in Peking uit haar deviezenreserves moest putten om de munt te stabiliseren. Ook al lukte dat snel omdat Peking over uitgebreide deviezenreserves beschikt, de illusie van een onberispelijk groeiparcours voor China lijkt nu definitief doorgeprikt.

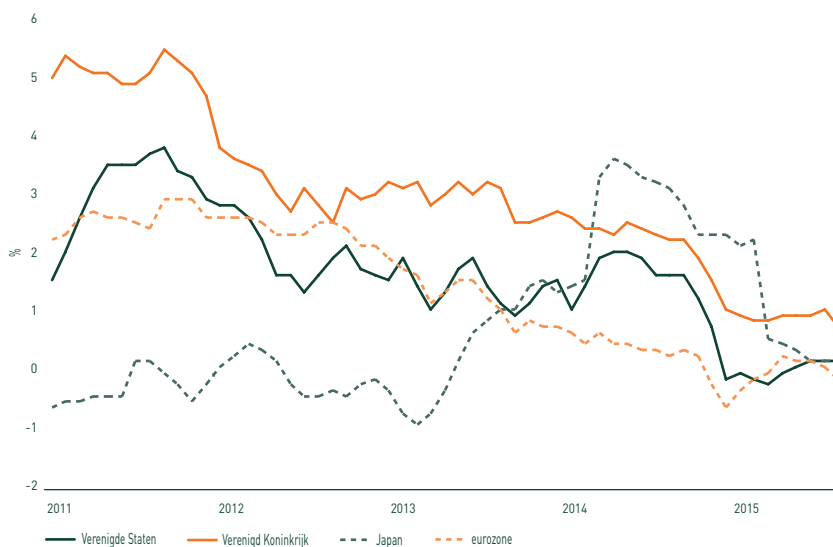
KOERSVERLOOP MUNTEN VAN GROEILANDEN



Bron: Bloomberg

Een van de grootste gevaren voor een stabiele wereldeconomie ligt in de sterke daling van de munt van de meeste groeielanden tegenover de Amerikaanse dollar. Door de verwachte renteverhoging in de Verenigde Staten en de val van de grondstoffenprijzen hebben talrijke groeielanden hun munt sinds het begin van het jaar met 20% tot 30% zien dalen. Druk op de wisselkoersen leidt automatisch tot een hogere inflatie, waardoor de monetaire autoriteiten de vraag doorgaans niet kunnen ondersteunen met een renteverlaging. De combinatie van zwakke economische groei en een hogere inflatie doet het kredietrisico in de groeielanden toenemen, vooral omdat de bedrijfsschulden in de voorbije jaren zijn gestegen.

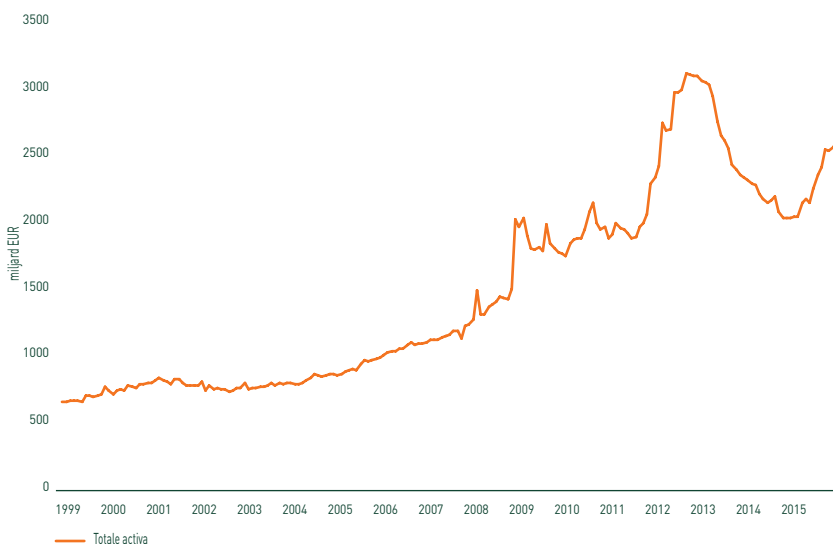
INFLATIE



Bron: Bloomberg

In de ontwikkelde landen blijft de inflatoire druk laag. De bescheiden loonstijging en de terugval van de grondstoffenprijzen, vooral dan de olieprijs, verklaren waarom de inflatie in de vier belangrijkste monetaire regio's van de ontwikkelde wereld (Verenigde Staten, Verenigd Koninkrijk, eurozone en Japan) momenteel slechts 1% bedraagt. Indien blijkt dat onze verwachtingen van een verdere vertraging van de wereldeconomie bewaarheid worden, zal de deflatoire druk in 2016 toenemen, ondanks de lage rente overal ter wereld.

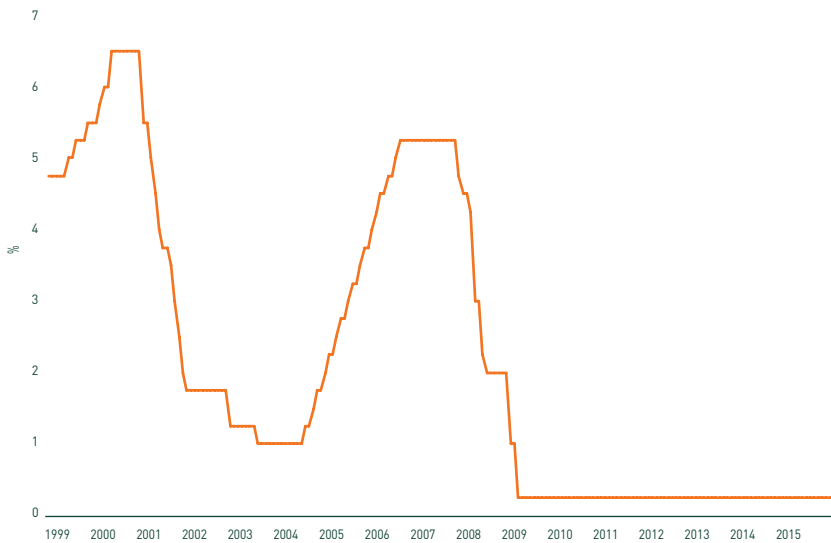
BALANS VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK



Bron: Bloomberg

De Europese Centrale Bank koopt sinds maart maandelijks 60 miljard euro aan staatsobligaties en andere schuldbewijzen in het kader van haar programma voor kwantitatieve monetaire versoepeling dat in januari werd aangekondigd. Toen motiveerden de monetaire autoriteiten hun onconventionele maatregelen met de inflatie, die na de val van de olieprijs in de tweede helft van 2014 negatief geworden was. Na een tussentijdse stabilisering dook de inflatie in september echter opnieuw onder nul. Daarop verklaarde Mario Draghi, voorzitter van de Europese Centrale Bank, dat hij de situatie eind dit jaar zal herbekijken en dan zal beslissen over een eventuele uitbreiding van het programma voor kwantitatieve monetaire versoepeling.

