



**Financieel
Forum**

Oost-Vlaanderen

Beleggingsavond 16-11-2010

- Presentatie Peter De Keyzer: p. 2 tot 30
- Presentatie Stefan Duchateau: p. 31 tot 122

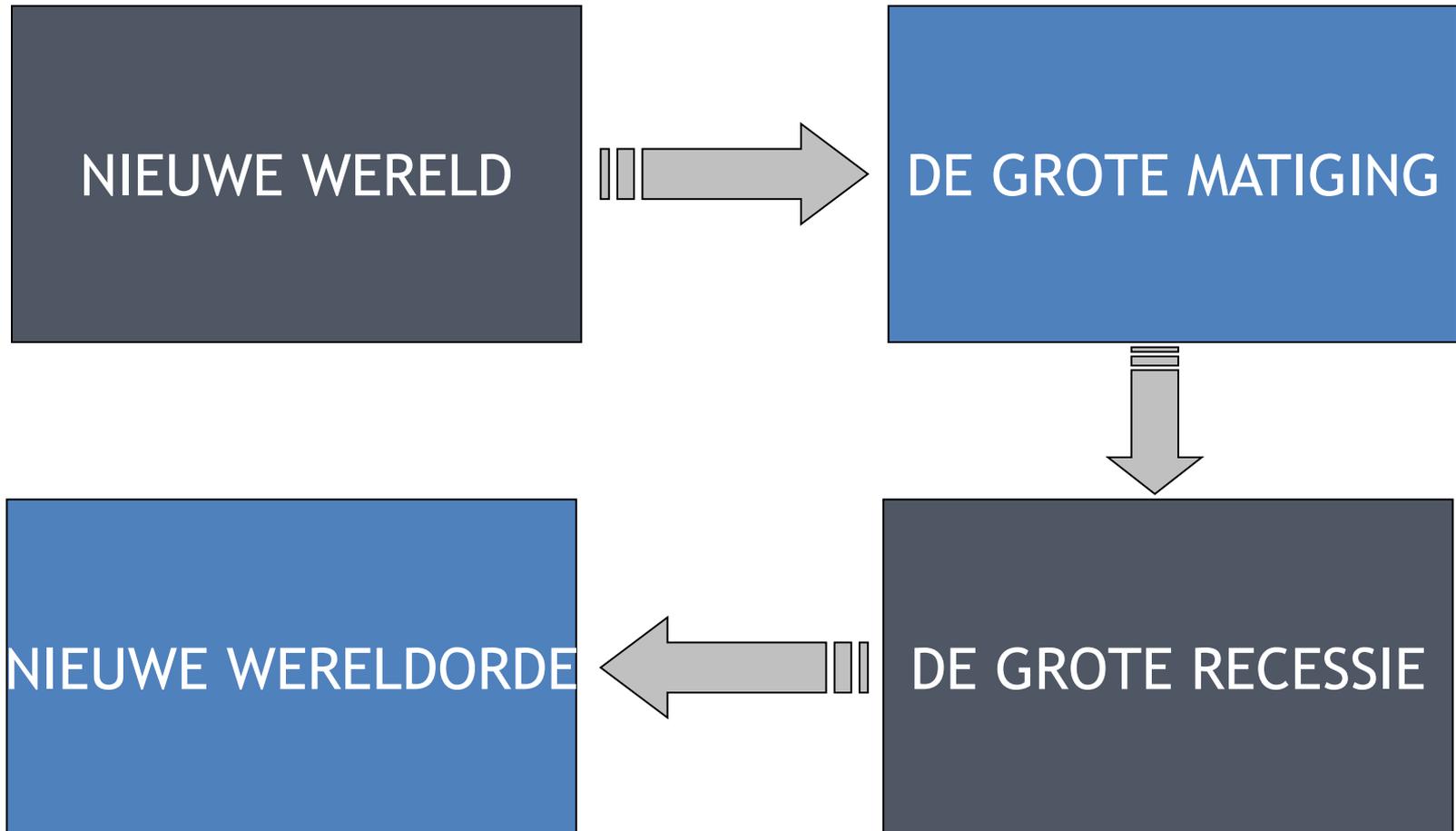


*"Hoe rendabel en veilig beleggen in 2011?
Bij overheid of privé?"*

*Peter De Keyzer,
Hoofdeconoom Petercam
Peter.dekeyzer@petercam.be*



Twée decennia economische geschiedenis



Twée decennia economische geschiedenis

Een nieuwe wereld

- 3 miljard nieuwe consumenten
- Globalisering
- De Grote Matiging
- Financiële Revolutie
- Deregulering

- Inflatie laag en stabiel
- Grondstoffenprijzen laag en stabiel
- Groei hoog en stabiel
- Ver-banking neemt hoge vlucht

Een nieuwe wereldorde

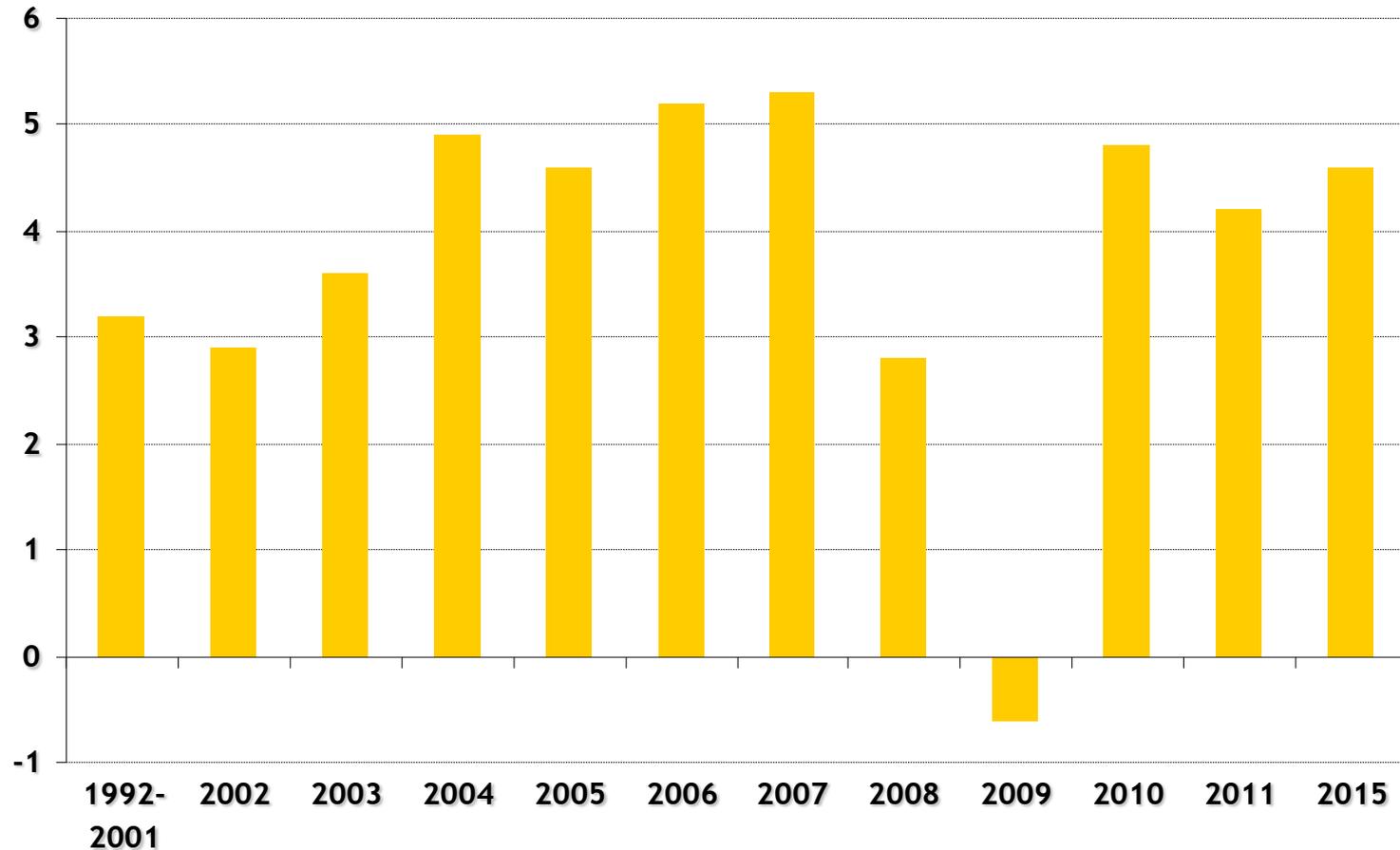
- Quid G20 ?
- Quid toekomst euro?
- Quid Plaza-akkoord II?
- Onzekerheid...

CRISIS



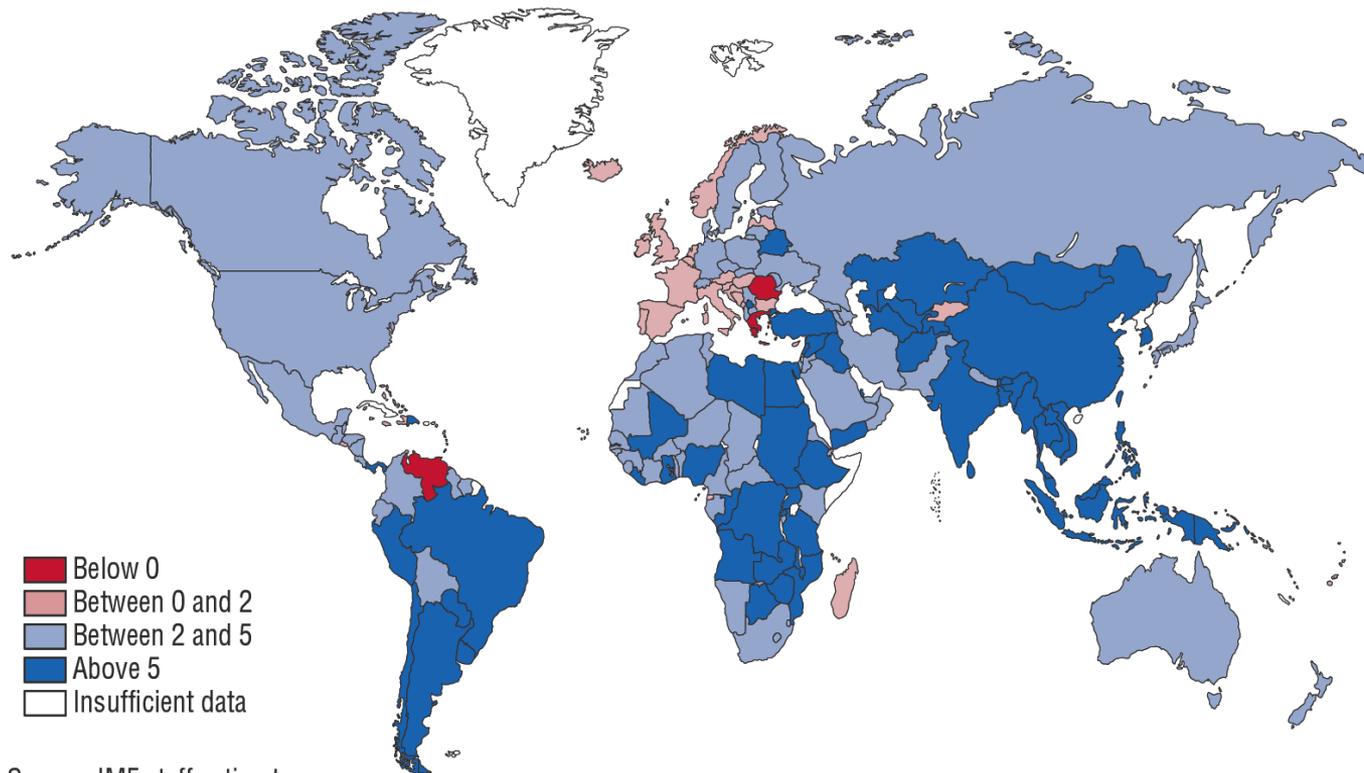
Wereld groeit opnieuw

Groei wereldeconomie (in %)



