



Voor al uw beleggingsvragen

☎ 0900/10.507 (0,50€/min.)  
elke vrijdag van 9:30-12:30

23 december 2014 - nr. IB 52AB

Jaargang 43

Afgiftekantoor Antwerpen

P509535

Verschijnt 2 keer per week

# Inside

## BELEGGEN

www.insidebeleggen.be

### Obligatiespecial

#### STRATEGIE ..... 1

Chaos op komst

#### FLASH ..... 3

Bedrijfsobligaties in trek

#### MUNTEN ..... 4-8

Overheidspapier voorop

### Strategie

## Chaos op komst

**2015** belooft een chaotisch jaar te worden, zowel financieel als politiek. De crisis, die verre van opgelost lijkt te zijn, eist haar tol. Financieel begint het Westen aardige scheuren te tonen, wat tot interne spanningen leidt. Zo hebben de Verenigde Staten hun monetaire expansie stopgezet. Wetend dat de markten uitsluitend standhouden dankzij een monetair infuus, dat de banken alleen overeind blijven als ze vrij kunnen inspelen op het rentever- schil tussen wat hen wordt aangere- kend en wat ze zelf opleggen, kan die beslissing als suïcidaal worden bestempeld.

De monetaire expansie werd slim vervangen door een gestage ver- steving van de dollar (USD). De Ame- rikaanse munt klom het afgelopen jaar met meer dan 10% tegenover de euro (EUR). Niet alleen de Amerikaanse centrale bank, de Federal Reserve (Fed), maar vooral het Amerikaanse bankwezen heeft dat veroorzaakt. Vooreerst door de marktprijzen de hoogte in te jagen en zo het winst- potentieel van een dollarbelegging te vergroten. Nadien, geruggensteund door geopolitieke aangelegenheden, door de grondstoffenprijzen de grond in te boren, zodat het grootste deel van de beschikbare tegoeden naar de Verenigde Staten toestroomde.

Ook de monetaire beslissingen in andere landen speelden in het voor- deel van de USD. De drastische mone- taire versoepeling in Japan bijvoor- beeld leidde niet alleen tot een inzin- king van de yen (JPY) tegenover bijna alle gevestigde munten, maar ook voor een daling van de Japanse ren- tetarieven. De USD profiteerde daar rechtstreeks van. Ook de geplande monetaire ingrepen van de Europese Centrale Bank (ECB) speelden in het voordeel van de USD.

#### Dollar op de wip

Moeten wij die ontwikkeling toeju- chen? Eigenlijk niet. Vooreerst, de USD zelf. Markttechnisch stoelt hij op Amerikaans staatspapier, meer bepaald schatkistcertificaten – een markt die 12.300 miljard USD groot is. Het monetaire beleid bestaat erin zulk papier vernuftig te wisselen tegen- baar geld en omgekeerd. Hoe meer dollars in omloop worden gebracht, hoe meer staatspapier moet worden uitgegeven. Nu bezit de Federal Reserve zowat een derde van dat

papier, verkregen via haar *quantitative easing*-programma's.

De USD steunt dus op schuld. Zolang de aflossing ervan geruisloos verloopt, is er officieel geen vuiltje aan de lucht. Nu hangt die aflossing af van twee factoren. Vooreerst moet er groei zijn. Het zijn de fiscale opbrengsten die de schuldenlast finan- cieren. Vervolgens mogen de rente- tarieven niet ontsporen om die rente- last te kunnen torsen. Twee voorwaar- den die voorlopig vervuld zijn dankzij de monetaire expansie.

Op wereldvlak daarentegen hangt de soliditeit van de USD eerder af van de grondstoffenprijzen, en meer bepaald van de olieprijs. Een kort- stondige daling daarvan kan gemak- kelijk worden overbrugd, maar hoe langer die aanhoudt, hoe meer kans op een instorting van de Amerikaanse economie, en dus van de USD. Wes-

## DE AMERIKAANSE DOLLAR STEUNT OP SCHULD.

terse economieën draaien voor een overgroot stuk dankzij olieproducten. Men kan zich vandaag bijna geen enkel product meer inbeelden zonder dat daarin een oliederivaat is ver- werkt. Als de oliemaatschappijen niet langer in staat zijn het basisproduct te verschaffen, raakt heel de keten in moeilijkheden, met alle gevolgen van dien.

Het herstel van de Amerikaanse eco- nomie stoelt vooral op de dienstver- lenende en financiële sectoren. Die stellen mensen tewerk, maar brengen geen tastbare producten uit. Hun bestaan is volkomen afhankelijk van de gezondheid van de productieve

sectoren, de industrie en de landbouw. Dat zijn de enige die werkelijke rijkdommen creëren. De andere sectoren verdelen die creatie onderling. De versteviging van de USD zou wel eens door de zwakke ontwikkeling van de basissectoren volledig in de kiem kunnen worden gesmoord, en de andere sectoren versneld in moeilijkheden brengen. Kortom, de USD zit op de wip. De versteviging van de munt is een tweesnijdend zwaard.

### **Referentiemunt en reservemunt**

Op wereldvlak verzwakken de groeilanden dubbel zo snel met deze ontwikkeling. Niet alleen zien ze de tegenwaarde van hun ontginningen van grondstoffen smelten als sneeuw voor de zon, hun munten zijn meestal gekoppeld aan de USD en stijgen daardoor in waarde, wat het economische evenwicht verstoort. De kans is dus groot dat die landen die niet in autarkie kunnen leven, binnenkort zware problemen krijgen. Wat de wisseloorlog nog zal aanwakkeren.

Als daarbovenop rekening wordt gehouden met de geopolitieke aanpak van de Verenigde Staten, versombert het beeld voor de USD nog sneller. Vergeet niet dat de USD internationaal dient als referentiemunt voor de prijszetting van bijna alle internationaal verhandelde producten en fungeert als reservemunt. Beide functies staan ter discussie en sporen meer en meer landen ertoe aan om alternatieve wegen te zoeken. Rusland en China zijn daarin kampioen: ze promoten een ruilhandel die ongevoelig is voor prijschommelingen.