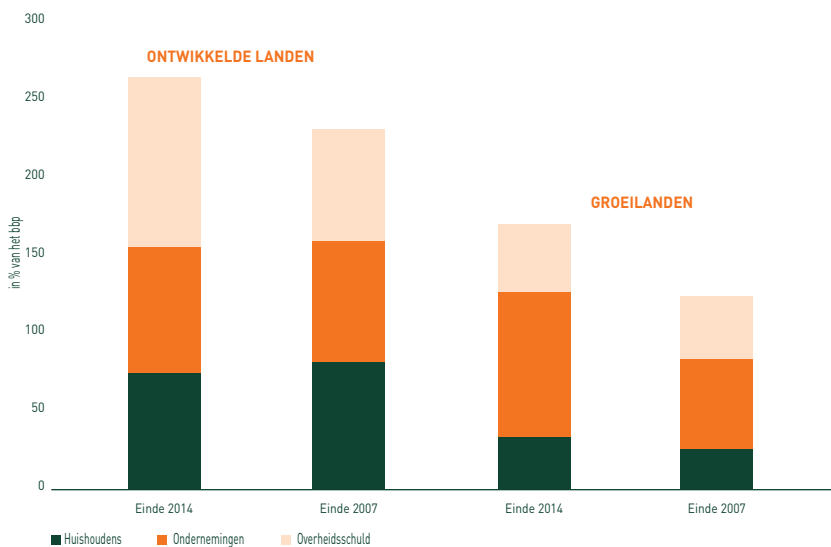
REFIRENTE VAN DE AMERIKAANSE FEDERAL RESERVE



Bron: Bloomberg

Tot nu toe heeft de Amerikaanse Federal Reserve de normalisering van de rente nog niet ingezet. Op de laatste bijeenkomst van het monetaire beleidscomité in september schoof voorzitter Janet Yellen de wereldwijde financiële en economische onzekerheid naar voren als de belangrijkste reden om de rente ongewijzigd te laten. De meeste analisten gaan er nu van uit dat de Amerikaanse rente pas in 2016 voor het eerst zal worden verhoogd. In ieder geval wordt het steeds duidelijker dat een renteverhoging, als ze er komt, een zuiver symbolische waarde zal hebben en niet het begin zal zijn van een klassieke monetaire verkrappingscyclus.

OVERHEIDSSCHULD

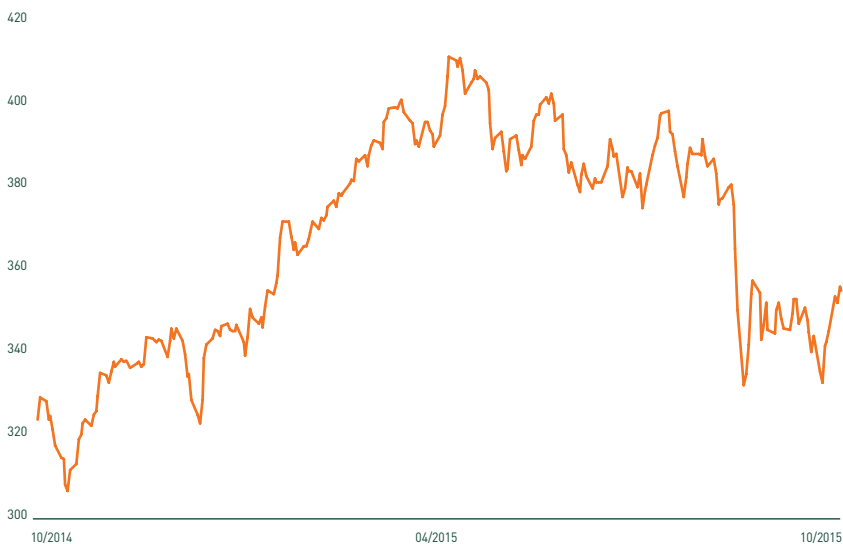


Bron: CLSA

Het is nu al acht jaar geleden dat de financiële crisis uitbrak en de economische groei is nog altijd zwak. De hoge begrotingstekorten, de explosie van de balans van de centrale banken en het nulrentebeleid hebben de economie niet kunnen aanzwengelen. Integendeel, de toenemende inmenging van de overheid verstoort in de eerste plaats het spel van vraag en aanbod op de vrije markt, zowel voor kapitaal als voor goederen en diensten, waardoor een terugkeer naar hogere groeipercentages onmogelijk wordt. Indien de deflatoire druk nog zou stijgen, kunnen we niet uitsluiten dat de overheden nog een stap verder gaan en een negatieve rente invoeren. Daardoor zou papiergeld eigenlijk zo goed als afgeschaft worden en zou bovendien het staatskapitalisme nog meer versterkt worden ten nadele van het marktkapitalisme. Ondertussen blijft het echte probleem, namelijk de buitensporige schuld van de ontwikkelde landen, onaangeroerd.

FINANCIËLE MARKTEN

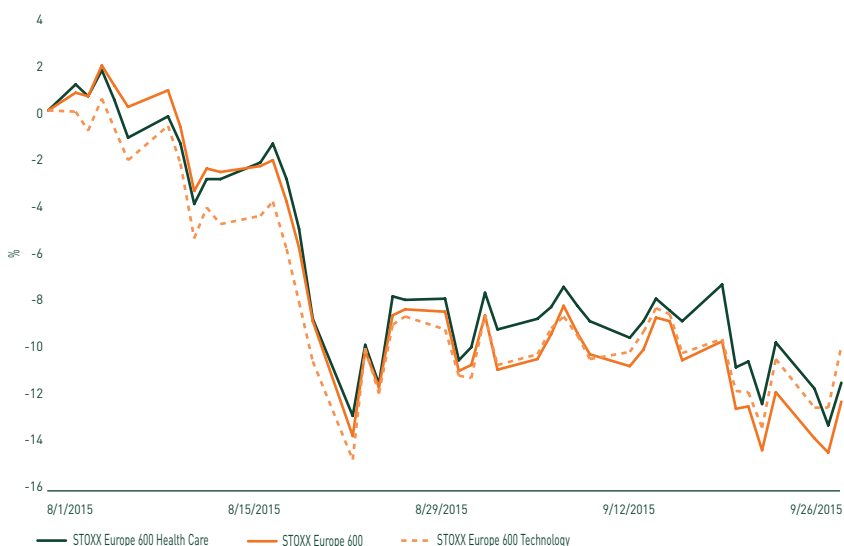
ONTWIKKELING VAN DE MSCI WORLD-INDEX OVER ÉÉN JAAR (IN EURO)



Bron: Bloomberg

De beurzen zijn in het derde kwartaal fors gedaald. Die terugval was vooral te wijten aan bezorgdheid over de economische situatie, die gevoed werd door cijfers die wijzen op een forse groeivertraging in Azië. De beslissing van de Chinese autoriteiten om hun munt te devalueren, deed voorts het doembeeld van een valutaoorlog opduiken. Ten slotte zagen beleggers de beslissing van de Federal Reserve om de rente niet te verhogen als een bevestiging dat het niet goed gaat met de wereldeconomie.