Weerkaart wereldeconomie

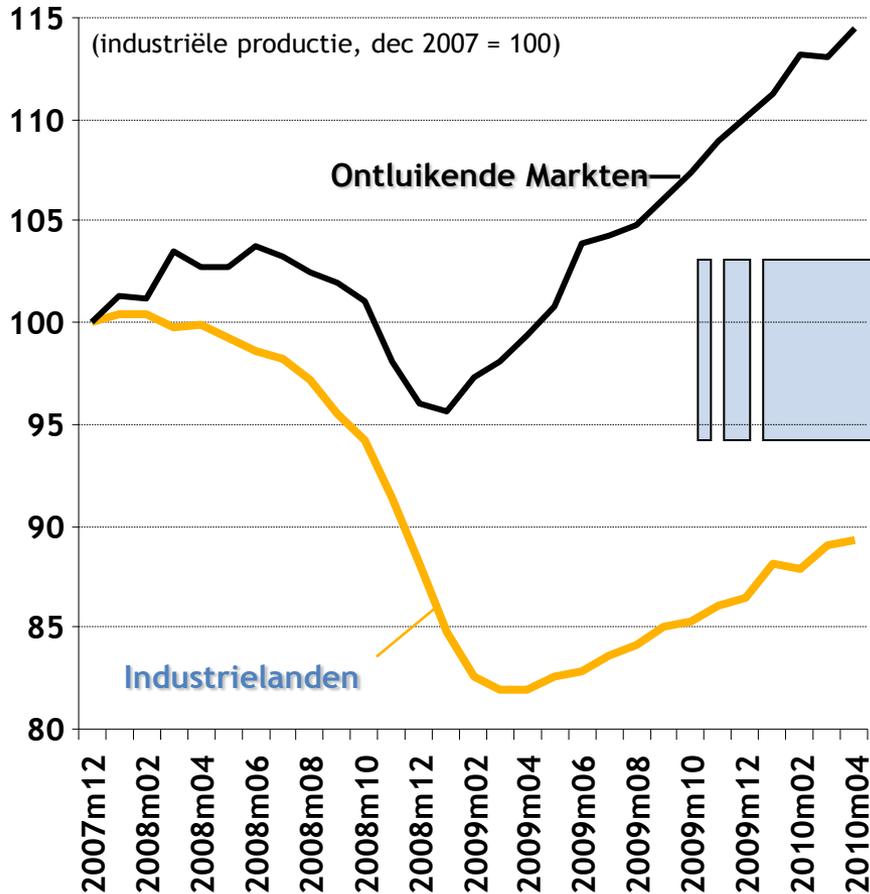
Gemiddelde groei reële BBP 2010-11 (in %)



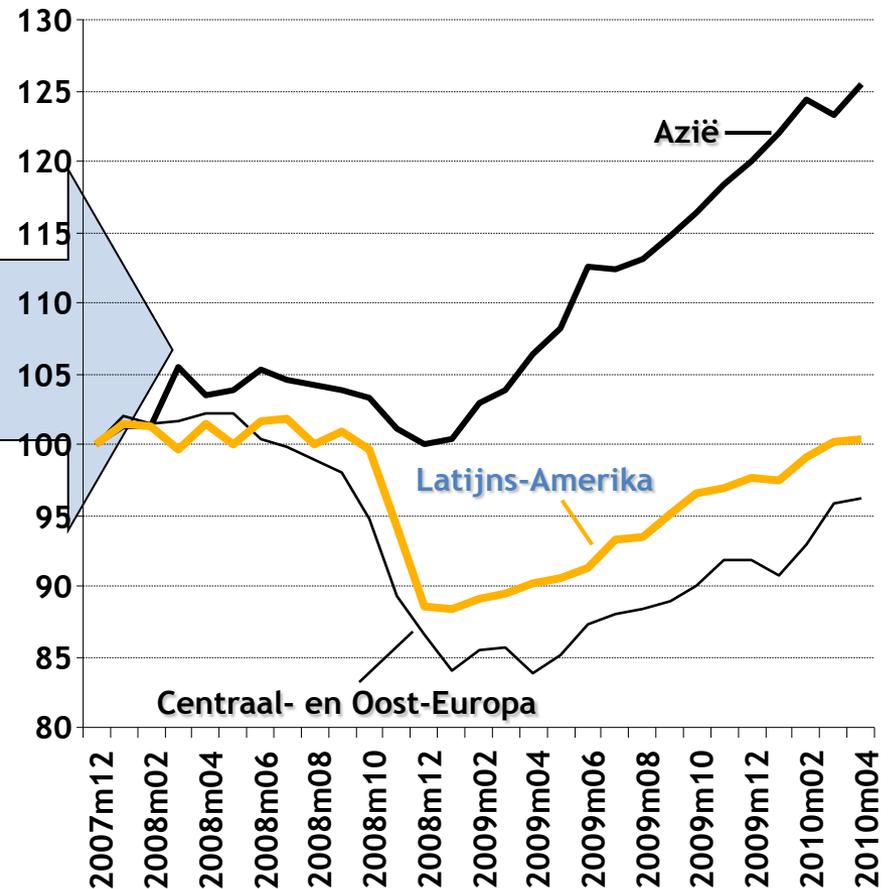
Source: IMF staff estimates.

“Grote Recessie” versus “Welke Recessie?”

Ontluikende markten versus Industrielanden



Azië, Latijns-Amerika, Centraal en Oost-Europa

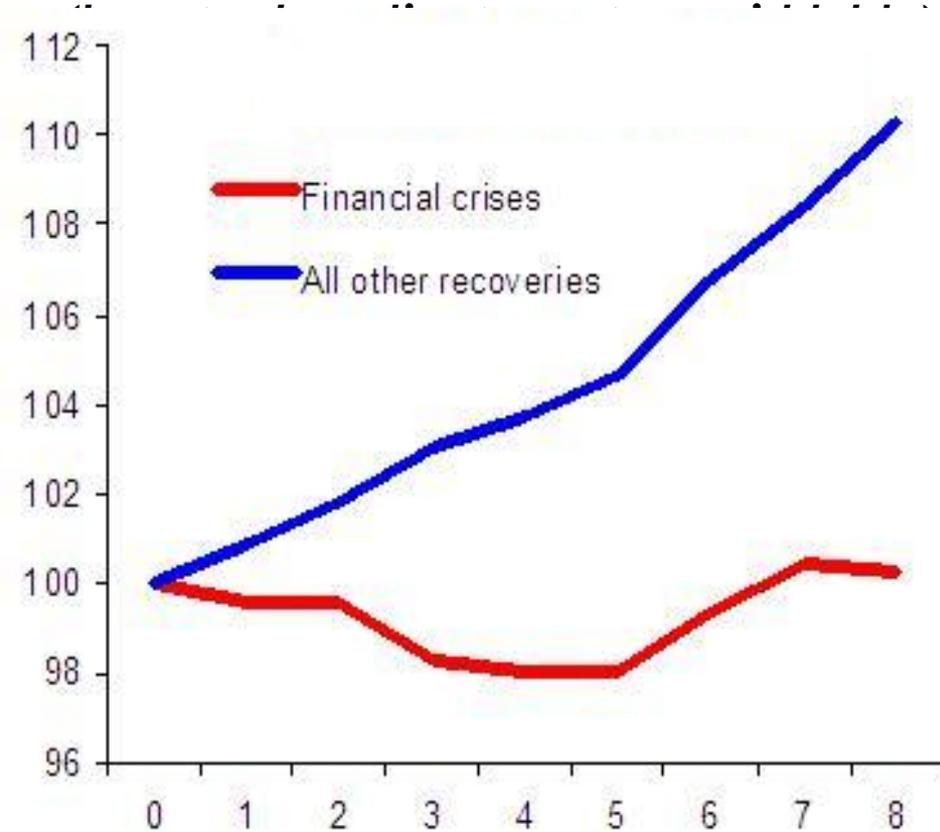


Opkomende markten: lichter en sneller

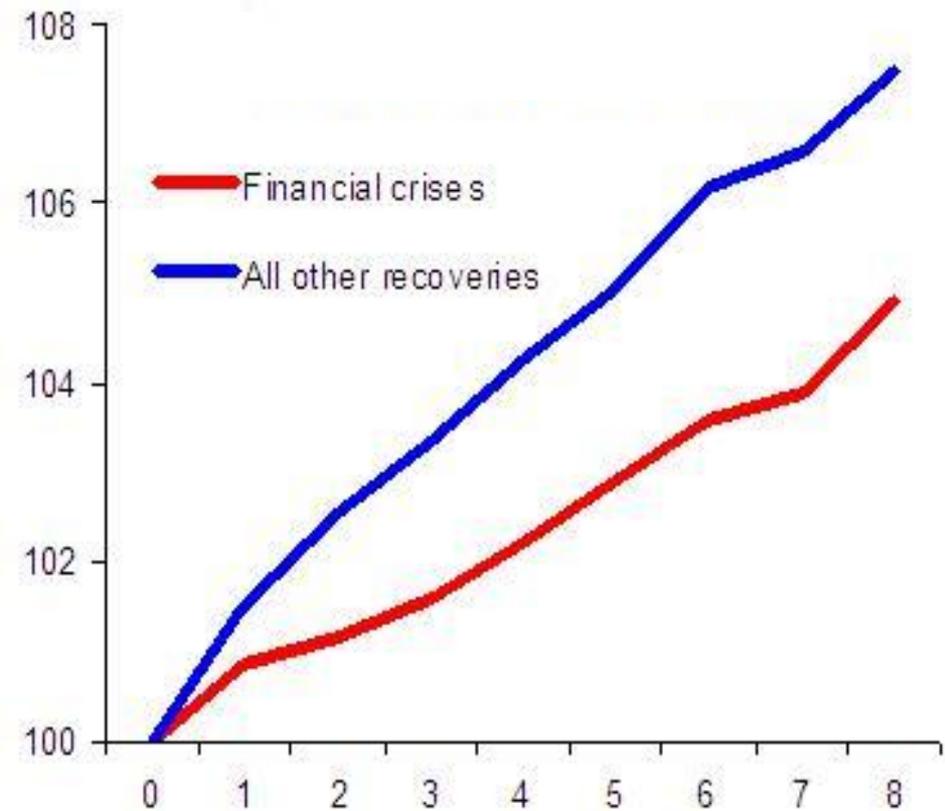


« This time is different »

