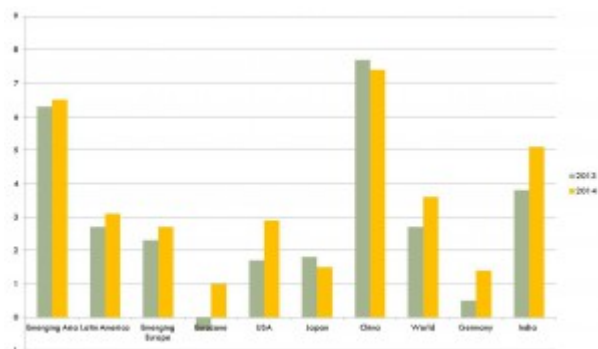


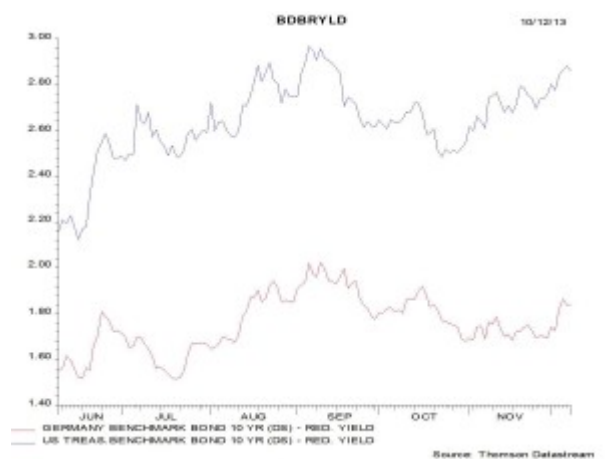
Tijdens het afgelopen semester werden de financiële markten vooral gekenmerkt door (beperkte) stijgingen van de LT rente, relatief goede prestaties van de wereldbeurzen ( behoudens de groeilanden ), afnemende renteversillen op de overheidsobligaties van Spanje, Italië en Ierland met Duitsland omwille van het wegebben van de Eurocrisis, verdere dalingen van de Europese KT rente, hernemende economische groei in de VSA en tegenvallende prestaties in China in combinatie met een (lichte) herneming van de activiteit in de Eurozone, waar Duitsland zich steeds meer weet te onderscheiden omwille van haar specialisatie in kwaliteitsvolle en efficiënt geproduceerde kapitaalgoederen.

Tabel 1: Groeivoorzichten (IMF)



De rentestijgingen op de LT overheidsobligaties in de VS vormden ook het signaal van (beperkte) stijgingen van (o.a. de Belgische en) Duitse LT rente.

Grafiek 1: Evolutie van de Amerikaanse en Duitse LT rente (10 jaar)



Dergelijke opstoten van de LT rente mogen ons niet verbazen gelet op het manifeste herstel van de bouwactiviteit in de VS. Vergeet immers niet dat precies de implosie van deze zeer arbeidsintensieve sector na de terugval van de vastgoedprijzen in 2007 en 2008, een uitgesproken nefaste invloed heeft uitgeoefend op de Amerikaanse (en wereld-) conjunctuur. Via de zeer lage LT rente die de Amerikaanse Centrale Bank wist te creëren op basis van haar massieve terugkoopprogramma's van Overheids- en hypotheekobligaties, herstelde deze sector zelfs zeer spectaculair en verrassend snel tot het precrisis niveau.

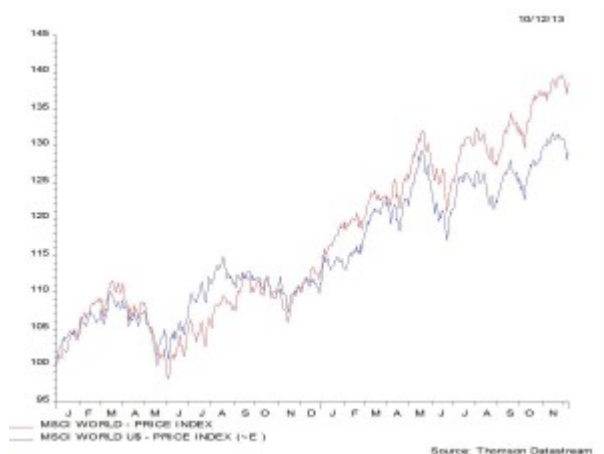
Grafiek 2: Index van de bouwactiviteit in de VS



Vandaar ook de terechte opmerking van Voorzitter Bernanke dat de Fed er wellicht goed aan zou doen haar monetaire injecties geleidelijk af te bouwen. De financiële markten vreesden echter een te abrupte afbouw van deze stimulerende impulsen en kenden hierdoor wereldwijd vrij substantiële neerwaartse koerscorrecties.

Uit de feiten bleek echter snel dat de Amerikaanse Centrale Bankiers zich bijzonder voorzichtig wensten op te stellen bij het bijsturen van haar zeer succesrijke politiek. De eerste aanpassingen van het beleid zouden zich pas medio januari 2014 situeren en zich in eerste instantie beperken tot een vermindering van het tempo van de aankopen van staatsobligaties. De Westerse aandelenmarkten reageerden positief op deze redelijke houding van de Amerikaanse Monetaire Overheid en konden na enkele maanden hun recordniveau van april 2013 zelfs overtreffen op basis van de gunstige (verwachte) ontwikkeling van de bedrijfsresultaten.