Voor de wisselreserves zien we een gestage daling van het aandeel van de USD op de rekeningen van buitenlandse centrale banken. De oprichting van onafhankelijke ontwikkelingsbanken en andere compensatiekamers buiten de dollarzone is ook een teken dat de dagen van de USD als wereldmunt zijn geteld. Dat zal natuurlijk niet zonder slag of stoot gebeuren, want de Verenigde Staten zullen niet snel een aftakeling van hun hegemonie dulden. Het westerse bankwezen zal evenmin zijn referentiemunt zomaar laten varen. Wat tot meer volatiliteit op de markten zal leiden.

### **Voor een voldongen feit**

In Europa zal 2015 aantonen of de Europese Centrale Bank (ECB) echt in staat is het tij te keren. Haar voornemens om 1000 miljard EUR in het Europese bankwezen te pompen via allerhande leningenaankopen, zal weinig baten. De omvang van de soevereine schulden van de eurozone bedraagt zowat 9000 miljard EUR. Stel dat de ECB de helft van haar geplande geldcreatie wil besteden aan de aankoop van overheidspapier, dan stelt haar ingreep slechts iets meer dan 5% van het totaal voor. Ter vergelijking: de tussenkomst van de Fed zes jaar geleden stemde overeen met 30% van het uitstaande bedrag, die van de Britse centrale bank met 25%. Bovendien zal de ECB de stukken duur aankopen, nu de rentetarieven op hun laagste punt liggen.

De kans is ook bijzonder klein dat

## **AFGELEIDE PRODUCTEN ZIJN EEN TIJDBOM DIE ZAL ONTPLOFFEN OP DE DAG DAT DE RENTETARIEVEN DEFINITIEF OPWAARTS ONTWIKKELEN.**

de ECB van Duitsland een vrijgeleide krijgt. De aankopen zullen als overheidssteun worden beschouwd, wat volgens de Duitse wetgeving en de Europese verdragen volstrekt verboden is. Wel zal de ECB geen alternatief hebben en de overheden voor een voldongen feit stellen. Het is noodzakelijk dat de financiële activiteit binnen de eurozone gespijsd blijft, om een recessie en deflatie te vermijden.

De westerse economieën zitten boordevol schulden die onmogelijk gesaneerd kunnen worden als de reële groei afwezig blijft. Schijn groei, zoals men die vandaag kent, herverdeelt alleen maar de beschikbare middelen, zonder nieuwe te creëren. De massale geldcreatie heeft het speculatieve karakter van het marktgebeuren ten top gedreven. Voor financiële afgeleide producten, die in waarde gestegen zijn en op iets minder dan

700.000 miljard USD bengelen, is het speculatieve karakter fors toegenomen. Dat valt af te leiden uit hun hefboomeffect, de verhouding tussen hun notionele waarde – de waarde die ze vertegenwoordigen – en hun marktwaarde. Die laatste daalde almaar door en bedraagt, volgens de laatste berekeningen van de Bank voor Internationale Betalingen, zo'n 17.000 miljard USD. De hefboom overschrijdt dus 40. Zo'n hefboom kan in beide richtingen werken.

Het overgrote deel van die afgeleide producten bestaat uit interestcontracten. Zij vormen meer dan 80% van het totaal. Hun waarde is dan dubbel onderhevig aan renteschommelingen. In de eerste plaats omdat ze leningen als onderliggende waarden hebben die zelf rentegevoelig zijn, en vervolgens omdat de waardering van afgeleide producten hoe dan ook renteafhankelijk is. Afgeleide producten zijn dus een tijdbom die zal ontploffen op de dag dat de rentetarieven definitief opwaarts ontwikkelen.

### **Rentestand en renteschaal**

Met dat gegeven in het achterhoofd weet elke obligatiebelegger voortaan waar hij naar moet kijken. Er zijn drie fundamentele factoren in de gaten te houden: de USD, de rentestand en de renteschaal. De USD moet trendmatig en rustig ontwikkelen op de wisselmarkt. Hij mag dus niet door de minste paniek worden getroffen. In die omstandigheden weet men dat het westerse bankwezen de zaken strak in handen heeft en het wel en het wee op de markten bepaalt. Daarvoor dient er voldoende vers kapitaal naar de USD te stromen, om de markten permanent te voeden.

Die kapitaalvereiste leidt ons naar de tweede factor, de rentestand. Gezien de westerse landen onder de schulden gebukt gaan, kan het niet anders dan dat de monetaire autoriteiten hen op de een of andere manier financieren om te beletten dat de interesttarieven de hoogte in vliegen. Centrale banken moeten die taak onderling verdelen. Het is vandaag al duidelijk: de Fed en de Britse centrale bank hebben hun tussenkomsten onlangs gestaakt, de ECB en haar Japanse evenknie hebben die taak overgenomen. Het geld blijft dus toe-

stromen. De rentetarieven kunnen in zo'n omgeving onmogelijk omhoogschieten.

Kapitaalbewegingen kunnen ook worden aangewakkerd door gepast renteversillen tussen muntblokken te handhaven. Het is dan ook belangrijk de vorm van de renteschalen tus-

sen de munten in het oog te houden. Wat de USD betreft, moet het renteverskil zo veel mogelijk in zijn voordeel ontwikkelen. Hij moet dus meer opbrengen dan andere gevestigde munten.