Kredietverlening gedurende herstel

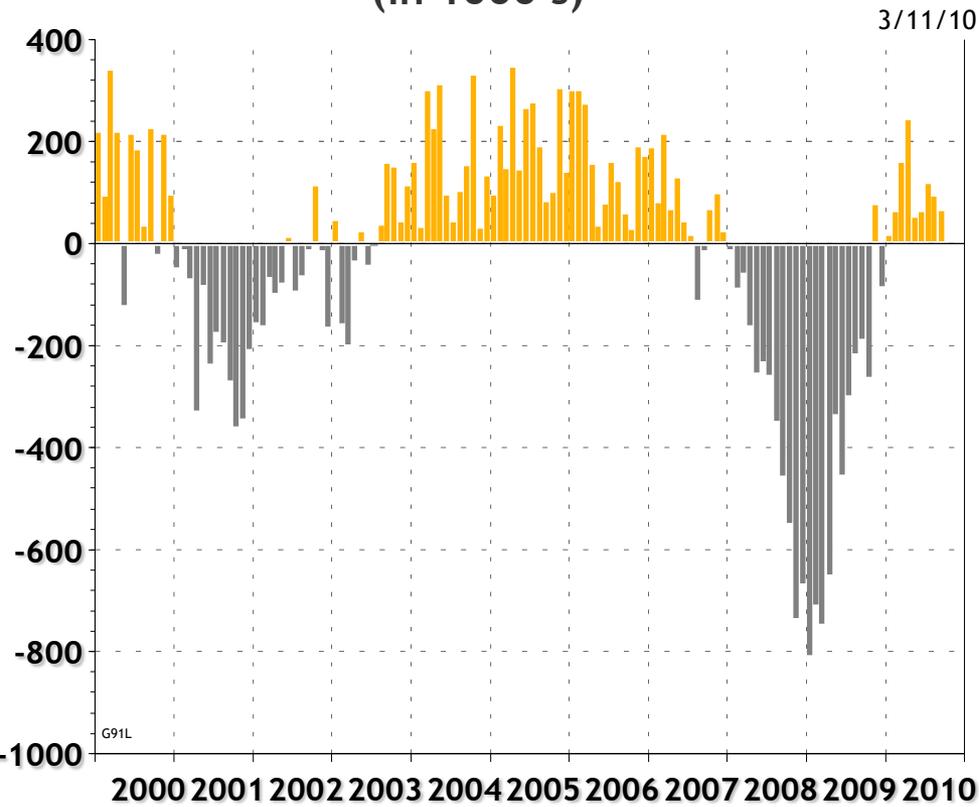


Productie gedurende herstel (kwartaal na dieptepunt, gemiddelde)

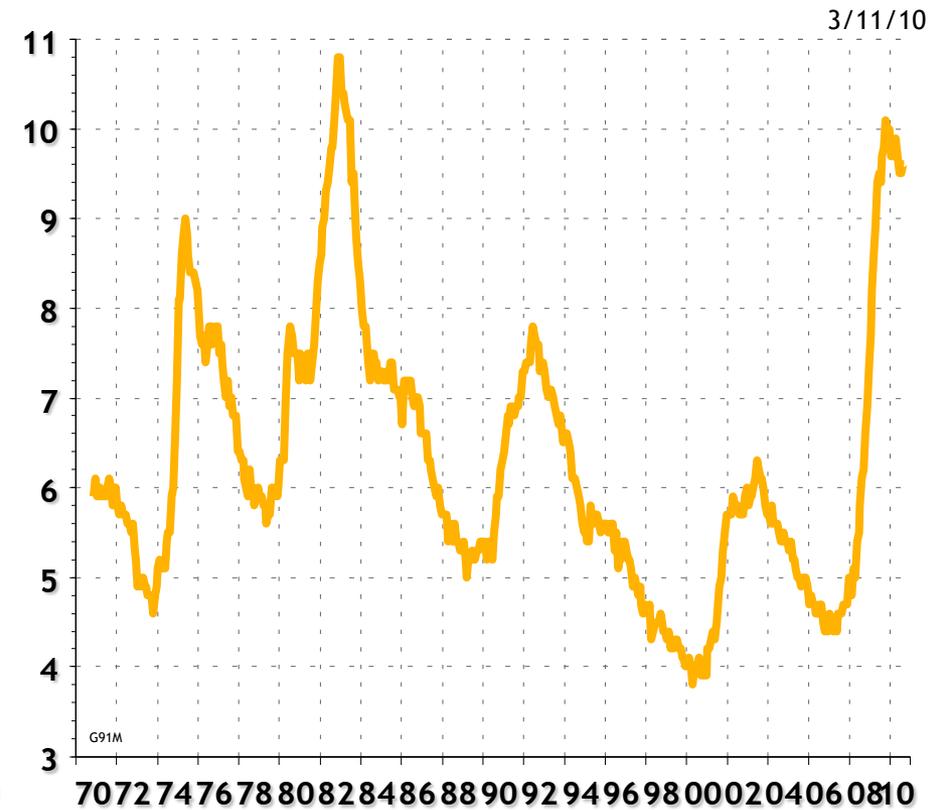


Grenzen aan de groei

VS Jobgroei (in 1000's)