EUROPA: PRESTATIES VAN DE TECHNOLOGIE- EN GEZONDHEIDSSECTOR TEN OPZICHTE VAN DE MARKT



Bron: Bloomberg

De correctie van het derde kwartaal toont aan dat de beurzen over korte perioden sterk gecorreleerd zijn. Er is dan ook geen enkele belangrijke markt aan de daling ontsnapt, ook al liepen de verliezen in Europa hoger op dan in de Verenigde Staten. Effecten van goede kwaliteit hielden daarbij niet noodzakelijk beter stand dan die van lagere kwaliteit. In tegenstelling tot vorige perioden van toenemende risicoaversie is de dollar deze keer trouwens niet gestegen tegenover de euro en de yen. De yen zette zelfs de beste prestatie neer van de belangrijkste munten.

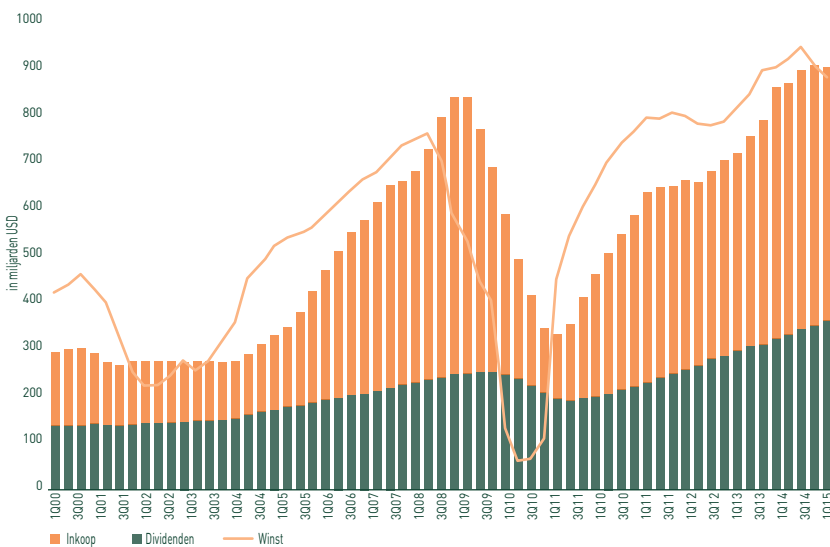
AMERIKAANSE TIENJAARSRENTE



Bron: Bloomberg

De bezorgdheid over de economische situatie zette de beurzen weliswaar onder druk, maar was gunstig voor de obligatiemarkten. De Duitse overheidsrente daalde van 0,99% medio juli tot 0,48% begin oktober, en de Amerikaanse overheidsrente daalde van 2,45% naar 2%. De al bij al beperkte terugval is te verklaren door het al zeer lage renteniveau en de steeds duidelijker aanwezigheid op de markt van actoren die hun koop- en verkoopbeslissingen niet op economische overwegingen baseren, waarmee we in de eerste plaats de centrale banken bedoelen. Toch verdienen langlopende Amerikaanse staatsobligaties, die een duidelijk hogere rente bieden dan vergelijkbaar Europees staatspapier, nog altijd een plaats in een evenwichtige portefeuille. Zij bieden namelijk bescherming tegen een achteruitgang van de economische situatie en een toename van de deflationaire druk.

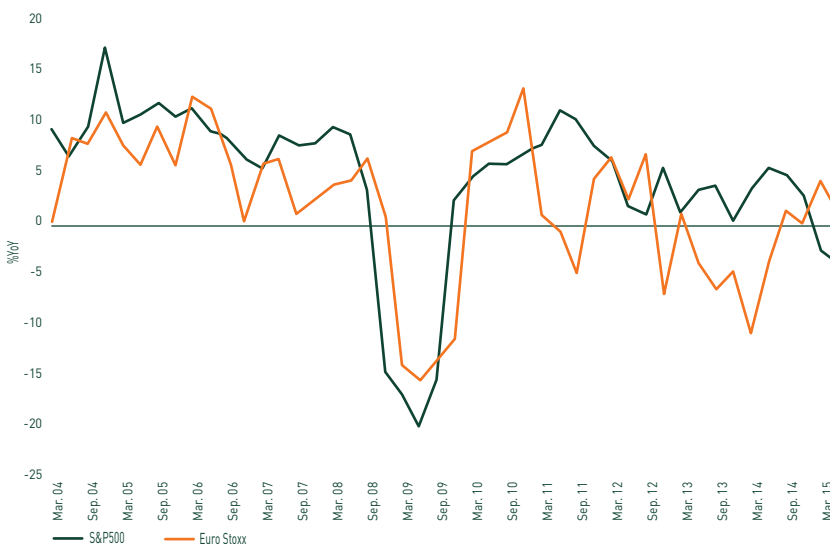
AMERIKAANSE ONDERNEMINGEN: DIVIDENDEN EN INKOOP VAN EIGEN AANDELEN



Bron: CLSA

Het voornaamste risico voor de beurzen blijft de zwakke internationale conjunctuur. Als gevolg van die groeivertraging stijgt de omzet van bedrijven nauwelijks of niet. Tot nu toe konden bedrijven hun zwakke omzetgroei compenseren met besparingen en hogere winsten, in het bijzonder in de Verenigde Staten, waar een massale inkoop van eigen aandelen de winst per aandeel fors heeft doen stijgen. Wanneer een bedrijf eigen aandelen inkoop, daalt namelijk het aantal aandelen waarover de winst moet worden verdeeld. Die tactiek kan echter niet tot in het oneindige worden toegepast. Kostenbesparingen remmen de groei namelijk nog meer af, aangezien er minder geïnvesteerd wordt in de productie. Het inkopen van eigen aandelen is positief wanneer een bedrijf over voldoende geld beschikt en het aandeel ondergewaardeerd is. Tegenwoordig is echter zelden aan die voorwaarden voldaan. Aandelen zijn over het geheel genomen niet goedkoop en heel wat bedrijven gaan schulden aan om de inkoop van eigen aandelen te financieren.