Zolang die drie factoren in dezelfde richting ontwikkelen, zullen de

schommelingen meestal speculatief en dus kortstondig zijn. Landen buiten de dollarinvloed kunnen wel roet in het eten gooien door dollarwerende maatregelen te treffen. Hier valt na te gaan hoe de dollarzone (eurozone inclusief) daarop zal reageren. Dat is de achilleshiel van het verhaal. ■

## Flash

# Bedrijfsobligaties in trek

**B**edrijfsobligaties waren het afgelopen jaar bijzonder in trek. Ze presteerden dan ook voortreffelijk tot aan het begin van de herfst. De aanhoudende daling van de olieprijs speelde de sectorgebonden obligaties heel wat parten. Dat gold vooral voor stukken in USD, met het rommelpapier als het belangrijkste slachtoffer.

De toestand zag er nochtans anders uit voor Belgisch bedrijfspapier in euro. Dat is voor een stuk te danken aan het monetaire beleid, dat een rentestijging onmogelijk maakt. Toch blijven niet alle stukken daarvan te heb-

ben geprofitteerd. Wie de koersontwikkeling van de voorbije twaalf maanden bekijkt, stelt vast dat de langstlopende obligaties de beste prestaties voorlegden. Dat wordt verklaard door de grotere koersgevoeligheid van die stukken voor rentebewegingen. Ze zullen voortreffelijk blijven presteren, zolang de rentetarieven

geen neiging vertonen om te verstrakken.

De slechtst presterende waarden noteren allemaal nog altijd boven pari (100%). Maar doordat ze hun vervaldatum naderen en de kortetermijntak van de rentecurve de neiging vertoont om te verstrakken, dalen hun koersen dubbel zo snel als verwacht. Het heeft weinig zin ze langer in portefeuille te houden, behalve voor beleggers die de recurrente couponopbrengst benutten.

De tabel toont de tien obligaties die de hoogste meerwaarde leverden en, onder de rode lijn, de vijf slechtste. ■

## BEDRIJFSOBLIGATIES PRESTEERDEN VOORTREFFELIJK TOT HET BEGIN VAN DE HERFST.

### De tien beste en de vijf slechtste bedrijfsobligaties van het afgelopen jaar

Emittent	Looptijd	Coupon	Datum	Koers	Koers	Verskil	Isin-code
				27/12/13	12/12/14		
Anheuser-Busch InBev	2013-2033	3,25%	24-01	98,35%	119,42%	21,42%	BE6248644013
Infrac	2013-2023	3,75%	30-10	99,20%	117,53%	18,48%	BE0002448232
Anheuser-Busch InBev Worldwide	2012-2024	2,88%	25-09	99,46%	113,65%	14,27%	BE6243179650
Eandis	2013-2023	2,88%	09-10	99,53%	113,50%	14,04%	BE0002443183
Eandis	2012-2022	2,75%	30-11	99,77%	112,35%	12,61%	BE0002442177
UCB	2013-2021	4,13%	04-10	102,36%	114,21%	11,58%	BE0002442177
Eandis	2011-2021	4,50%	08-11	113,53%	123,26%	8,57%	BE6228266902
Anheuser-Busch InBev	2011-2021	4,00%	02-06	110,88%	119,98%	8,21%	BE6221503202
Eandis	2010-2020	4,25%	30-12	109,18%	117,73%	7,83%	BE6212766131
Barry Callebaut Services	2011-2021	5,38%	15-06	111,87%	120,63%	7,83%	BE6222320614
Tessenderlo Chemie	2010-2015	5,25%	27-10	103,53%	102,93%	-0,58%	BE6209769239
Ontex IV	2011-2019	9,00%	15-04	109,00%	108,06%	-0,86%	XS0611590885
Bekaert Corp	2005-2015	4,13%	03-03	101,91%	100,68%	-1,21%	XS0210891254
Barry Callebaut Services	2007-2017	6,00%	13-07	113,39%	111,75%	-1,45%	BE0933072291
Anheuser-Busch InBev	2009-2017	8,63%	30-01	122,40%	117,54%	-3,97%	BE0934985020

Bron : Remes

## Munten

EUR

### Overheidspapier voorop

De Europese Unie (Aaa, stabiel; AA+, stabiel) duikt stilaan in een recessie, die gepaard gaat met deflatie. Ondanks alle pogingen van de Europese Centrale Bank (ECB), ondanks de opgelegde bezuinigingen, kampt elke lidstaat met dezelfde problemen: de werkloosheid neemt toe en de groei vertraagt aanzienlijk, terwijl de overheidstekorten opzwellen. Zoals altijd voorspellen de economen beterschap vanaf volgend jaar. De groei zou terugkeren en 1,2% bereiken (tegenover 0,8% vandaag). We kunnen dat moeilijk geloven, als geen afstand wordt gedaan van het suïcidale beleid dat de Europese Commissie de lidstaten oplegt.

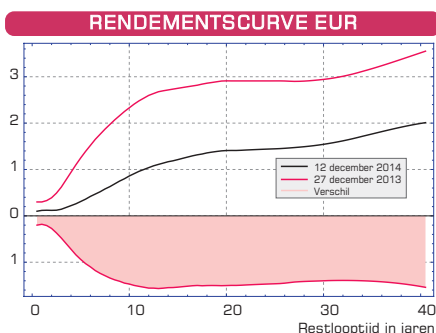
Het begrotingstekort van de hele zone stagneert op 2,6% van het bruto binnenlands product (bbp). De prestatie is hoofdzakelijk te danken aan het historisch lage rentepeil, dat de schuldenlast verlicht heeft. Alleen Duitsland boekt nog een overschot, maar dat krimpt langzaam in en stemt overeen met slechts 0,4% van het bbp van het land. 11,5% van de beroepsbevolking van de Europese Unie is werkloos. Het reële cijfer ligt vermoedelijk fors hoger. Opvallend is dat de landen die hun werkloosheid in toom wisten te houden, stilaan beginnen te bezwijken.