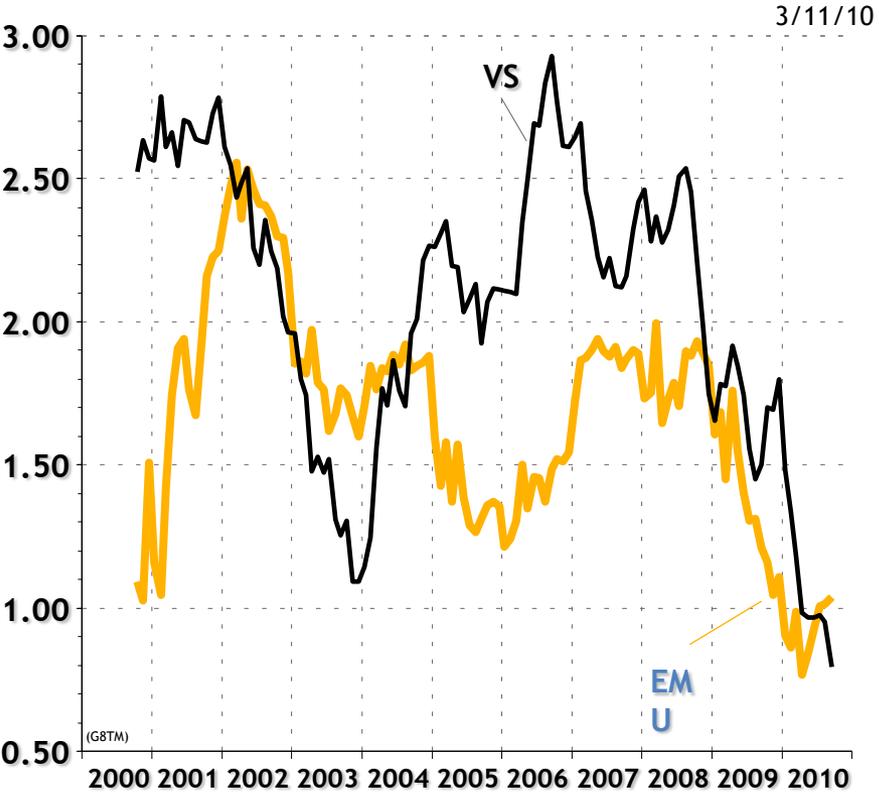


Werkloosheidsgraad

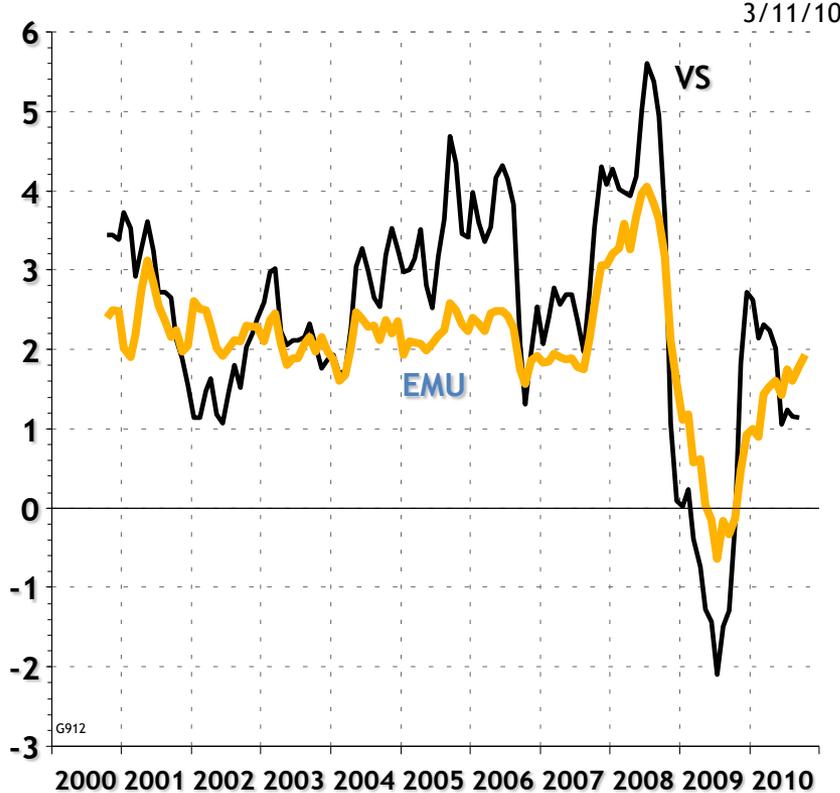


Inflatie is al te laag

Kerninflatie

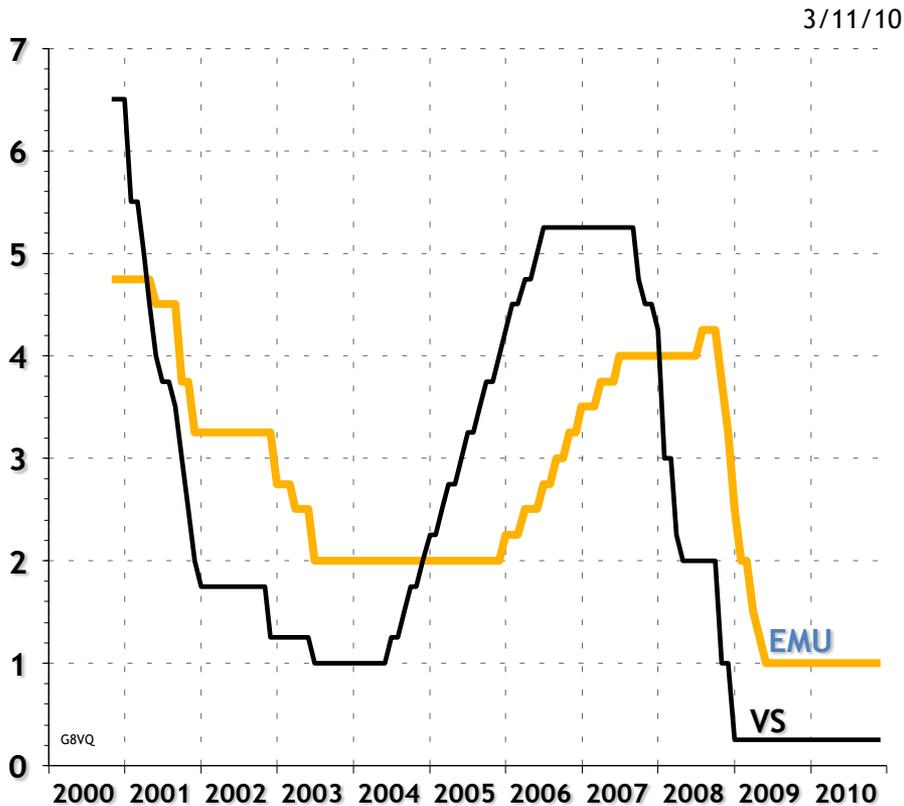


Inflatie

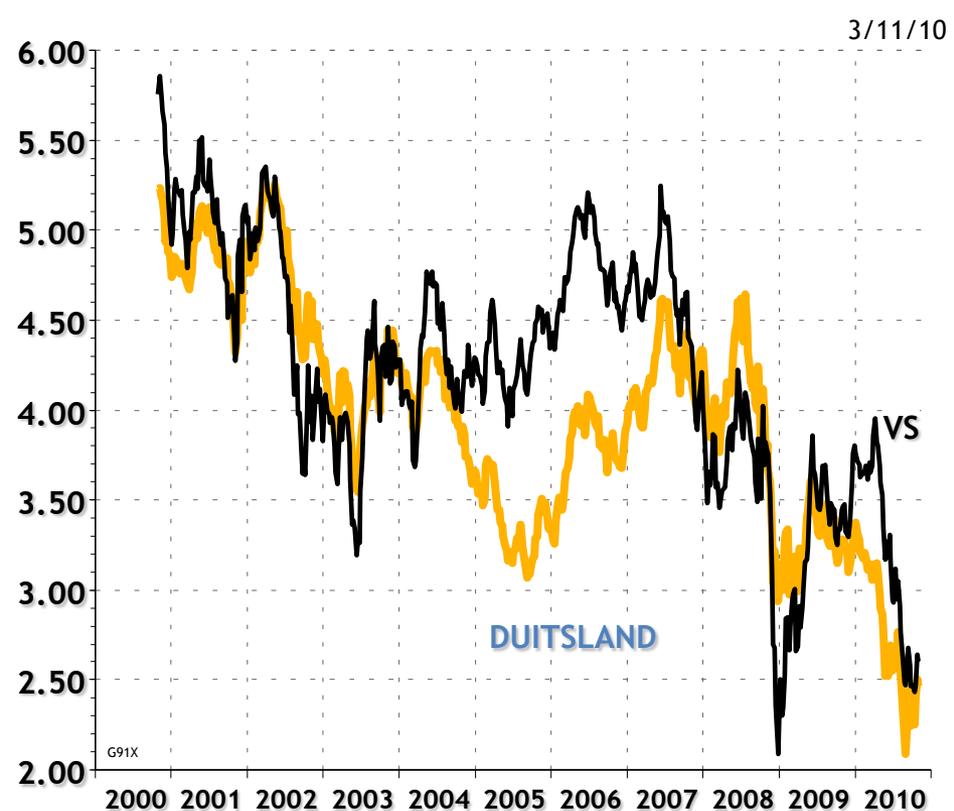


Rente bevroren

Beleidsrente



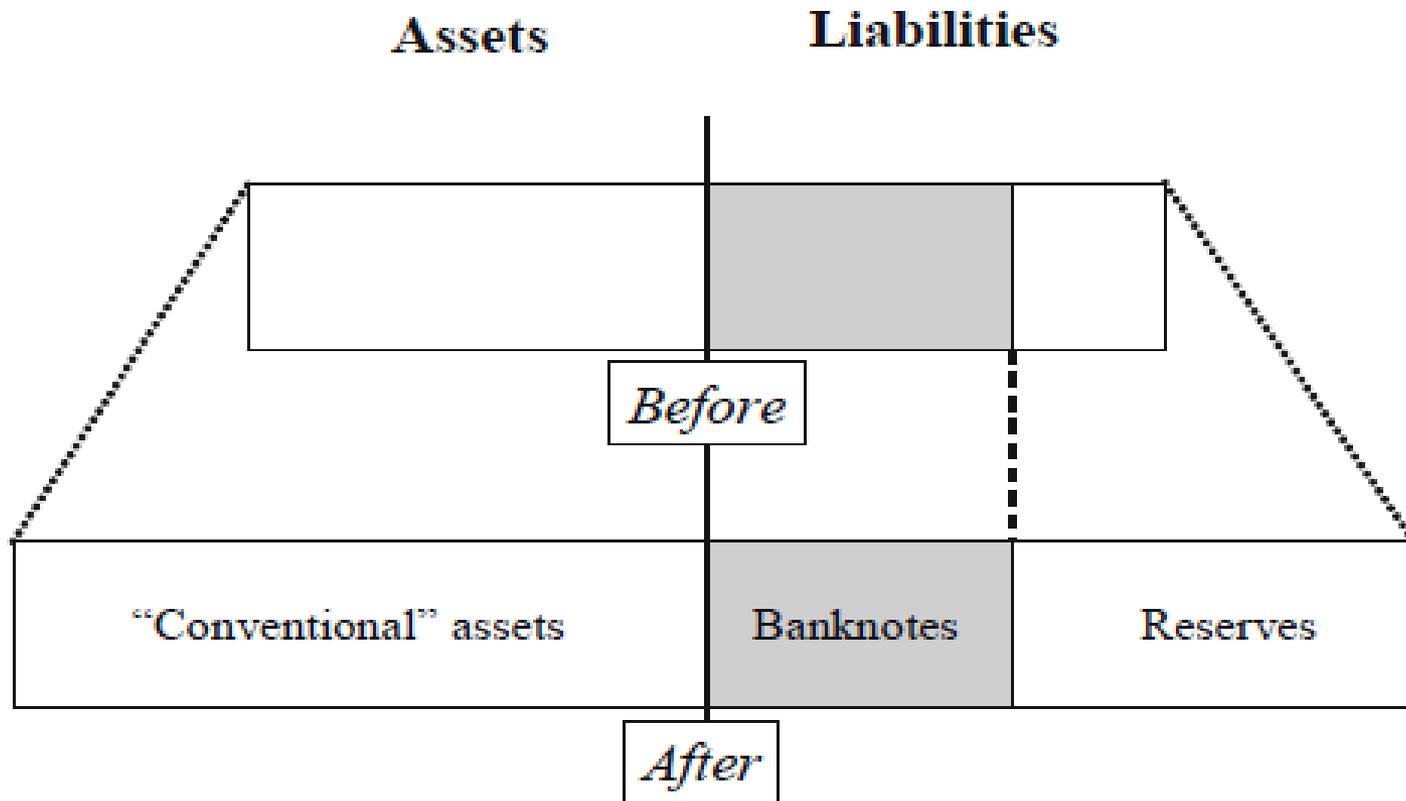
10-jarige obligatierente





Quantitative Easing: the mechanics

Quantitative Easing



Ben Bernanke Action Figure!!

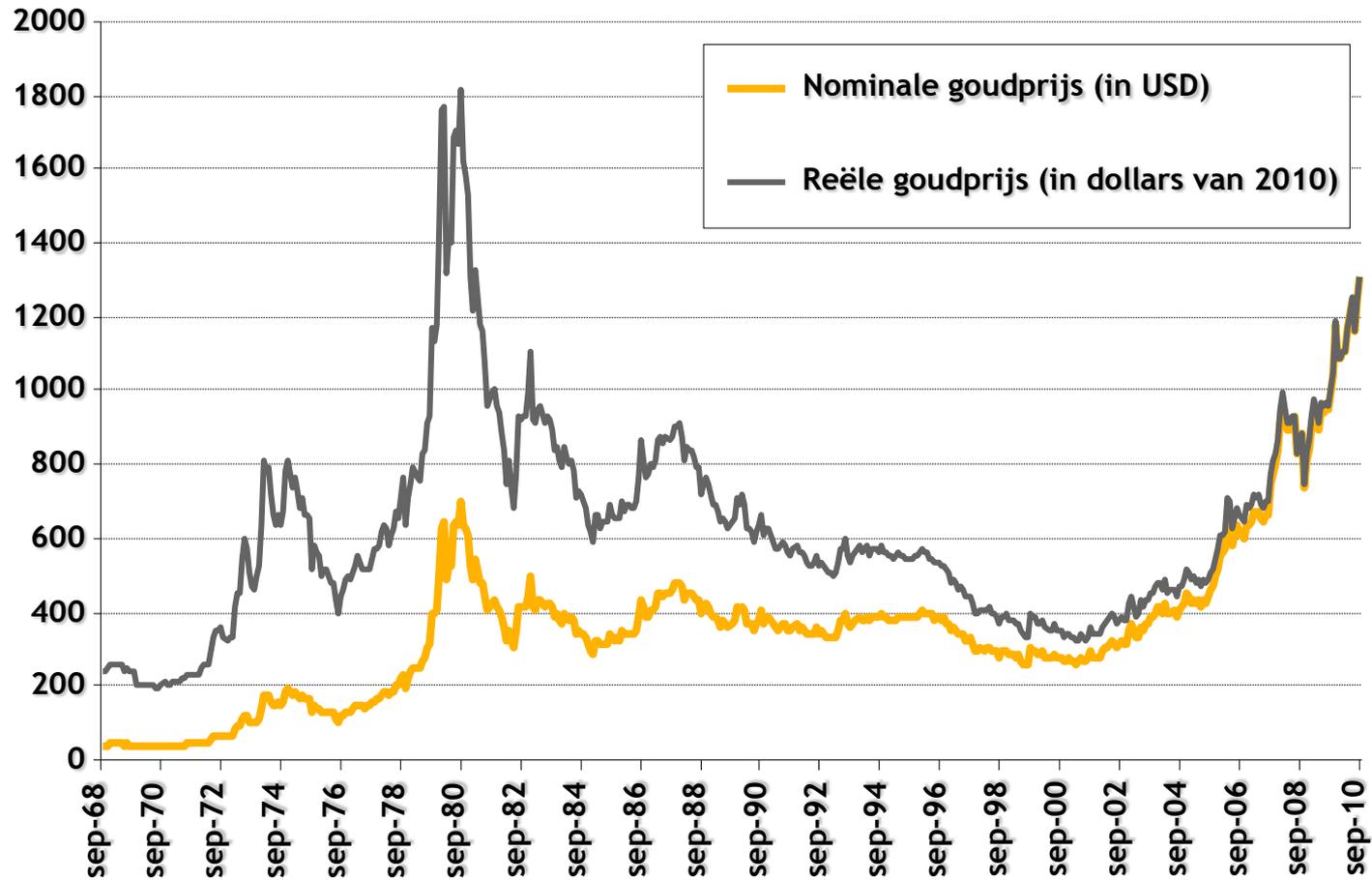


***Now YOU can drop
money out of a
helicopter!!***

Warning: cannot really prevent a severe recession

Goudprijs: volgende halte 1800?

Goud was duurder in 1980



Een gouden toekomst?