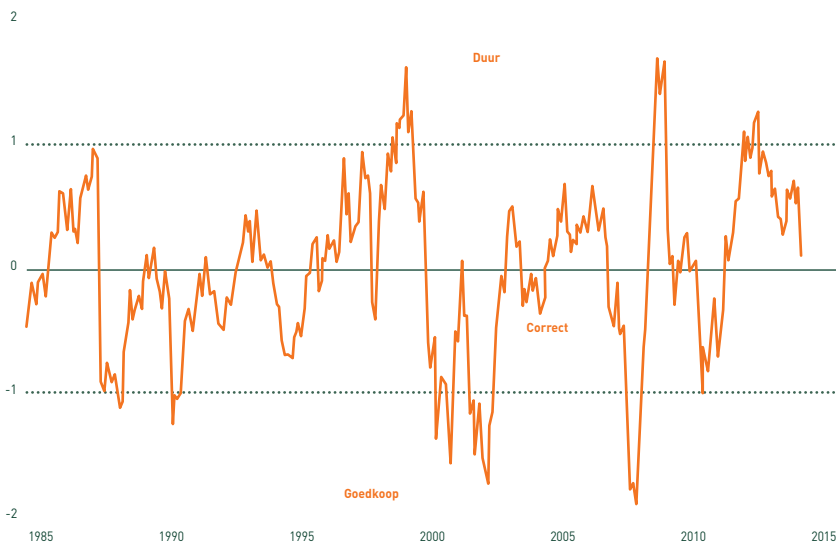
GROEI VAN DE OMZET PER AANDEEL IN DE VERENIGDE STATEN EN DE EUROZONE



Bron: CLSA

Aandelen blijven redelijk gewaardeerd, maar de winstgroei zou problematisch kunnen worden. Tot nu toe hebben beleggers de lage en in sommige gevallen onbestaande winstgroei grotendeels genegeerd. In Europa liggen de winsten momenteel namelijk lager dan drie jaar geleden. Bedrijven weten ondertussen goed hoe ze kunnen inspelen op de verwachtingen van beleggers en hoe ze hun resultaten moeten voorstellen om hun winstcijfers beter te doen lijken dan ze eigenlijk zijn. Dat zou kunnen veranderen als de nominale economische groei laag blijft of nog verder zou vertragen. De nominale groei omvat namelijk ook de inflatie en is dus rechtstreeks van invloed op de omzet van bedrijven. Daarom denken wij dat een strenge selectie van bedrijven alsmat belangrijker zal worden. Kwaliteitsbedrijven beschikken over een aantal troeven, zoals een aanzienlijk marktaandeel, concurrentievoordeel, financiële gezondheid, zelffinancieringsvermogen, geografische spreiding, voorspelbaarheid van de resultaten enz. In moeilijke tijden zijn die nog belangrijker dan anders. Dergelijke bedrijven zijn het best in staat om het vertrouwen van beleggers te winnen en te behouden.

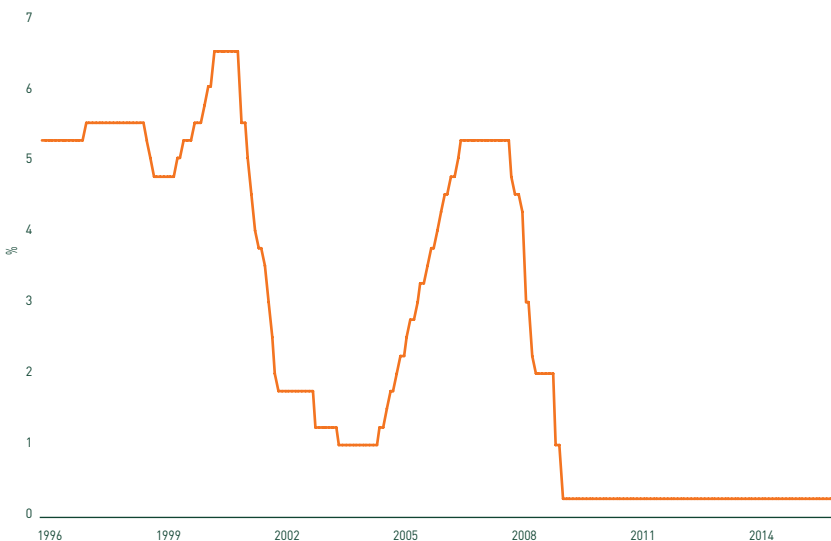
WAARDERING VAN DE BEURZEN



Bron: BCA Research

Het voornaamste argument om op de beurs te beleggen is de lage rente als gevolg van de aanhoudend zwakke internationale conjunctuur, en bijgevolg dus het gebrek aan alternatieven. Dat argument gaat echter pas op als aan twee voorwaarden is voldaan: de beurzen mogen niet buitensporig hoog gewaardeerd zijn en de bedrijfswinsten mogen niet dalen. Japan heeft in het verleden bewezen dat een lage rente niet noodzakelijk leidt tot een stijging van de beurs. De Japanse markt was op zijn piek van 1989 bijzonder duur. In de volgende jaren daalden de bedrijfswinsten (in een context van lage nominale groei) én de waarderingsveelvouden. Wat de huidige waardering van de beurzen betreft, kunnen we stellen dat het glas ofwel halfleeg is (hoge waarderingsveelvouden) wanneer we kijken naar de hoge winstmarges (en dus ook hoge winsten), ofwel halfvol (aanstekelijke waarderingsveelvouden) wanneer we in de waarderingsmodellen een lagere disconteringsvoet gerechtvaardigd vinden gezien de lage risicovrije rente. In het algemeen zijn de markten dus nog niet overdreven duur, vooral na de recente correctie.

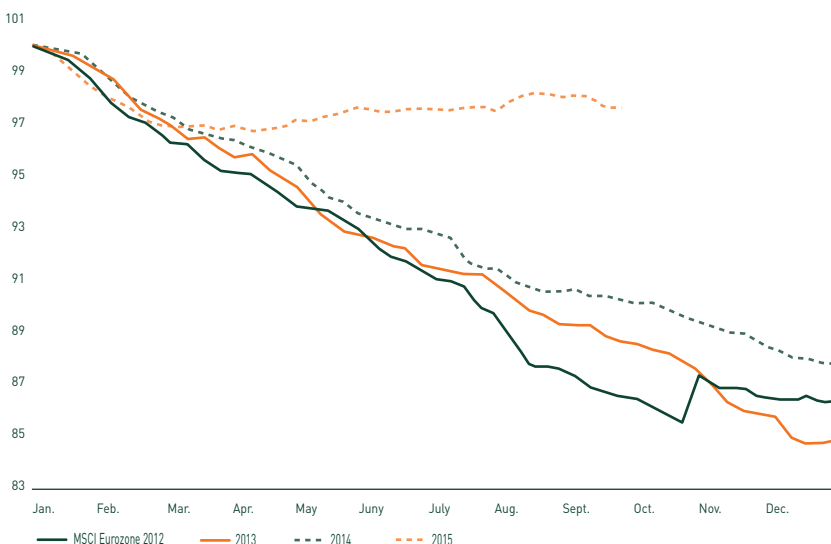
REFIRENTE VAN DE FEDERAL RESERVE



Bron: Bloomberg

De Federal Reserve verhoogde de rente voor het laatst in 2006. Heel wat spelers op de financiële markten hebben nog nooit een renteverhoging van de belangrijkste centrale bank van de wereld meegemaakt. Tegelijkertijd heeft het monetaire beleid van de centrale banken sinds de financiële crisis, en zelfs al daarvoor, een situatie gecreëerd waarin beleggers aangemoedigd worden om risico's te nemen (zonder dat die risico's altijd onmiddellijk zichtbaar waren) en voorzichtige beleggers in het nadeel zijn. In dat kunstmatige financiële klimaat kan een portefeuille beschermd worden door te beleggen in kwaliteitsbedrijven met een reële en stabiele kasstroom die hun aandeelhouders daarvan laten meegenieten door een dividend uit te keren.