Grafiek 3: Evolutie wereldindex Aandelen in lokale munt en Euro



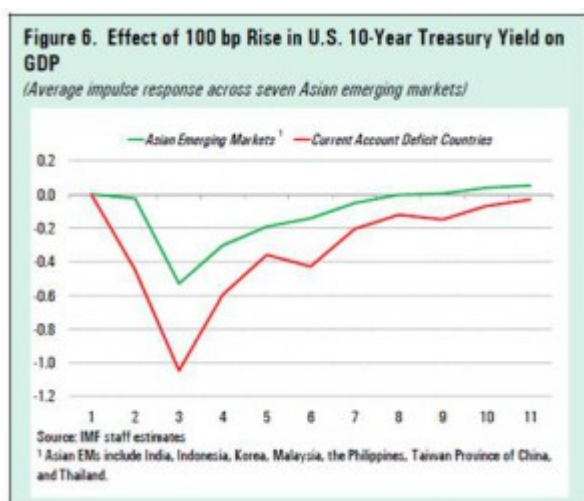
De obligatiemarkten hebben echter een dergelijke compenserende factor niet en konden vandaar minder positief reageren. De noodzaak tot een verdere rentestijging is daarenboven onmiskenbaar in het perspectief van de verbeterende conjuncturele voorzichten in de Westerse industriële landen en Japan. Een stijging met 1% tegen het einde van 2014 zou echter reeds volstaan om de huidige groeiverwachtingen te kunnen vertalen in een evenwichtige rentestand, zeker in het licht van de huidige, zeer matige inflatieverwachtingen.

Grafiek 4: Inflatieverwachtingen in de Eurozone op 1 en 5 jaar



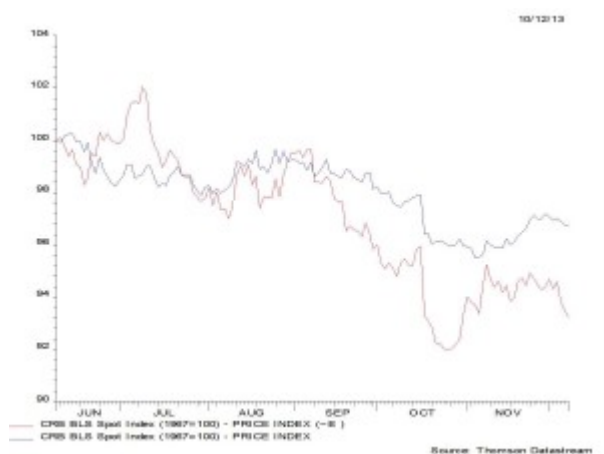
Maar hoe dan ook, een rentestijging weegt steeds op de koersen van LT obligaties. Vandaar dat de obligatiemarkten in de komende een veel moeilijkere periode wacht dan de aandelenmarkten van de geïndustrialiseerde landen. Deze laatste kunnen immers de negatieve impact van rentestijgingen (meer dan) compenseren met hogere verwachte bedrijfswinsten en afnemende risicopremies. Deze redenering is evenwel minder van toepassing op de groeilanden. Dit heeft een dubbele oorzaak. Enerzijds weegt de onzekerheid over het toekomstige groeipad van de Chinese economie nog steeds te zwaar op de Aziatische aandelenmarkten, ondanks de structurele (correcte) maatregelen die de Chinese politieke top enkele weken geleden heeft aangekondigd. Anderzijds weegt een stijging van de Amerikaanse LT rente steeds zwaar door op de Aziatische economie. De betrokken landen ondervinden dan immers zeer snel hinder op het vlak van hun wisselkoersen hetgeen resulteert in een opstoot van inflatie. Dit moet bestreden worden met een verhoging van de KT rente waardoor de economische groei op zijn beurt afgezwakt wordt. Vandaar ook dat de Aziatische groeilanden in de komende maanden een moeilijkere maar haalbare herstelperiode tegemoet gaan.

Grafiek 5: Impact van een Amerikaanse rentestijging van 1% op de Aziatische groei en lopende rekening ( per kwartaal volgend op de rentestijging )

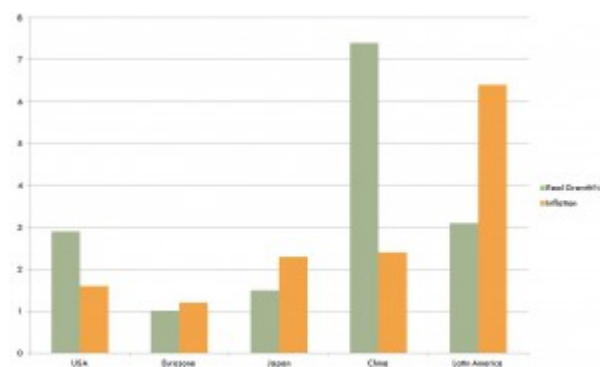


De situatie in Latijns-Amerika biedt in de huidige constellatie weinig perspectief. De hogere Amerikaanse rente zet neerwaartse druk op de wisselkoersen in deze regio, hetgeen resulteert in een slechtere importpositie die echter niet kan worden gecompenseerd door een verbetering van de exportpositie die immers te veel verbonden is aan de grondstoffenmarkten, die een zwak patroon blijven vertonen.

Grafiek 6: Evolutie van de grondstoffenprijzen in US\$ en Eur



Tabel 2: Inflatie en groei 2014 (IMF)



In defensief gerichte portefeuilles geeft dit aanleiding tot een algemene verkorting van de looptijden van obligaties. De posities in aandelen (met nadruk in Europa) kunnen geleidelijk worden opgebouwd tot maximaal 30%, terwijl posities in High Yield en Emerging bonds in beperkte mate ( en met voldoende korte looptijden) aangehouden mogen blijven. In dynamische portefeuilles worden de aandelenbeleggingen tot 50 à 60% verhoogd, met nadrukkelijke accenten in de VS, Europa en in mindere mate China, waar we ons vooral concentreren op de consumentenmarkt.