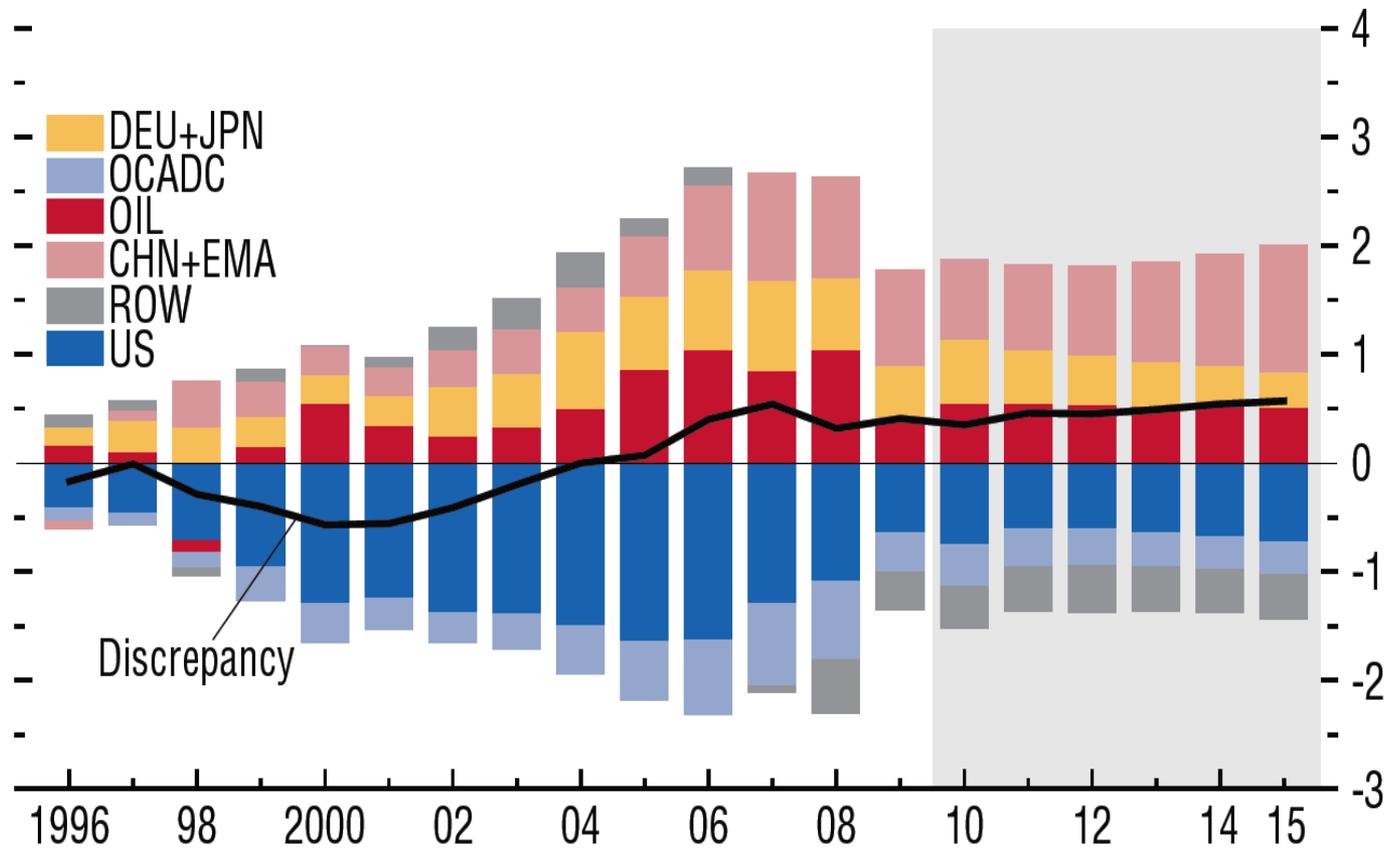


Source: www.gold-to-go.com



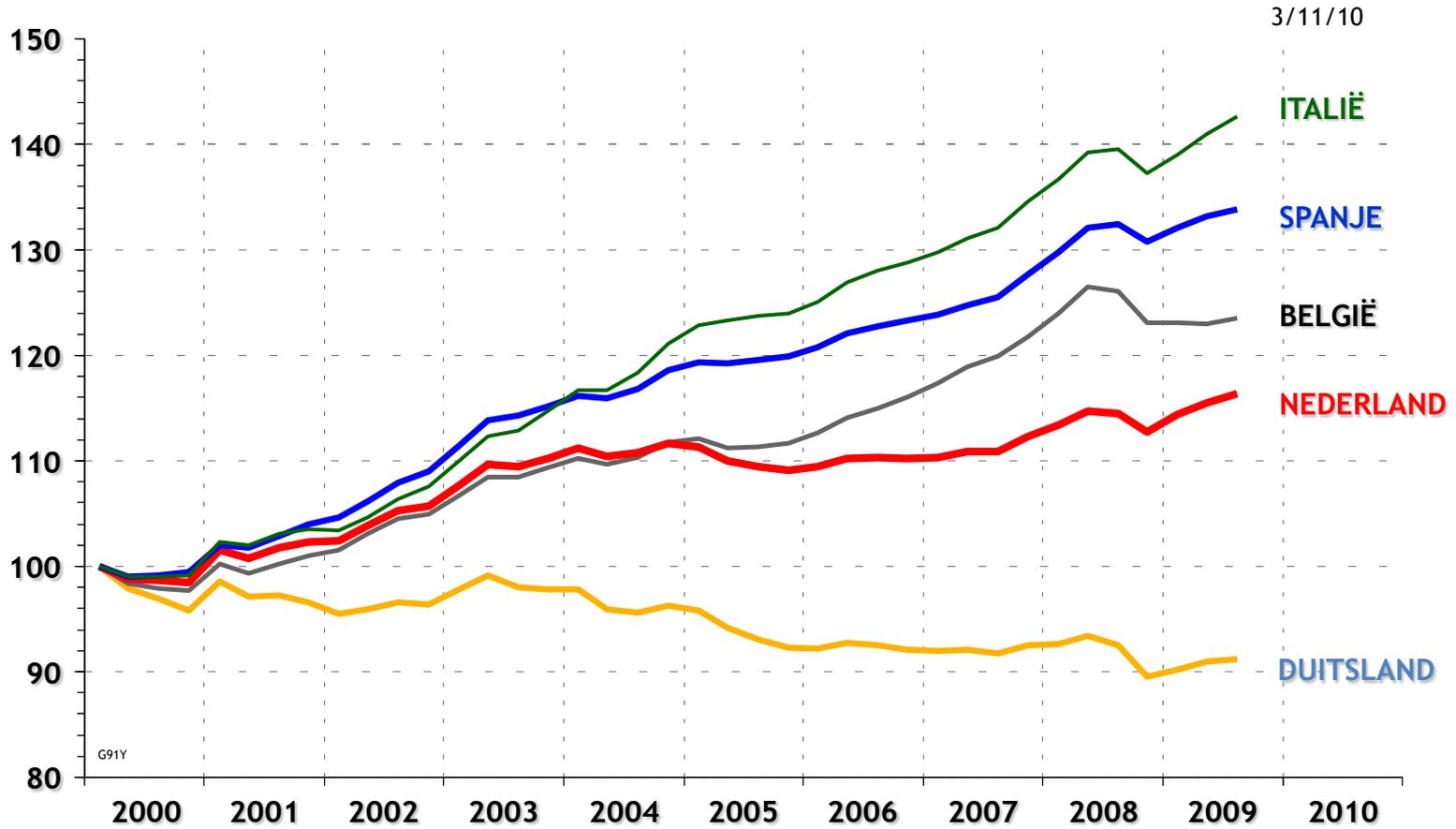
Wereldwijde onevenwichten

Global Imbalances (percent of world GDP)