De euro (EUR) kon weinig vruchten plukken van het beleid van de ECB. Hij verstevigde op het einde van het jaar door de inzinking van de grondstoffenprijzen. Er is geen sprake dat hij snel herrijst. Daarvoor zijn de groeiperspectieven te broos. Hij kan daarentegen zelfs een chaotische ontwikkeling meemaken. Dat bijna de hele wereld door een groeivertraging wordt belaagd, zal de deviezenoorlog aanwakkeren. De lage rentestand in de eurozone bevoordeelt speculatieve kapitaalbewegingen (carrytrade) die de munt fors kunnen verstoren, als ze plots afgesloten moeten worden.

Voor de obligatiebelegger blijft de EUR de referentie. Dankzij de dalende renteontwikkeling – de schaal staat ongeveer 1% lager dan zes maanden

geleden – hebben de meeste stukken in EUR puike prestaties voorgelegd. Overheidsobligaties spannen de kroon, met koerswinsten die gemakkelijk 30% overschreden. Het stijngspotentieel is nog niet volledig verdwenen. Zeker als de ECB als onderdeel van haar relanceprogramma's overheidspapier op de markt begint te kopen. Ze veroorzaakt daardoor een zekere krapte, wat onvermijdelijk tot hogere koersen moet leiden. Ook de labiele toestand van het bankwezen zal de vraag naar overheidspapier blijven ondersteunen. En aangezien zulk papier als maatstaf dient voor de interestvergoeding van de andere leningen, kan het moeilijk anders dan dat die eveneens puike prestaties zullen voorleggen.

Alleen een ontsporing van de financiële wereld, die gepaard gaat met een plotse rentestijging, zal een einde maken aan die kunstmatige toestand. En dat zou wel eens in de loop van 2015 kunnen gebeuren.



USD

### Afbouwen

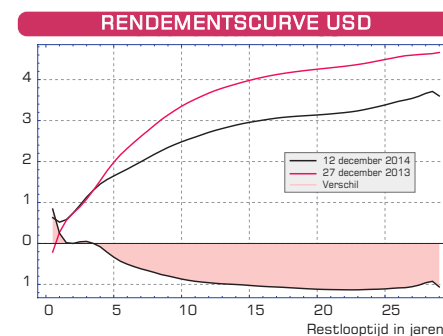
De recente stijging van de dollar (USD) trekt zeker vreemd kapitaal naar de Verenigde Staten (Aaa, stabiel; AA+, stabiel) aan. Dat biedt het voordeel dat de overheid zich probleemloos kan financieren en dat de interesttarieven nog een poosje laag blijven. Wel vervlakt de renteschaal, wat geen aanmoedigend teken is. Toch zijn de meeste analisten ronduit positief over de toekomst van het land. Ze voorspellen een verdubbeling van de groei en beweren dat, dankzij de dalende olieprijs en de sterkte van de USD, de consumptie een boost krijgt. Hoewel de sterkte van de dollar zeker de financiële sector ten goede komt, is dat minder het geval zijn voor de andere sectoren. Multinationals die

het overgrote deel van hun opbrengsten in het buitenland realiseren, verdienen minder. De dalende olieprijs zal niet alleen de petroleumsector in moeilijkheden brengen, ze zal ook alle andere sectoren ondermijnen.

De stijgende dollarkoers zal bovendien de deviezenoorlog aanwakkeren. De USD won meer dan 10% tegenover de EUR het afgelopen jaar. Hij wordt bevoordeeld door een positief renteververschil met de EUR. Op middellange termijn brengt een belegging in USD gemiddeld 1% meer op, en op lange termijn meer dan 1,5%. Zolang dat verschil in het voordeel van de USD blijft ontwikkelen, kan de USD verder verstevigen.

De ontwikkeling van de USD op de wisselmarkt wordt ook beïnvloed door de houding van de groeilanden. Die zijn vandaag dubbel benadeeld. Enerzijds zien ze de opbrengst uit hun grondstoffenontginningen dalen, anderzijds keldert de waarde van hun munt. Als die trend te lang aanhoudt, zullen de belangrijkste van die landen het voorstel van China en Rusland gemakkelijker aanvaarden en zich losrukken van de hegemonie van de USD. De dag dat ze niet langer verplicht worden hun zaken in USD af te handelen, zien de Verenigde Staten minder vreemd kapitaal naar hun land stromen. Dan pas zullen ze beseffen dat het gevoerde beleid niets heeft opgebracht.

Ondanks de puike prestaties van obligaties in USD blijven we aanraden de munt te verlaten. Zijn sterkte is zuiver kunstmatig en kan onmogelijk worden gevrijwaard. Liever de boot verlaten, zolang het nog kan.



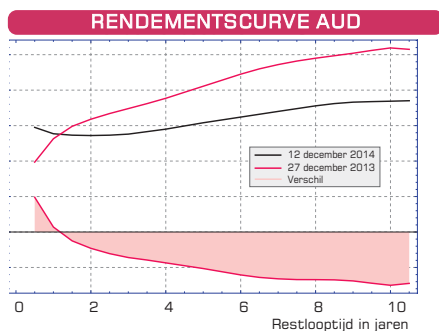
AUD

### Interessant

De groeivertraging in China begint averechtse effecten te hebben op de

Australische economie. Met moeite kon Australië (Aaa, stabiel; AAA, stabiel) een groeicijfer van 3% voorleggen. Dankzij een pragmatische monetaire en fiscale politiek kon het land zijn begroting in bedwang houden. Het tekort daalde verder en stemde overeen met 1,9% van het bbp. De inflatie blijft er onveranderd, maar toonde een opwaartse neiging die nu, met de algemene daling van de grondstoffenprijzen, volledig in de kiem gesmoord is. De regering heeft tijdens de laatste top van de G-20 die het land organiseerde, nieuwe handelsovereenkomsten met China ondertekend, wat de groei zal ondersteunen.