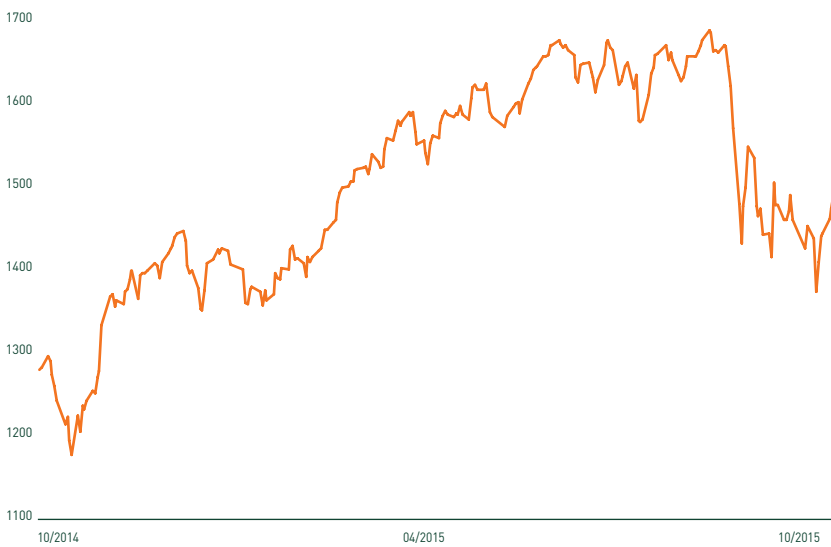
GESCHATTE WINST PER AANDEEL IN DE EUROZONE



Bron: J.P. Morgan, IBES

De beurzen in Europa hebben in het derde kwartaal veel meer verlies geleden dan die in de Verenigde Staten. De beurzen van de eurozone verloren tussen half april en eind september ruim 20%, en noteren nu lager dan in de periode voor de aankondiging van het programma voor kwantitatieve monetaire versoepeling van de Europese Centrale Bank, dat bedoeld was om financiële activa te ondersteunen. De koersval kwam er op een moment waarop de economische indicatoren van de regio vrij goed stondehielden en analisten hun winstprognoses, in tegenstelling tot eerdere jaren, niet verlaagden. Op basis van die prognoses zijn de markten van de eurozone momenteel aantrekkelijk gewaardeerd. De waarderingsveelvouden zijn weliswaar lager dan in de Verenigde Staten en Zwitserland, maar dat verschil is deels te wijten aan de samenstelling van de indexen, aangezien zeer cyclische bedrijven in de eurozone veel zwaarder doorwegen.

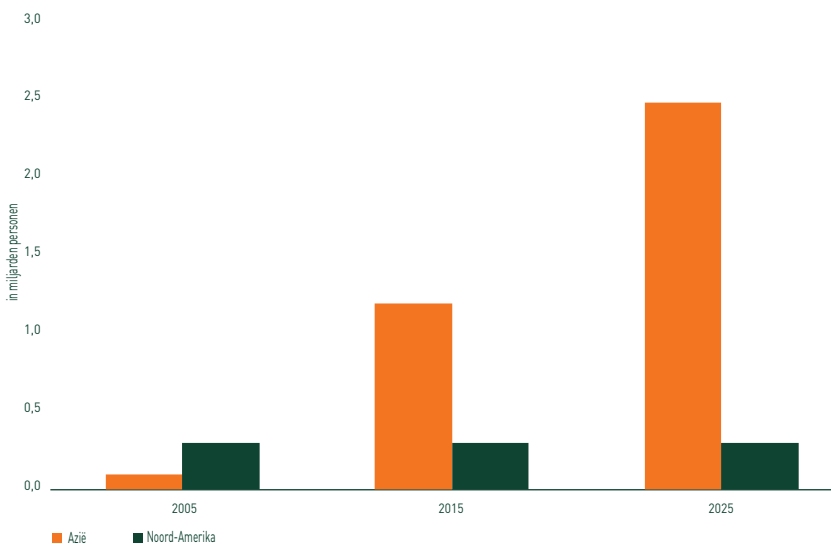
ONTWIKKELING VAN DE TOPIX-INDEX



Bron: Bloomberg

De Japanse markt ontsnapte in het derde kwartaal niet aan de daling. Zo noteerde de Topix-index eind september bijna 20% onder het hoogtepunt van 10 augustus. Japanse aandelen zijn niettemin aantrekkelijk, niet alleen door hun waardering, maar ook door drie met elkaar samenhangende factoren, namelijk winstgroei, een grotere aandelenallocatie van lokale institutionele beleggers en vooruitgang op het gebied van bedrijfsbestuur. Heel wat internationale beleggers zijn nog altijd onderworpen in Japan wegens de zwakke economische groei en de ongunstige demografische trends.

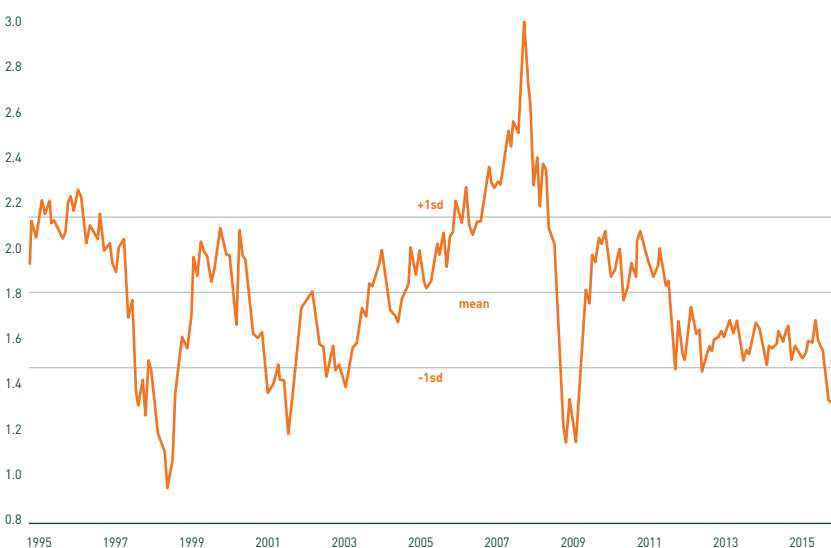
OPKOMST VAN DE MIDDENKLASSE IN AZIË



Bron: CLSA

Ondanks de huidige onzekerheid rond de economische situatie in China hebben wij geen twijfels over de structurele groei van Azië. Die groei wordt namelijk gedragen door trends die moeilijk te keren zijn, zoals de demografische ontwikkelingen, de verstedelijking, de opkomst van de middenklasse en de aanleg van infrastructuur. Hoewel economische groei niet noodzakelijk gepaard gaat met winstgroei en stijgende beurzen, zullen heel wat bedrijven, zowel Aziatische als westerse, van die trends profiteren, ook al worden zij op de beurs nu vaak afgestraft voor hun blootstelling aan China, wat beleggingskansen creëert.