Verlies concurrentiekracht

Reële Effectieve Wisselkoersen



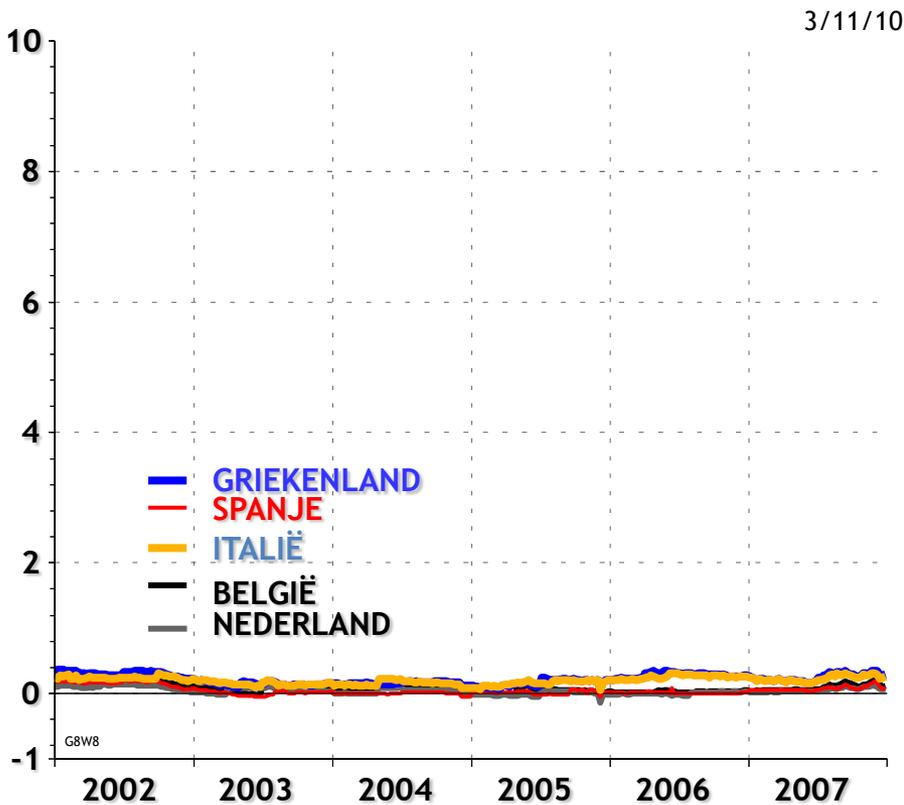
Schuivende lading binnen Europa



22.06.2007

Risico is terug van nooit weg geweest

2000-2007



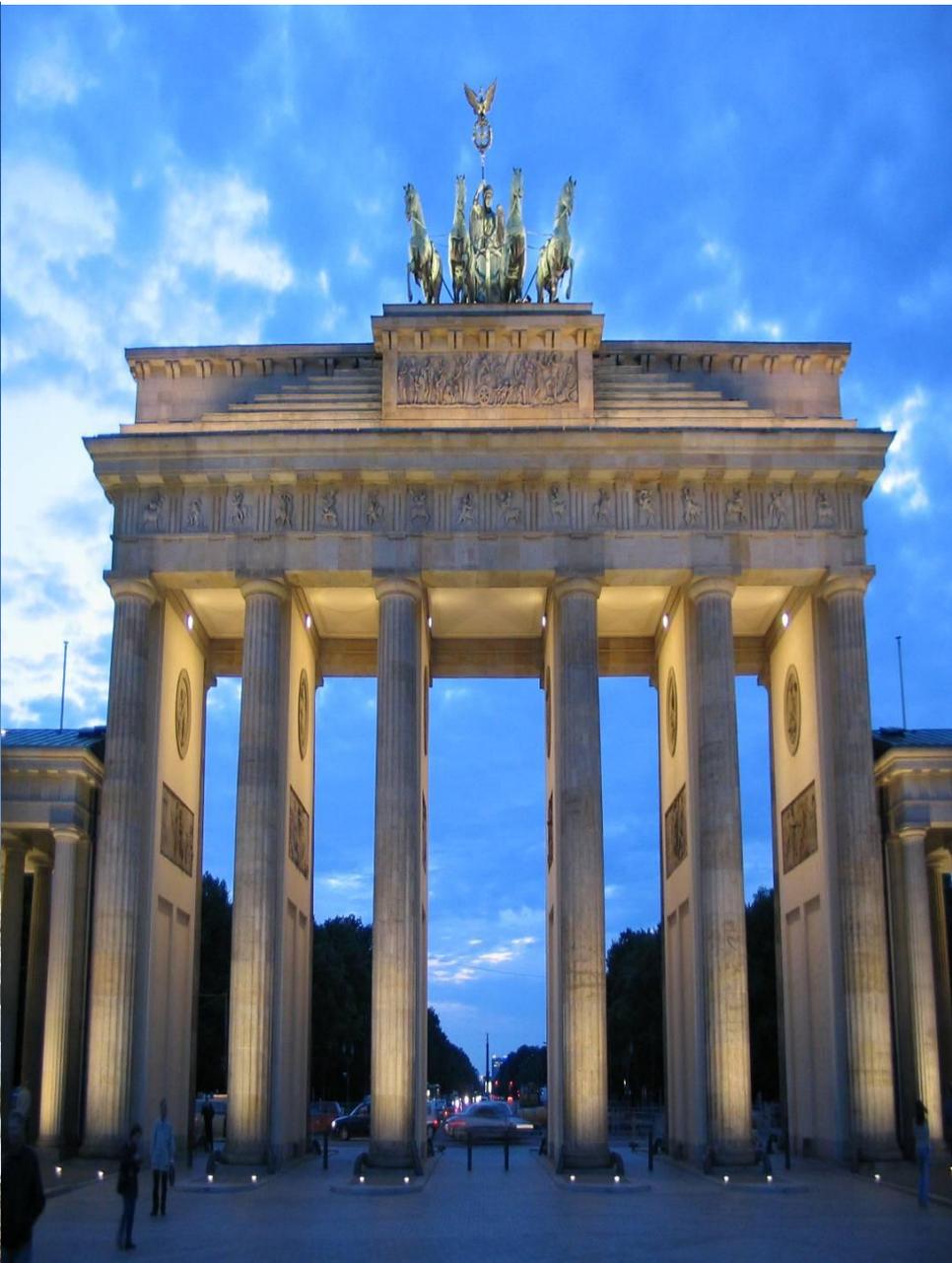
2007 - Nu



Onevenwichten doen machtsbalans overhellen

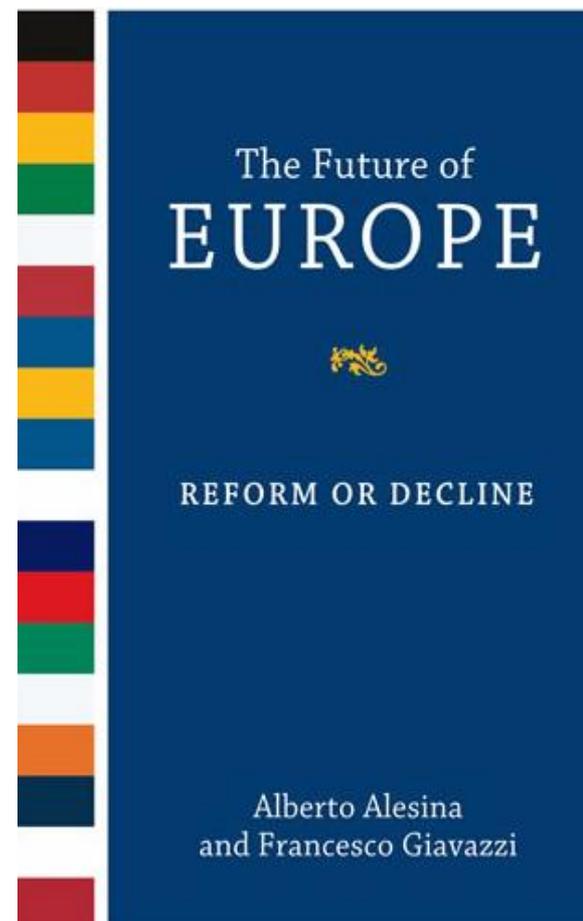
Saldo op de lopende rekening (in % van BBP)

	2005	2006	2007	2008	2009
De Nieuwe Rijken					
Duitsland	5.1	6.5	7.6	6.7	4.9
China	7.1	9.3	10.6	9.6	6.0
De Nieuwe Armen					
Verenigde Staten	5.9	-6.0	-5.1	-4.7	-2.7
VK	2.6	-3.4	-2.6	-1.6	-1.1
Spanje	7.4	-9.0	-10	-9.7	-5.5
Ierland	3.5	-3.6	-5.3	-5.2	-3.0
Portugal	9.1	-9.6	-9.0	-11.6	-10
Griekenland	7.3	-11.3	-14.4	-14.6	-11.2



Toekomst van de EMU

- Ontwerpfout in de Monetaire Unie
- « No Bail-out » wordt « No Default »
- Eerst Politieke Unie dan Monetaire Unie
 - Duitsland
 - Italië
 - Verenigde Staten
- Monetaire Unie zonder Politieke Unie
 - Scandinavische Unie (1873 – 1914)
 - Latijnse Unie (1865 – 1927)
 - Bretton Woods (1944 - 1971)



Rangschikking rijkste mensen ter wereld

2009

Carlos Slim	America Movil	Mexico
Bill Gates	Microsoft	US
Warren Buffett	Berkshire	US
Mukesh Ambani	Reliance Group	India
Lakshmi Mittal	Arcelor Mittal	India
Larry Ellison	Oracle	US
Bernard Arnault	LVMH	France
Eike Batista	OGX	Brazil
Amancio Ortega	Inditex	Spain
Karl Albrecht	Aldi	Germany
Ingvar Kamprad	Ikea	Sweden
Christy Walton	Wal-Mart	US
Stefan Persson	H&M	Sweden
Li Ka-shing	Cheung Kong	Hong Kong
Jim Walton	Wal-Mart	US

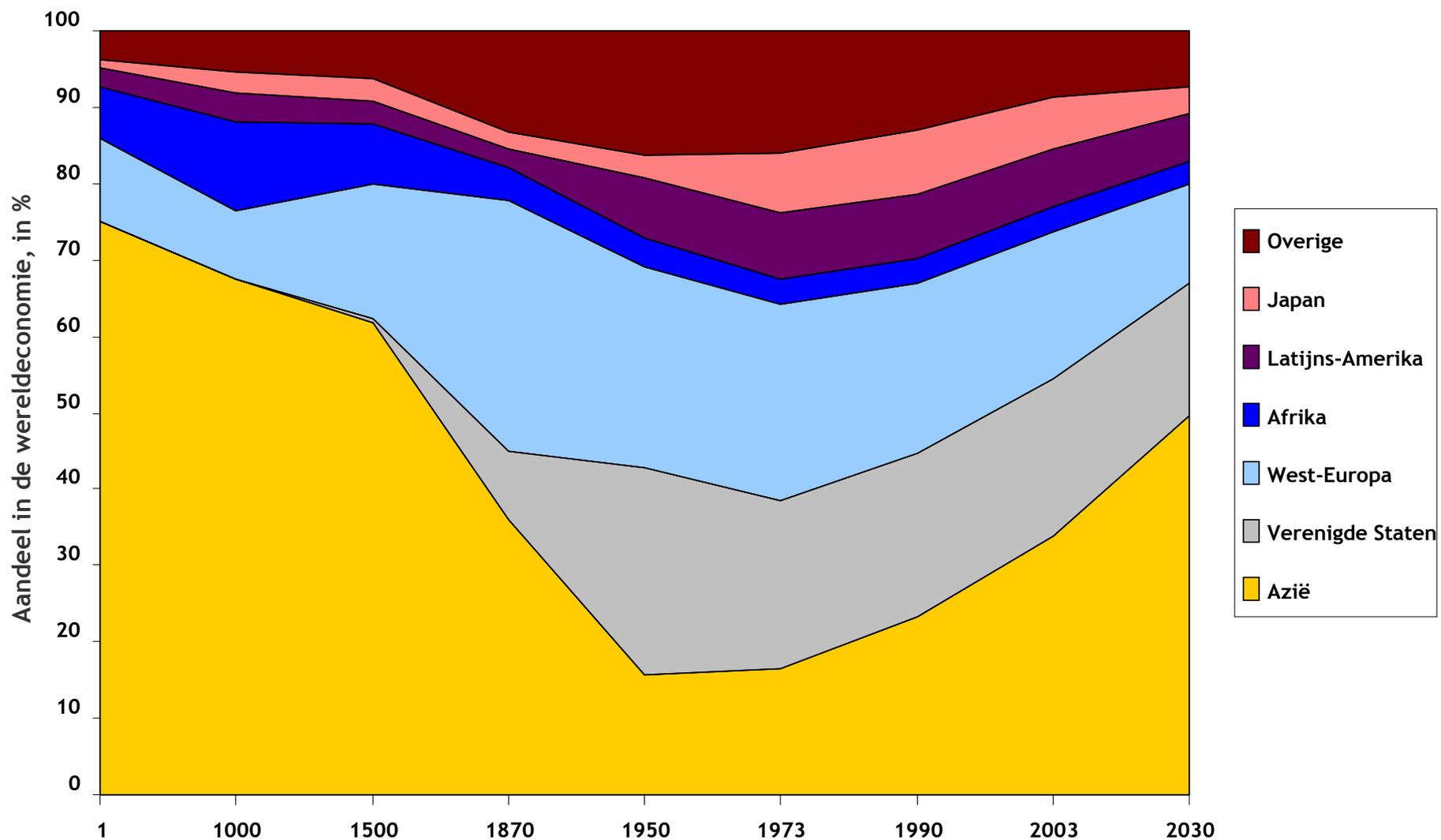
1999

Bill Gates	Microsoft	US
Warren Buffett	Berkshire	US
Paul Allen	Apple	US
Steve Balmer	Microsoft	US
Hoffmann Oeri	Roche	Suisse
Philips Anschutz	Qwest Comm	US
Michael Dell	Dell	US
Robson Walton	Wal-Mart	US
Prince Alweed	Citigroup	Saudi Arabia
Liliane Bettencourt	L'Oreal	France
Theo & Karl Albrecht	Aldi	Germany
Li Ka-shing	Cheung Kong	Hong Kong
Haniel Family	Haniel	Germany
Curt Engelhorn	BASF	Germany
Kenneth Thomson	Thomson	Canada

- Ontluikende markten
- Industrielanden

Rijkdom verschuift steeds meer

Krachtverschuivingen op wereldschaal



Bron: Angus Maddison, Contours of The World Economy 1 - 2030 AD ; 2007

- **Groeiherstel** *maar ongelijk verdeeld*
- **Het Westen versus de rest** *schulden, groei, bevolking*
- **Bedreigingen** *vooral binnenlands*
- **Opportunities** *vooral buitenlands*
- **Lage rentes** *nog lange tijd*
- **Goud** *in pole positie*
- **Zwakkere euro** *onvermijdelijk*



Brussels - Amsterdam - Paris - London - Luxembourg - Geneva

PETERCAM

Peter De Keyzer

Chief Economist
+32 (0)2 229 65 99
peter.dekeyzer@petercam.be

Petercam N.V.
Sint Goedeleplein 19 - 1000 Brussel
Tel.: +32 (0)2 229 63 11 - Fax : +32 (0)2 229 65 98

Evenwichtig beheer van beleggingen

Enkele principes

Prof dr S Duchateau

Overzicht

- 1 Inleiding
- 2 Doelstelling
- 3 Financiële Mechanica
- 4 Beslissingskader
- 5 Conclusies

Overzicht

- **1 Inleiding**
- 2 Doelstelling
- 3 Financiële Mechanica
- 4 Beslissingskader
- 5 Conclusies

Overzicht

- **1 Inleiding**

- In financiële sector zijn veel beslissingen / strategieën gebaseerd op assumpties die niet worden gevalideerd
- Recente historiek ?
 - Waardering van assets, correlaties, returnverdelingen, kwaliteit & integriteit van ratings, beleidsmensen ...