De dollar (AUD) blijft een wispelturige munt, die vaak het slachtoffer is van speculatieve kapitaalbewegingen. Hij versterkte met 2,4% het afgelopen jaar, maar zijn stijgingspotentieel zwakt af. De renteschaal is, net als overal ter wereld, naar beneden gegleden, maar vertoont de neiging om te vervlakken. Obligaties in AUD legden knappe returns voor. Als de economie blijft slabakken, vergroot de kans dat ze dit jaar nog meer opbrengen dankzij een verdere rentedaling. Een belegging in AUD moet ongeveer 3% meer opleveren dan een in EUR.

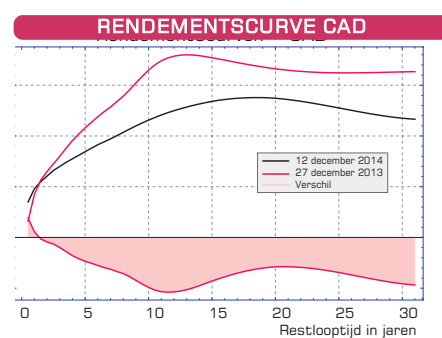


### CAD Afbouwen

De daling van de grondstoffenprijzen, en meer bepaald die van de olie, begint de economische toestand in Canada (Aaa, stabiel; AAA, stabiel) parten te spelen. Het land sloot het jaar af met een groei van 2,6%, hoofdzakelijk afkomstig van herwaarderingen en voorraadvormingen. Het aantal faillissementen neemt gevaarlijke proporties aan. De werkgelegenheid, die in het begin van het jaar verbeterde, is plots verslechterd. 6,5% van de

beroepsbevolking is officieel werkloos. Het reële cijfer ligt fors hoger, net zoals in de Verenigde Staten. De geopolitieke houding van de regering zal veel deuren in het Verre Oosten gesloten houden, wat de groeiperspectieven in het nauw brengt.

De Canadese dollar (CAD), die 1,8% verdapperde het afgelopen jaar, na een korte inzinking in het begin, blijkt uitgeput. De obligaties in CAD hebben echter puike returns opgeleverd, allemaal te danken aan de dalende renteschaal. Die is zo wat 1% naar beneden gegleden en vertoeft tussen 0,5 en 1,5% boven die in EUR.



### NZD

### Met winstpotentieel

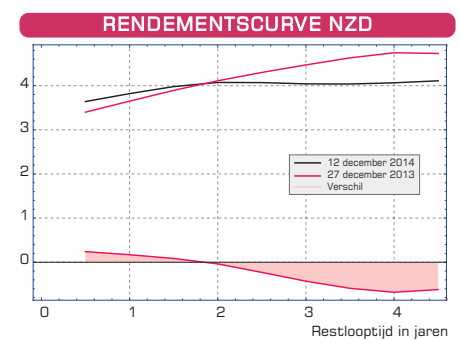
Nieuw-Zeeland (Aaa, stabiel; AA, stabiel) zit aan de vooravond van een politieke omwenteling. De eilandengroep, die zich voortreffelijk herstelde na de aardbeving van twee jaar geleden, begint uitgeput te geraken. De daling van de grondstoffenprijzen schaadt de perspectieven. Voor dit jaar kan het land nog rekenen op een groei boven 3%, maar die zal het onmogelijk bereiken, zolang de

### EEN BELEGGING IN AUD MOET ONGEVEER 3% MEER OPLEVEREN DAN EEN IN EUR.

wereldeconomie blijft slabakken. Het begrotingstekort, dat al jaren verkleinde, is opnieuw gaan stijgen. Het stemt vandaag overeen met 1% van het bbp. Ondanks de mooie prestatie van de dollar (NZD), die 5,1% verster-

vigde tijdens het afgelopen jaar, kampt het land nog altijd met een massale kapitaalvlucht, vooral speculatief kapitaal afkomstig van carrytrade. Het tekort op de lopende rekeningen bedraagt 4,5% van het BBP, terwijl het land geen handelsoverschot meer boekt.

Voor obligaties is er weinig veranderd. De munt is zeker aantrekkelijk voor de lange termijn, maar het aanbod aan stukken is te gering om een ruime diversificatie toe te laten. De renteschaal is fors vervlakt en heeft bijna de vorm van een horizontale lijn. Dat voorspelt weinig goeds voor de conjunctuur. De kans is dus groot dat de renteschaal nog verder naar beneden glijdt, wat in het voordeel is voor de returns van NZD-obligaties. Die moeten ongeveer 4% meer bieden dan papier in EUR.



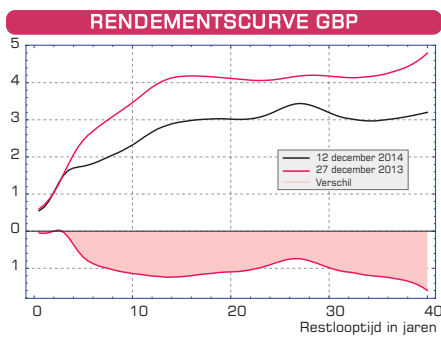
### GBP

### Speculatief interessant

Groot-Brittannië (Aa1, stabiel; AAA, stabiel) wacht moeilijke tijden. Economisch, ondanks een groei van 3% voor dit jaar, zijn alle voorspellingen neerwaarts gericht. Het cijfer zelf wordt ter discussie gesteld. Het handelstekort zwelt met de dag aan en bedraagt meer dan 186 miljard USD. Ook het tekort op de lopende rekeningen neemt toe en stemt nu al overeen met 4,4% van het bbp. De begroting begint tekenen van ontsporing te vertonen. Het tekort bedraagt 5% van het bbp. De enige beterschap is te vinden in de werkgelegenheid, waar de werkloosheidscijfers zijn teruggedrongen tot 6%. Wel moet worden aangestipt dat de meeste Britten liever tegen een hongerloon werken dan werkloos te zijn. De kans is klein dat het land

zonder kleerscheuren uit de verkiezingen van begin mei komt.