KOERS/EIGEN VERMOGEN VAN DE MSCI ASIA PACIFIC EX-JAPAN



Bron: CLSA

De meningen over China lopen zeer sterk uiteen. Naargelang de stemming van beleggers wordt het land de ene keer gezien als de locomotief van de wereldeconomie en dan weer als een land waar een enorme zeepbel op het punt staat uiteen te spatten. De waarheid lijkt in het midden te liggen. Het aandeel van de primaire en secundaire sector in de Chinese economie neemt geleidelijk af, terwijl de dienstensector aan belang wint. Daardoor verschuift het zwaartepunt van het economische groeimodel van export naar binnenlandse consumptie. Inmiddels zijn de Aziatische markten teruggevallen door de bezorgdheid over China, waardoor zij weer aantrekkelijk gewaardeerd zijn. De verhouding tussen de koers en het eigen vermogen van de MSCI Asia-Pacific ex. Japan is gedaald tot dicht bij het niveau van de financiële crisis van 2008 en 2009.

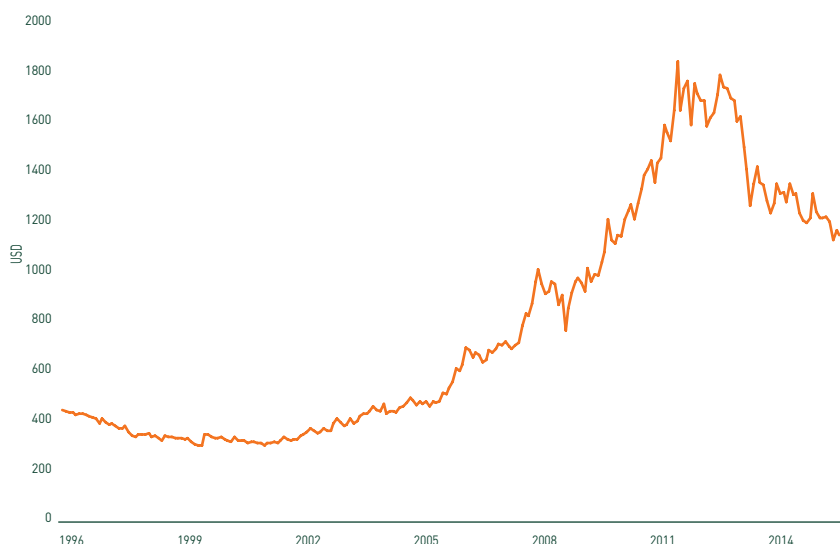
KOERS VAN DE RENMINBI TEGENOVER DE AMERIKAANSE DOLLAR



Bron: Bloomberg

De beurscorrectie toont aan dat het vertrouwen van beleggers in de centrale banken geschaad is. De beslissing van de Federal Reserve om de rente niet te verhogen en de manier waarop de Chinese autoriteiten de devaluatie van de renminbi hebben aangepakt, droegen evenmin bij tot de geloofwaardigheid van de betreffende instellingen. Beleggers beseffen voorts dat het onorthodoxe monetaire beleid van de centrale banken de reële economie niet heeft vooruitgeholpen. Een verder verlies van vertrouwen in de monetaire autoriteiten kan positief zijn voor goud. Het edelmetaal kan namelijk gezien worden als een munt die, in tegenstelling tot papiergeld, geen beleidsconstructie is die het monetaire beleid van een centrale bank weerspiegelt.

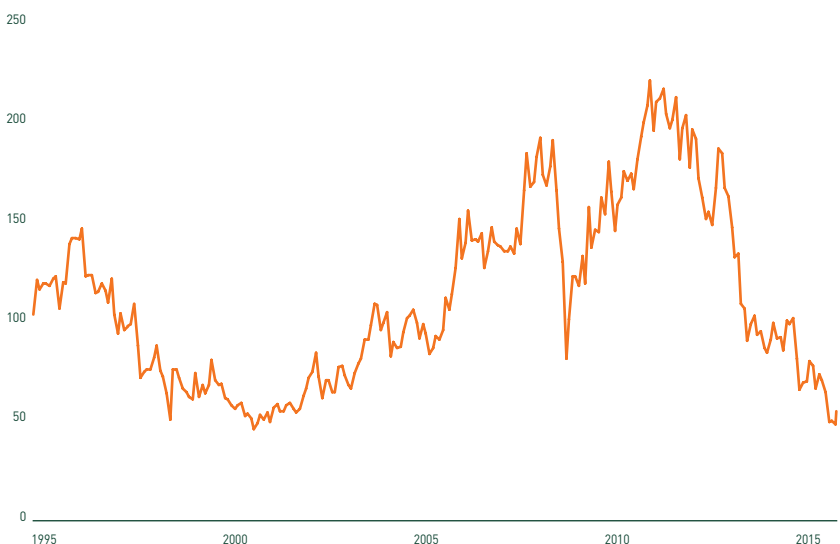
GOUDPRIJS



Bron: Bloomberg

Eind juli noteerde de goudprijs ongeveer halverwege tussen het dieptepunt van 2001 (257 USD/ounce) en het hoogtepunt van 2011 (1.920 USD/ounce). De goudprijs wordt sterk beïnvloed door technische factoren, en de prijsstijging sinds het laagterecord, dat gezien wordt als een belangrijke Fibonacci-drempel, is in technisch opzicht dan ook een goed teken. Los daarvan ziet het er voor goud op lange termijn ook goed uit wat vraag en aanbod betreft. Het aanbod zal naar verwachting lijden onder de geopolitieke onzekerheid en de lagere exploratiebudgetten en investeringen van goudmijnexploitanten, terwijl de vraag naar goud in de opkomende landen wellicht zal standhouden, aangezien China onlangs heeft laten weten dat zijn goudreserves sinds 2009 met 60% zijn gestegen.

GOUDMIJNINDEX



Bron: Bloomberg

Goud is weliswaar de helft van de winst uit de periode 2001-2011 weer kwijtgespeeld, maar goudmijnexploitanten deden het nog minder goed en verloren alle winst. Zo staat de koers van de Philadelphia Gold and Silver-index op hetzelfde niveau als in 2001, toen de goudprijs onder 300 USD lag, tegenover ruim 1.100 USD nu. Uiteraard zijn de productiekosten van mijnbouwers sinds 2001 fors gestegen, met name door hogere loon- en energiekosten. De correctie met bijna 80% voor goudmijnexploitanten sinds eind augustus 2011 is historisch gezien echter nagenoeg een unicum voor een beleggingscategorie. We merken ook op dat de energieprijzen in de afgelopen maanden flink zijn gedaald. We blijven de voorkeur geven aan bedrijven die zich specialiseren in de financiering van mijnen (royaltybedrijven), waarvan het businessmodel ons veel beter lijkt.