Overzicht

- **1 Inleiding**

- Niet valideren van onderliggende assumpties ?
- Uitwerking **Asset Allocatie** ?
 - Akkoord met vorige spreker ?
 - Is macro-economische analyse eigenlijk relevant ?
 - 100 jaar onderzoek :
 - » Geen verband tussen ec. groei en beursevolutie ... ??
 - Soms wel verband , soms niet ...
 - » paradox ? Oplossing zie deel 3 Financiële Mechanica
 - » **Nu** wel relevant
 - Is er überhaupt economische groei ?
 - Transformatie in **groei van bedrijfsresultaten?**

Overzicht

- **1 Inleiding**

- Is er überhaupt economische groei ?

- Transformatie in **groei van bedrijfsresultaten?**

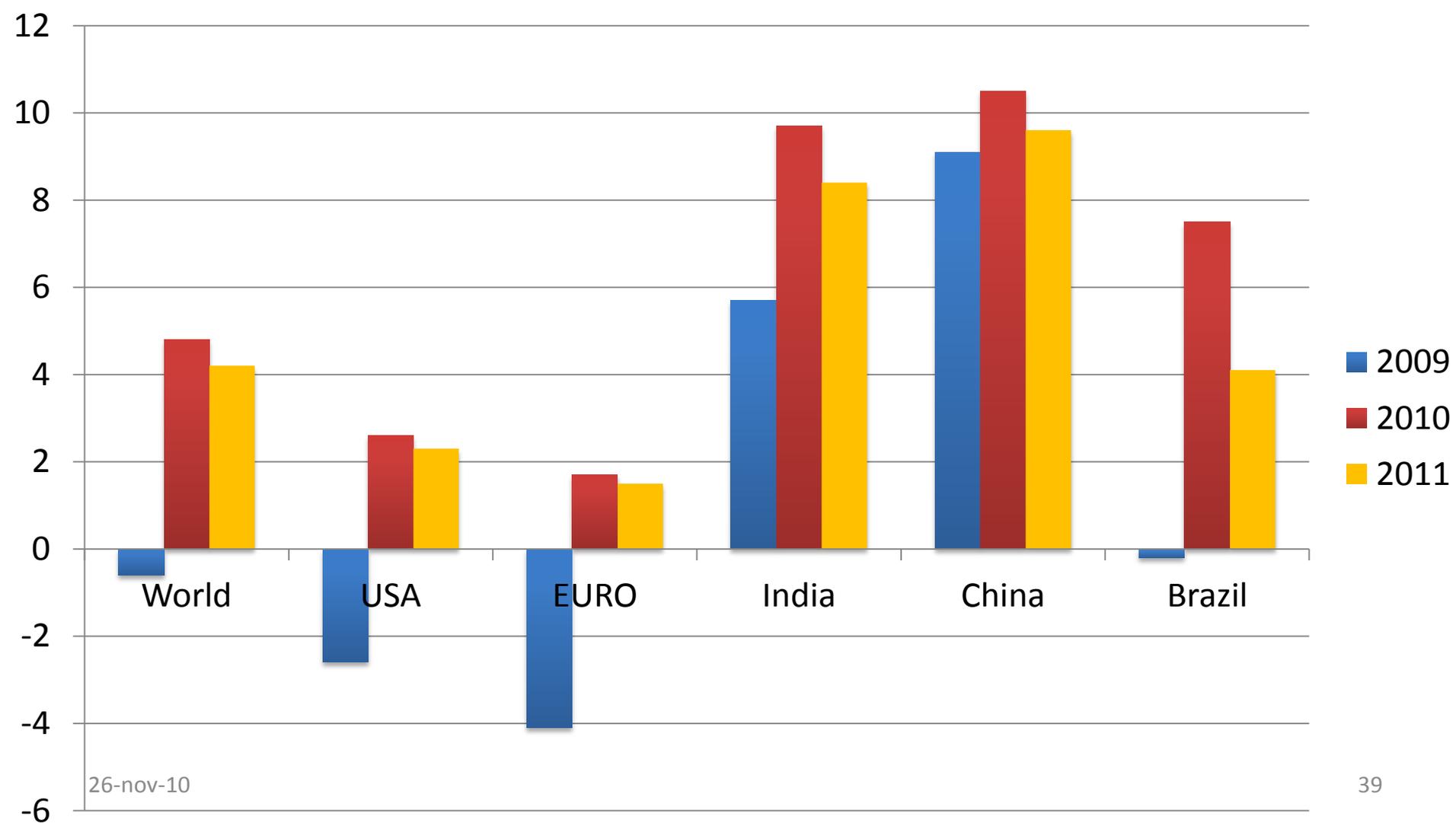
-

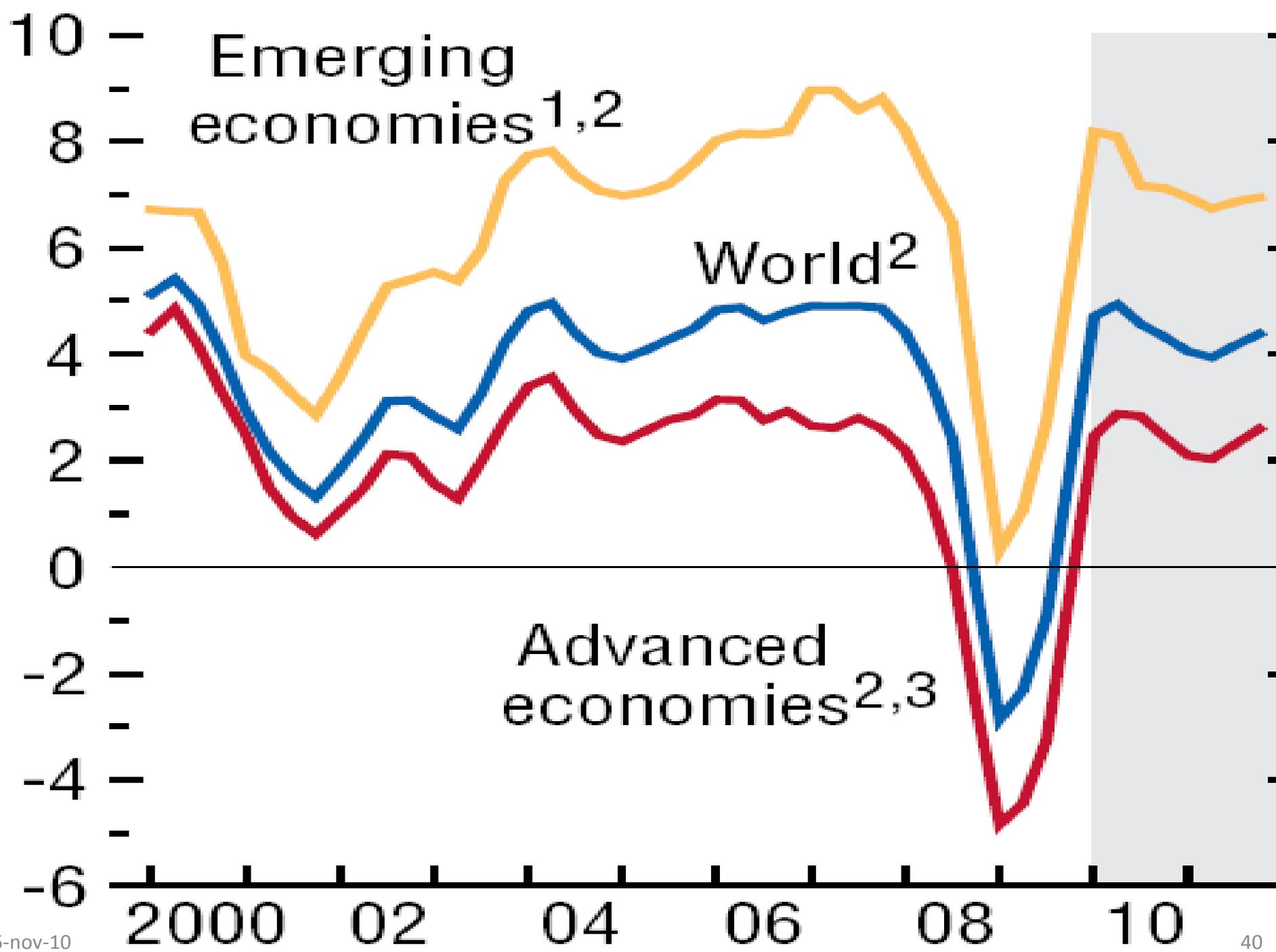
Is er economische groei ?

Is er economische groei?