De obligaties in GBP toonden aantrekkelijke returns, zeker de langlopende leningen. Dat is te danken aan de daling met 1% gemiddeld van de renteschaal. Er bestaat nog wat speling in de rentestand om een verdere daling toe te laten in geval de economie ontspoorde. In dat opzicht, dus zuiver speculatief, is het GBP interessant. Thans verschaft een obligatie in GBP zowat 1,5% meer rendement dan een vergelijkbare in EUR.



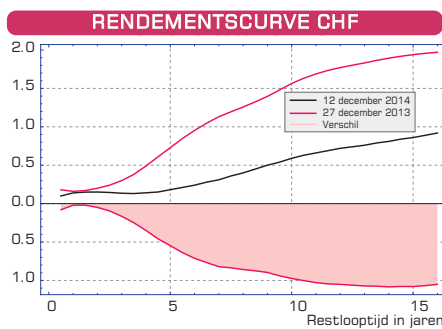
### CHF

## De verzekering bij uitsteking

Zwitserland (Aaa, stabiel; AAA, stabiel) is een unicum. Het bergland blijkt onaantastbaar. Hoewel het zijn munt (CHF) virtueel heeft gekoppeld aan de euro, haalt het daaruit een profijt dat geen enkel land kan evenaren. Het boekt niet alleen een handelsoverschot, de lopende rekeningen vertonen zelfs een saldo van 12%. Een zwakke deflatie heeft geen vat gehad op de groei, die zich op 1,4% stabiliseerde, dubbel zo hoog als die van de eurozone. De werkloosheid blijft al jaren op 3,2% hangen en het begrotingsoverschot stemt nog altijd overeen met 0,3% van het bbp. Zwitserland is goud waard.

De renteschaal, die al een van de laagste ter wereld is, kon in de loop van afgelopen jaar verder neerwaarts glijden. De langetermijnrente is met meer dan 1% gedaald. Wat natuurlijk niet zonder gevolg bleef op de returns van obligaties, die zijn vergelijkbaar met die in andere gevestigde munten. Lage interesten leiden dus niet noodzakelijk tot lage returns. De CHF versterigde lichtjes (+2,2%) en staat amper 0,1 CHF van zijn opgelegde

spilkoers van 1,20 CHF voor 1 EUR. De CHF blijft de munt bij uitsteking in onzekere tijden.



### JPY

## Als diversificatie

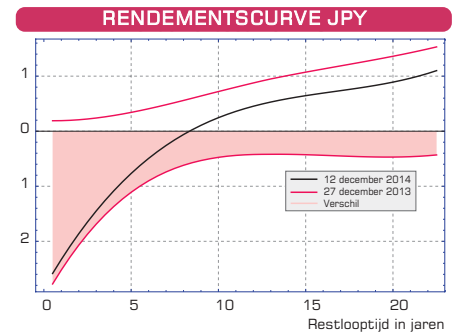
De Abenomics is een fiasco geworden. De groei die het plan van eerste minister Abe moest bevorderen, bleef uit. Japan (A1, stabiel; AA-, negatief) verviel opnieuw in recessie en sluit het jaar af met een groeivertraging van 1,2%. Ook het andere onderdeel, een inflatieversnelling tot 2%, bleef

## DE CHF BLIJFT DE MUNT BIJ UITSTEK IN ONZEKERE TIJDEN.

buiten bereik. De inflatie bleef tegen 1% bengelen, ondanks de daling van de yen (JPY). Het handelstekort blijft toenemen en wordt amper gecompenseerd door kapitaalimport. De lopende rekeningen vertonen een belachelijk klein saldo van 0,2% tegenover het bbp. Het land kampt met een nieuw fenomeen: stijgende werkloosheid. Het cijfer heeft niets gemeen met wat we in Europa kennen (3,6 tegenover 11,5%), maar zorgt toch voor wat ongemak in de regering. Die heeft dan ook vervroegde verkiezingen uitgeroepen.

De JPY die tot aan de herfst versterigde, raakte heel wat pluimen kwijt sindsdien. Per saldo verloor de munt 1,8%. De renteschaal is blijven zakken. De obligaties toonden positieve returns, maar hun potentieel is zo goed als opgebruikt. Een obligatie in JPY brengt gemiddeld 0,6% minder op

dan een aanverwante in EUR. Alleen als diversificatie verantwoord.

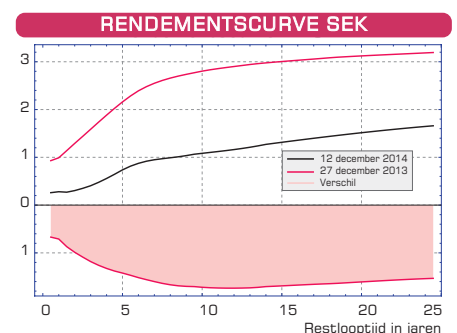


### SEK

## Geen alternatief voor de EUR

Door gepaste monetaire en fiscale ingrepen heeft Zweden (Aaa, stabiel; AAA, stabiel) de versnelde groeivertraging kunnen omkeren. Het land wist uiteindelijk een groei van 2,6% voor te leggen. Het kon de deflatie-neiging niet beteugelen en heeft al zijn munitie opgebruikt. Er staan vervroegde verkiezingen voor de boeg, die tot een economische omwenteling kunnen leiden. De vraag is of de Riksbank van beleid zal wijzigen. De Zweedse kroon (SEK) vertoefde al het hele jaar in een dalend kanaal. Hij verloor 5,5% het afgelopen jaar. De kans is groot dat het overschot op de lopende rekeningen zal smelten als sneeuw voor de zon, tenzij de rentetarieven opwaarts ontwikkelen.

De renteschaal gleed niet minder dan 1,5% naar beneden, wat de obligaties in SEK puikere returns verschaft. Op dit ogenblik brengt een obligatie in SEK gemiddeld amper 0,2% meer op dan een in EUR. Zolang dat renteververschil zo laag blijft, is het niet langer interessant die munt als alternatief voor de EUR te gebruiken. De schommelingsmarges zijn te breed.