EURODOLLARKOERS



Bron: Bloomberg

De factoren die aan de basis liggen van het optimisme van heel wat beleggers ten aanzien van de dollar zwakken af. Dat optimisme berust vooral op de verwachting dat de Federal Reserve voor een strengere beleidskoers zal kiezen en dat de Amerikaanse groei zal versnellen. De Amerikaanse centrale bank aarzelt echter om de rente te verhogen, terwijl zij onlangs haar groeiverwachtingen voor 2015 en 2016 neerwaarts bijstelde. De situatie op de Amerikaanse obligatiemarkt en de zwakke prestaties van de maakindustrie zijn evenmin redenen om te denken dat de groei in de Verenigde Staten zal aantrekken. Hoewel de Amerikaanse munt het tot nu toe goed gedaan heeft tegenover de munten van de opkomende landen en de grondstofrijke landen, is de dollar sinds maart met bijna 7% gedaald tegenover de euro en sinds juni met 5% tegenover de yen.

We kunnen besluiten dat de recente gebeurtenissen aantonen dat het fundament waarop de financiële markten in de afgelopen jaren steunden, barsten begint te vertonen. Beleggers waren er namelijk van overtuigd dat, zolang de centrale banken een soepel monetair beleid bleven voeren, de economische kerncijfers er niet echt toe deden en financiële activa zouden blijven stijgen. Diverse factoren, namelijk de vertraging van de economische groei in China en de beslissing van de centrale bank om de Chinese munt te devalueren, de verlaging van de Amerikaanse groeiprognoses door de Federal Reserve en de beslissing om de Amerikaanse rente niet te verhogen, de aanhoudend zwakke groei in Europa en de nieuwe daling van de inflatie in de eurozone hebben dat vertrouwen echter doen wankelen, omdat beleggers herinnerd worden aan de kwetsbaarheid van de wereldeconomie.

Dat betekent echter niet dat beleggers aandelen links moeten laten liggen en dekking moeten gaan zoeken op de obligatiemarkten. Het principe waarop beleggers zich vroeger baseerden om hun allocatie aan aandelen en obligaties te bepalen, met name de overtuiging dat aandelen risicovol zijn en obligaties weinig risico inhouden, gaat namelijk niet meer op door het onorthodoxe monetaire beleid van de centrale banken. De zoektocht naar rendement in een context van nulrente deed de obligatierente echter wereldwijd fors dalen, waardoor deze vaak geen toereikende vergoeding meer biedt voor het gelopen risico. Bijgevolg zijn de obligatiemarkten heel wat riskanter geworden, ook al is het risico niet altijd zichtbaar en uit zich dat doorgaans niet in volatielere koersen, wat wel het geval is voor aandelen.

In de huidige context van lage rente hebben aandelen op middellange en lange termijn nog altijd betere rendementsvooruitzichten dan vastrentende effecten, ook al dreigt het rendement heel wat lager uit te vallen dan in het verleden. Een strenge aandelselectie wordt alsmaar belangrijker. Bedrijven met een grote schuld moeten worden gemeden, ook al kan dat tegenstrijdig lijken omdat schulden aangaan nooit eerder zo goedkoop was. Beleggers moeten ook proberen tegen de cyclus in te gaan en de voorkeur geven aan kwaliteitsactiva die de meeste beleggers tijdelijk links laten liggen. Op dit moment voldoen de Aziatische markten aan die voorwaarden.

PRESTATIES VAN DE BL-FONDSEN

Situatie op 16.10.2015 in de valuta van het fonds ⁽¹⁾

	Valuta	NIW ⁽²⁾		Waarde divid. ⁽³⁾	Prestatie			Beleggings- horizon	Risico ⁽⁴⁾		Fisc.	
		NIW kapitaal.	NIW distrib.		Sinds 01/01/15	In 2014	Sinds 3 jaar		Laag	Hoog	BT (6)	BD (7)
BL-FONDSEN												
Obligatiefondsen - korte termijn												
Obligaties en geldmarktproducten voornamelijk uitgedrukt in USD												
BL SHORT TERM DOLLAR	USD	533,61	249,79	0,80	-0,1 %	0,2 %	0,4 %	< 2 jaar	■			x x
Obligaties en geldmarktproducten uitgedrukt in EUR												
BL SHORT TERM EURO	EUR	571,70	242,71	1,68	-0,0 %	0,1 %	0,3 %	< 2 jaar	■			x x
Obligatiefondsen												
Eersteklas obligaties uitgedrukt in USD												
BL BOND DOLLAR	USD	1 251,62	304,48	6,93	1,5 %	6,2 %	3,0 %	> 2 jaar	■			x x
Eersteklas obligaties uit de eurozone												
BL BOND EURO	EUR	1 112,48	253,02	5,40	-1,3 %	5,0 %	2,5 %	> 2 jaar	■			x x
Obligaties van opkomende landen												
BL EMERGING MARKETS DEBT EUR	EUR	107,43	106,18	1,44	-0,4 %	—	—	> 3 jaar		■		
Obligatiefondsen												
BL EMERGING MARKETS DEBT USD	USD	89,19	—	—	-5,9 %	—	—	> 3 jaar		■		
Aandelenfondsen												
Amerikaanse aandelen												
BL EQUITIES AMERICA	USD	5 390,48	153,31	1,90	-0,7 %	9,4 %	42,0 %	> 10 jaar		■		
Aandelen Azië behalve Japan alle ondernemingen												
BL EQUITIES ASIA EUR	EUR	109,22	—	—	-2,3 %	—	—	> 10 jaar			■	
Aandelen Azië behalve Japan alle ondernemingen												
BL EQUITIES ASIA USD	USD	91,83	91,27	1,36	-8,0 %	—	—	> 10 jaar			■	
Europese aandelen												
BL EQUITIES EUROPE	EUR	5 890,18	162,35	1,06	5,3 %	9,2 %	40,0 %	> 10 jaar			■	
Japanse aandelen												
BL EQUITIES JAPAN EUR	EUR	163,87	—	—	11,2 %	15,7 %	—	> 10 jaar			■	
Japanse aandelen												
BL EQUITIES JAPAN JPY ⁽⁸⁾	JPY	14 963,00	17 425,00	35,37	11,8 %	16,7 %	108,9 %	> 10 jaar			■	
Aandelen Europa kleine ondernemingen												
BL EUROPEAN SMALLER COMPANIES ⁽¹¹⁾	EUR	134,82	133,44	0,70	7,3 %	6,9 %	⁽¹¹⁾	> 10 jaar			■	
Themafondsen												
Fonds met kenmerken van obligatiefondsen												
BL OPTINVEST (EURO)	EUR	125,82	—	—	-0,5 %	3,9 %	2,7 %	> 2 jaar	■			x x
Internationaal aandelenfonds van aandelen met hoog dividend												
BL EQUITIES DIVIDEND EUR	EUR	150,42	120,66	3,08	-0,2 %	16,8 %	24,6 %	> 6 jaar		■		
Internationaal aandelenfonds van aandelen met hoog dividend												
BL EQUITIES DIVIDEND USD	USD	128,05	—	—	-1,0 %	16,3 %	23,1 %	> 6 jaar		■		
Flexibel beheer met beleggingen in effecten van groei landen												
BL EMERGING MARKETS EUR	EUR	90,52	—	—	-6,1 %	-5,6 %	—	> 10 jaar		■		x x
Flexibel beheer met beleggingen in effecten van groei landen												
BL EMERGING MARKETS USD	USD	148,18	123,28	1,61	-0,6 %	7,4 %	10,8 %	> 10 jaar		■		x x
Maatschappelijk verantwoord beleggen, internationale aandelen												
BL EQUITIES HORIZON	EUR	921,38	—	—	9,7 %	9,7 %	33,7 %	> 10 jaar		■		x
Profiefondsen												
Internationale obligaties												
BL GLOBAL BOND	EUR	679,08	303,97	8,20	0,7 %	3,4 %	3,9 %	> 2 jaar	■			x x
Mixfonds (internationale aandelen: gemiddeld 30%)												
BL GLOBAL 30	EUR	1 394,69	669,26	6,80	4,1 %	5,8 %	7,3 %	> 3 jaar	■			x x
Mixfonds (internationale aandelen: gemiddeld 50%)												
BL GLOBAL 50	EUR	1 655,13	895,41	4,45	5,1 %	9,0 %	15,6 %	> 4 jaar	■			x x
Mixfonds (internationale aandelen: gemiddeld 75%)												
BL GLOBAL 75	EUR	2 211,09	1 404,29	6,91	6,3 %	12,5 %	27,1 %	> 6 jaar	■			x
Internationale aandelen												
BL GLOBAL EQUITIES	EUR	712,82	148,00	0,36	6,7 %	13,7 %	36,4 %	> 10 jaar		■		
Niet-geprofileerde fondsen												
Flexibel beheer met beleggingen in internationale aandelen												
BL GLOBAL FLEXIBLE EUR	EUR	145,79	111,74	1,49	1,7 %	16,7 %	14,0 %	> 4 jaar		■		
Flexibel beheer met beleggingen in internationale aandelen												
BL GLOBAL FLEXIBLE USD ⁽⁹⁾	USD	112,34	—	—	1,5 %	3,4 %	11,5 %	> 4 jaar		■		x
BL FUND SELECTION												
Dakfondsen - aandelen												
Niet-geprofileerd dakfonds												
BL FUND SELECTION EQUITIES	EUR	176,18	—	—	4,9 %	12,2 %	34,7 %	> 8 jaar		■		
Niet-geprofileerde dakfondsen												
Niet-geprofileerd dakfonds												
BL FUND SELECTION 0-50 ⁽¹⁰⁾	EUR	121,67	—	—	0,6 %	6,7 %	10,5 %	> 3 jaar	■			x
Gemengd dakfonds (internationale aandelen: gemiddeld 75%)												
BL FUND SELECTION 50-100 ⁽¹⁰⁾	EUR	170,68	—	—	4,9 %	9,9 %	26,3 %	> 8 jaar		■		