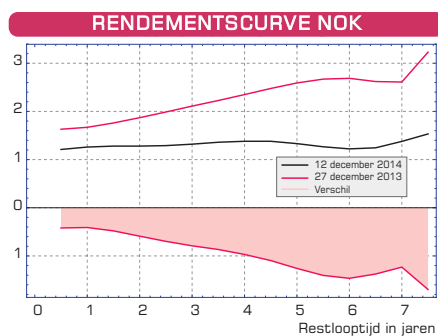
NOK

## Interessant op LT

De plotse daling van de olieprijs heeft de perspectieven van Noorwegen (Aaa, stabiel; AAA, stabiel) ietwat versomberd. Het land had zich weliswaar voorbereid op een groei-vertragening, maar die bleek omvangrijker dan verwacht. Het land haalde nog een groei van 2,1%, of 0,3% lager dan voorspeld. In tegenstelling tot alle andere voorspellingen mikt de regering op een verdere vertraging tot 1,5% voor 2015.

Op dit moment weegt die vertraging amper op de nationale rekeningen. De begroting sluit nog altijd af op een overschot van 12,2% van het bbp. De forse daling van de Noorse kroon (NOK) met 8,3% woog op de lopende rekeningen, die 2% lager eindigden dan zes maanden geleden, op 11,2% van het bbp. Noorwegen is hoofdzakelijk een gasleverancier en expert in diepwaterontginningen.

De daling is zeker van korte duur. De Noorse centrale bank houdt voorlopig haar bankwezen in de gaten en bekommert zich weinig om de daling van de NOK. De obligaties in NOK vertoonden positieve returns, maar die bleken ontoereikend om de koersdaling van de munt goed te maken. Als het herstel van de conjunctuur te lang op zich laat wachten, heeft de centrale bank nog altijd voldoende ruimte om in te grijpen. In die zin blijft een belegging in NOK aantrekkelijk op lange termijn. Gemiddeld moet een obligatie in NOK 1% meer rendement geven dan een aanverwante in EUR.



RUB

## Uiterst speculatief

Rusland (Baa2, negatief; BBB-, negatief) is het slachtoffer van geopolitieke

aangelegenheden waarin het onvrijwillig is meegesleurd. Met hun sancties hoopten de westerse mogendheden het land naar hun visie om te buigen. De daling van de petroleumprijs moest niet alleen de exportmogelijkheden van Rusland inperken, ze richtte zich meer op de roebel (RUB).

Tot voor kort bepaalde de Russische centrale bank dagelijks de schommelmarges waarin de munt mocht bewegen. Een maand geleden liet ze die benadering varen. De RUB vlot nu vrijen volgt perfect de daling van de olieprijs. De munt verloor 36,5%. Die daling oefent nog geen noemenswaardige invloed op de nationale rekeningen uit, zoals het Westen verlangde. Bovendien – en door van de sancties – heeft Rusland zijn afzetgebied verplaatst naar het Verre Oosten en Zuid-Amerika. Het verkiest ruilhandel boven markthandel, wat de verrichtingen prijsongevoelig maakt.

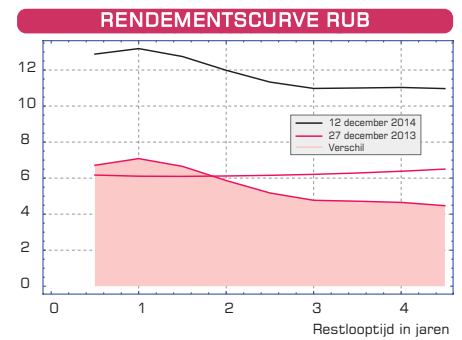
Het land is een van de weinige die in autarkie kunnen functioneren, wat maakt dat de sancties op termijn wei-

## DE NOORSE BEGROTING SLUIT NOG ALTIJD AF OP EEN OVERSCHOT VAN 12,2% VAN HET BBP.

nig invloed hebben. De belangrijkste bedrijven zijn zo niet geheel, dan wel gedeeltelijk in handen van de overheid. Ze kunnen in die hoedanigheid altijd een beroep doen op de aanzienlijke wisselreserves van het land, geraamd op 430 miljard USD (slechts 35 miljard lager dan zes maanden geleden), om er hun buitenlandse schulden af te lossen. Voor 2015 hoeven ze slechts 25 miljard terug te betalen. Westerse economen voorspellen niettemin een nulgroei voor het volgende jaar. Dat is zonder rekening te houden met het feit dat Russische bedrijven hun kosten in RUB aanrekenen en die in deviezen kunnen verkopen in het buitenland. Vandaag verdienen ze dus 40% meer dan voordien. Een niet te versmaden winstmarge.

De obligaties in RUB verloren heel wat terrein sinds juni en eindigden

allemaal met negatieve returns. De RUB bleek de slechtste belegging van het jaar. Het is dan ook raadzaam dat beleggers die zulke stukken bezitten, die doorrollen de dag dat ze vervallen. Men zal niet zozeer winst halen uit een rentebeweging, maar veeleer uit het herstel van de munt. Momenteel levert een RUB-obligatie gemiddeld 11% meer op dan een gelijkaardige in EUR.



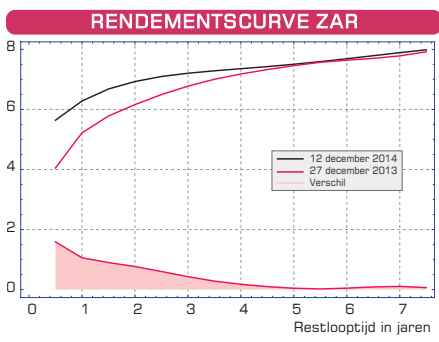
ZAR

## Alleen voor de LT

Zuid-Afrika (Baa2, stabiel; BBB-, stabiel) kampt nog steeds met dezelfde problemen. De conjunctuur stagneert er al jaar en dag. Ze vertraagde lichtjes, net als overal elders ter wereld, en haalde slechts 1,4%, of 0,2% minder dan zes maanden geleden. Merkwaardig genoeg wordt een aanwakking tot 2,9% voorspeld voor 2015. Weinig geloofwaardig. De werkloosheid blijft onmetelijk hoog en treft 25,4% van de beroepsbevolking. Alleen Griekenland doet het nog slechter. De buitenlandse rekeningen vertoeven nog altijd in het rood. De lopende rekeningen zien 5,2% van het bbp naar het buitenland verdwijnen. Het begrotingstekort raakt niet onder controle en stemt overeen met 4,4% van het bbp. Het enige soelaas kan komen uit een nauwere samenwerking met de BRICS-landen. En die is in de maak, gepromoot door China en Rusland.

In tegenstelling tot de andere munten is de renteschaal in ZAR naar boven gegleden. De stijging was het felst op de kortetermijntak. Het gevolg is een vervlakking van de curve, wat weinig goeds voorspelt voor de toekomst. Een positie in ZAR, die gemiddeld 7% meer opbrengt dan in EUR, is alleen interessant op

de lange termijn. Doorrollen is dus de boodschap.

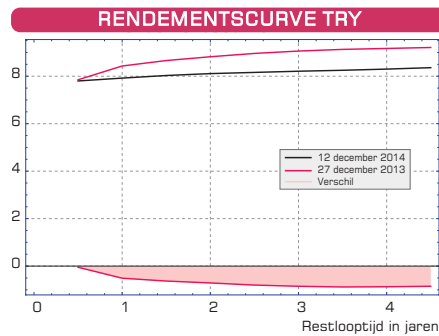


### TRY, HUF, PLN Af te raden

Turkije (Baa3, negatief; BB+, negatief) ziet zijn buitenlandse rekeningen verslechteren, ondanks een puike prestatie van de munt, die profiteerde van de stijgende rentetarieven. Die moesten een halt toeroepen aan de versnelde inflatie, die nog steeds boven 7% bengelt. Het tekort op de lopende rekeningen bedroeg 6% van het bbp, wat aangeeft dat de opwaardering van de lira (TRY) hoofdzakelijk te danken is aan speculatieve kapitaalbewegingen (carrytrade) en dus even snel kan instorten. Het land kampt bovendien met een hardnekkige werkloosheid, die meer dan 10% van de beroepsbevolking treft. De geopolitieke omstandigheden zijn ook niet van aard om beterschap in een nabije toekomst te bevorderen. Toch menen de economen dat de groei volgend jaar 3,7% zal bereiken, tegenover 1,7% op dit ogenblik. Weinig geloofwaardig. De TRY blijft afgeraden.

Polen (A2, stabiel; A-, stabiel) en Hongarije (Ba1, stabiel; BB, stabiel) zijn beide het slachtoffer van de sancties tegen Rusland. Van de twee landen presteert Hongarije het best. Het boekte een handelsoverschot en trok vreemd kapitaal aan, in tegenstelling tot Polen, waar beide rekeningen negatief afsloten. Het Hongaarse

begrotingstekort vertegenwoordigt 2,9% van het bbp, bijna half zo laag als dat van Polen, dat 3,5% bereikte. Ook de werkgelegenheidscijfers in Hongarije zijn beter. Slechts 7,1% van de beroepsbevolking is er werkloos, minder dan in de eurozone en Polen (beide 11,5%). Geen van beide munten is koopwaardig op dit ogenblik.



### BRL, MXN Als diversificatie

De Wereldbeker in Brazilië (Baa2, negatief; BBB-, stabiel) is achter de rug. Ook de presidentiële verkiezingen zijn afgerond. Er is massaal kapitaal uit het land gevlucht, in tegenstelling tot wat voordien gebeurde. De lopende rekeningen vertonen een negatief saldo dat 3,6% van het bbp vertegenwoordigt. Het land kende een lichte recessie. Men voorziet beterschap in 2015 en een matige groei van 1,4%. De real (BRL) had het zwaar te verduren na de uitslag van de verkiezingen, maar is vandaag aan een remonte bezig. Per saldo is hij 1,5% kwijtgeraakt. Hij wordt echter met ijzeren hand beheerd door de centrale bank. Die beschikt over 375 miljard USD om in te grijpen. De obligaties in BRL beëindigden het jaar met licht positieve returns, die de daling van de wisselkoers volledig goedmaken. De renteschaal is fors vervlakt: de kortetermijntak gleed opwaarts terwijl de lange neerwaarts donderde. De curve is thans lichtjes convex. Obligaties in BRL brengen gemiddeld

10,5% meer op dan die in EUR. Ze zijn alleen interessant voor wie stalen zenuwen heeft en op lange termijn redeneert.

De politieke onrust in Mexico (A3, stabiel; BBB+, stabiel) heeft nog geen noemenswaardige gevolgen gehad voor de nationale rekeningen, noch voor de peso (MXN). Het land kon zich optrekken aan de groeiversneling van de Verenigde Staten en sloot het jaar af met een groei van 2,2%. Het kon daarvan echter weinig profiteren. Het kapitaal vlucht het land uit, zoals het tekort op de lopende rekeningen aangeeft. De daling van de olieprijs zal haar tol eisen. We delen daarom het optimisme van de economen niet. Zij voorspellen een verdubbeling van de groei voor 2015. De rentecurve gleed 0,5% naar beneden, zonder van vorm te veranderen. De returns waren dan ook positief en voldoende hoog om het wisselverlies van 2,4% op te vangen. Een belegging in MXN moet 2,5% meer opleveren op korte termijn, tot 4,5% op de lange. De munt blijft een mooie diversificatie voor de USD. ■