⁽¹⁾ Bron: Banque de Luxembourg; ⁽²⁾ Netto-inventariswaarde; ⁽³⁾ Datum van het laatste dividend: 06.02.2012; ⁽⁴⁾ De beoordeling van de risico's gebeurt op basis van onze eigen overtuiging met betrekking tot het fonds en vormt geen beleggingsadvies; ⁽⁵⁾ De fiscale informatie beperkt zich tot een overzicht van de fiscale behandeling die van toepassing is op de uitkering van dividenden of de gerealiseerde inkoopbonus door een natuurlijke persoon, in het kader van de toepassing van de Europese Richtlijn betreffende de belastingheffing op inkomsten uit spaargelden in de vorm van rentebetaling (Ecofin); ⁽⁶⁾ Belastbare terugkopen volgens richtlijn ECOFIN; ⁽⁷⁾ Belastbare dividenden volgens richtlijn ECOFIN; ⁽⁸⁾ Oprichtingsdatum: 28.06.2011; ⁽⁹⁾ Oprichtingsdatum: 14.01.2011; ⁽¹⁰⁾ De compartimenten BL Fund Selection -Evolution en -30 werden op 27 juni 2011 gefuseerd. Het nieuwe fonds kreeg de naam BL Fund Selection -0-50. De compartimenten BL Fund Selection -50 en -75 werden op 27 juni 2011 gefuseerd. Het nieuwe fonds kreeg de naam BL Fund Selection -50-100. De performancegeschiedenis werd overgenomen; ⁽¹¹⁾ Oprichting van het fonds op 15.10.2012.

Instapkosten: max. 2%. **Uitstapkosten:** 0%. **Arbitragekosten:** 0%; De winsten die toevallen aan de belegger kunnen stijgen of dalen naargelang de schommelingen van de wisselkoersen.

De informatie in het onderhavige document wordt enkel ter indicatie aangeleverd, is enkel geldig op het moment waarop deze wordt gegeven en vormt noch een juridisch of fiscaal advies noch een verzoek of aanbeveling om te beleggen. Er wordt geen enkele garantie gegeven met betrekking tot de juistheid of de volledigheid ervan. Resultaten behaald in het verleden vormen geen garantie voor de toekomst en de Bank neemt geen enkele verantwoordelijkheid op zich wat betreft het toekomstig rendement van deze waarde. De verantwoordelijkheid van de Bank kan niet worden ingeroepen, noch door de beslissingen die iemand neemt op basis hiervan. Elke potentiële geïnteresseerde draagt de verantwoordelijkheid om zich ervan te vergewissen dat zijn beleggingen geschikt zijn in het licht van zijn specifieke situatie en voor het feit dat hij alle risico's begrijpt die verbonden zijn aan zijn beleggingen. De inschrijving op de deelbewijzen van de fondsen kan enkel gebeuren op basis van het laatste prospectus ervan en van de meest recente jaar- en halfjaarverslagen.

PERSPECTIVES Nr. 145

4^e kwartaal 2015

Redactie beëindigd op
15.10.2015

Redactie en verantwoordelijke uitgever:

BLI – Banque de Luxembourg
Investments S.A.
7, boulevard Prince Henri
L-1724 Luxemburg
Tel. (+352) 26 26 99 33 18
Fax (+352) 26 26 99 33 33
www.bli.lu

Drukwerk:

Imprimerie Centrale s.a.
Luxemburg

De informatie in deze uitgave is afkomstig van betrouwbare bronnen, maar wordt niettemin gegeven zonder enige garantie of verbintenis. De vooruitzichten in deze uitgave zijn uitsluitend een weergave van de mening van de auteur. Reproductie met bronvermelding is toegestaan (kopie aan de redactie gewenst).

BLI

Banque de Luxembourg Investments