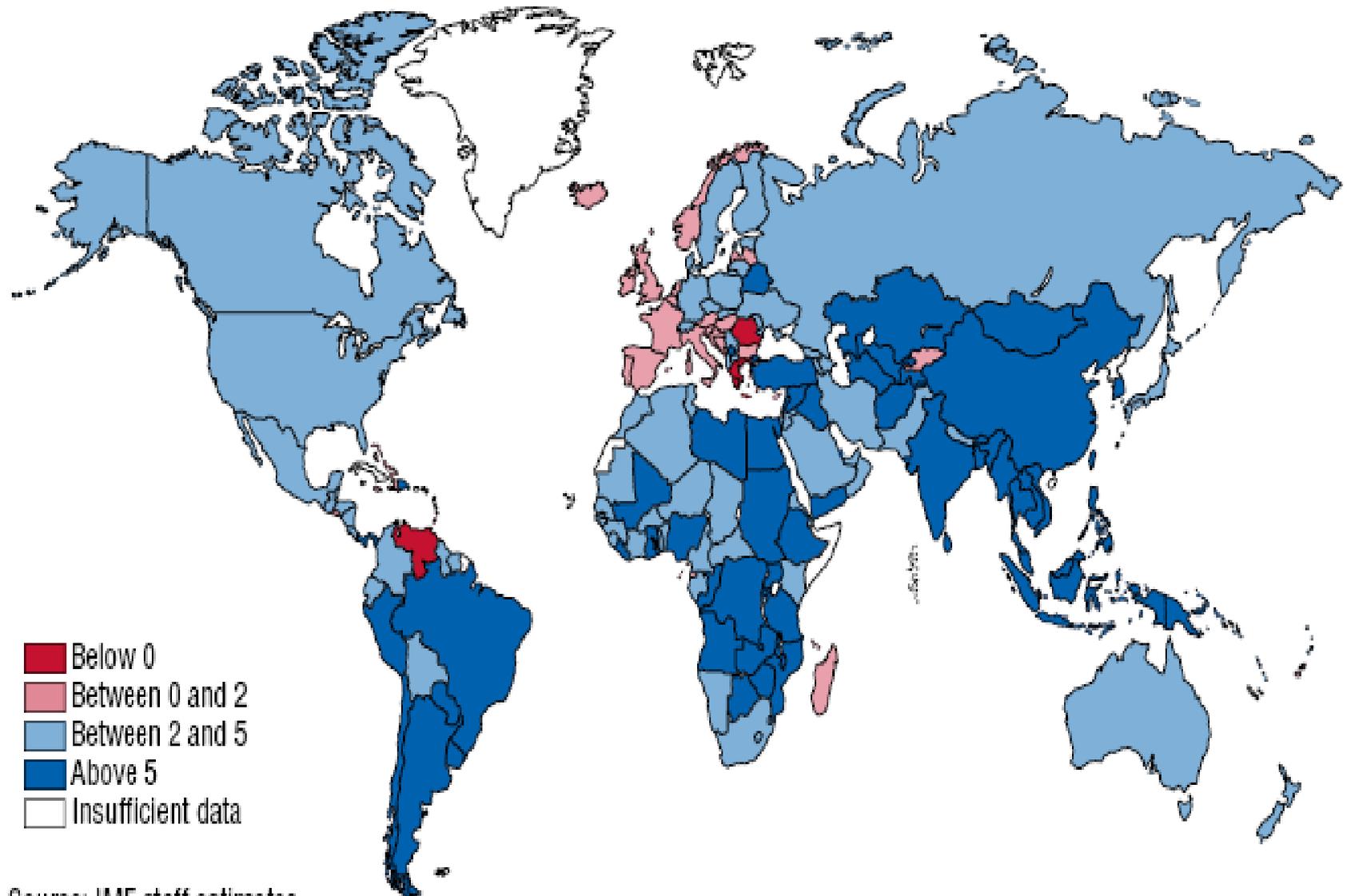
- **IMF vooruitzicht 10/2010**
 - Globaal 4.8%
 - Belangrijke **regionale verschillen**
 - Beperkte kans op **Double Dip**
 - **Moderate** economische groei Westerse Landen
 - 1,5% tot 2,5%
 - Volgehouden **hoog groeiritme** China, India, Brazilië
 - Volgend jaar op wat lager niveau

Groeivoorspelling IMF 2010/2011



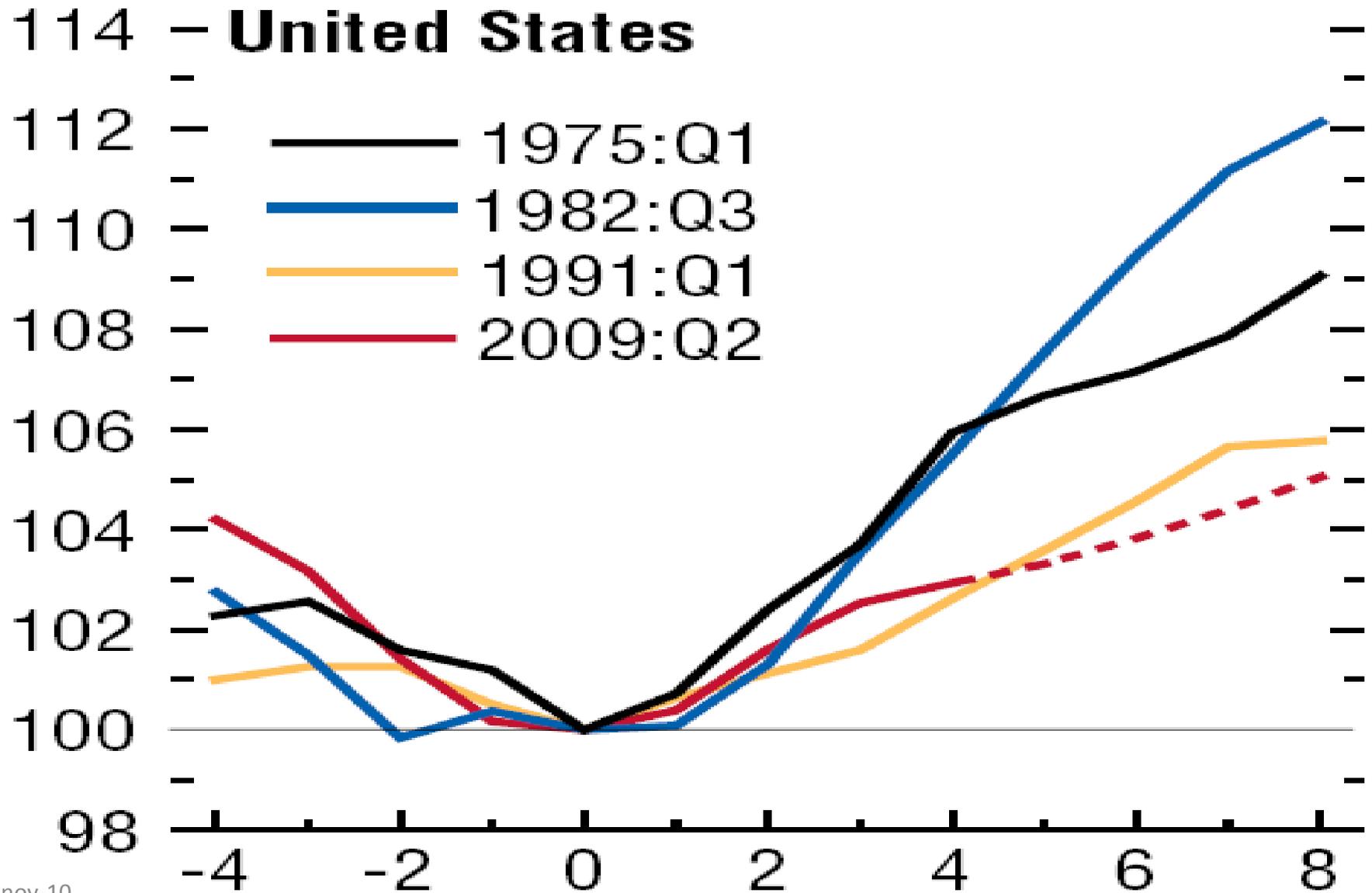


Groeivoorzichten 2011 IMF



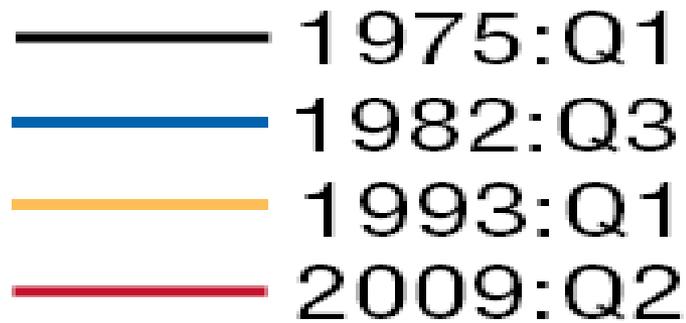
Source: IMF staff estimates.

Traag Herstell VSA



Traag Herstel Europa

– Euro Area



– 114

– 112

– 110

– 108

– 106

– 104

– 102

– 100

– 98



— LME-Copper, Grade A Cash US\$/MT
— LME-Copper, Grade A Cash US\$/MT (~E)

Chasing the dragon

Exports as % of GDP, since start of reforms

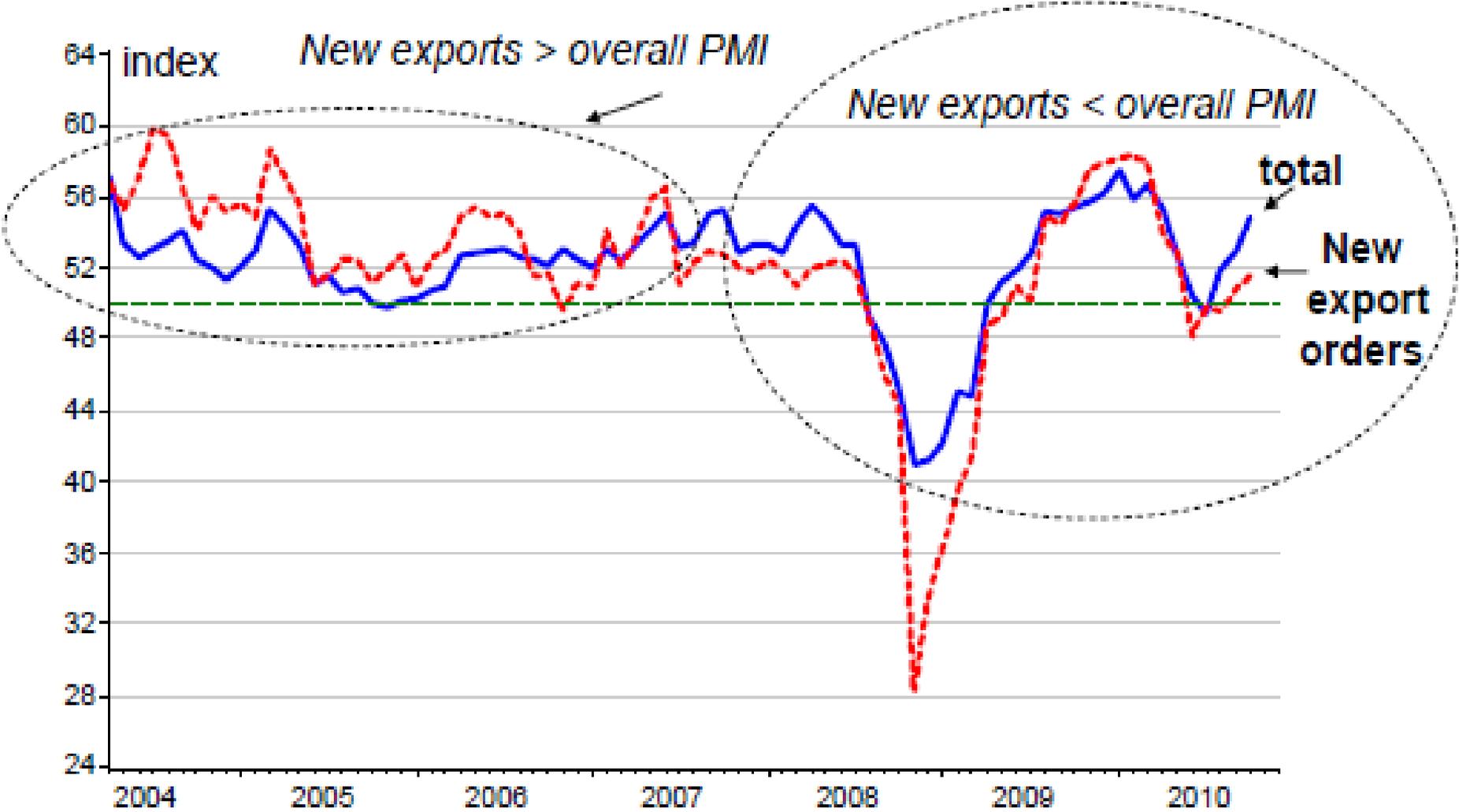


*India year 0=1991

China year 0=1978

China: Factory activity more driven by domestic demand

Chinese PMI indexes (HSBC)

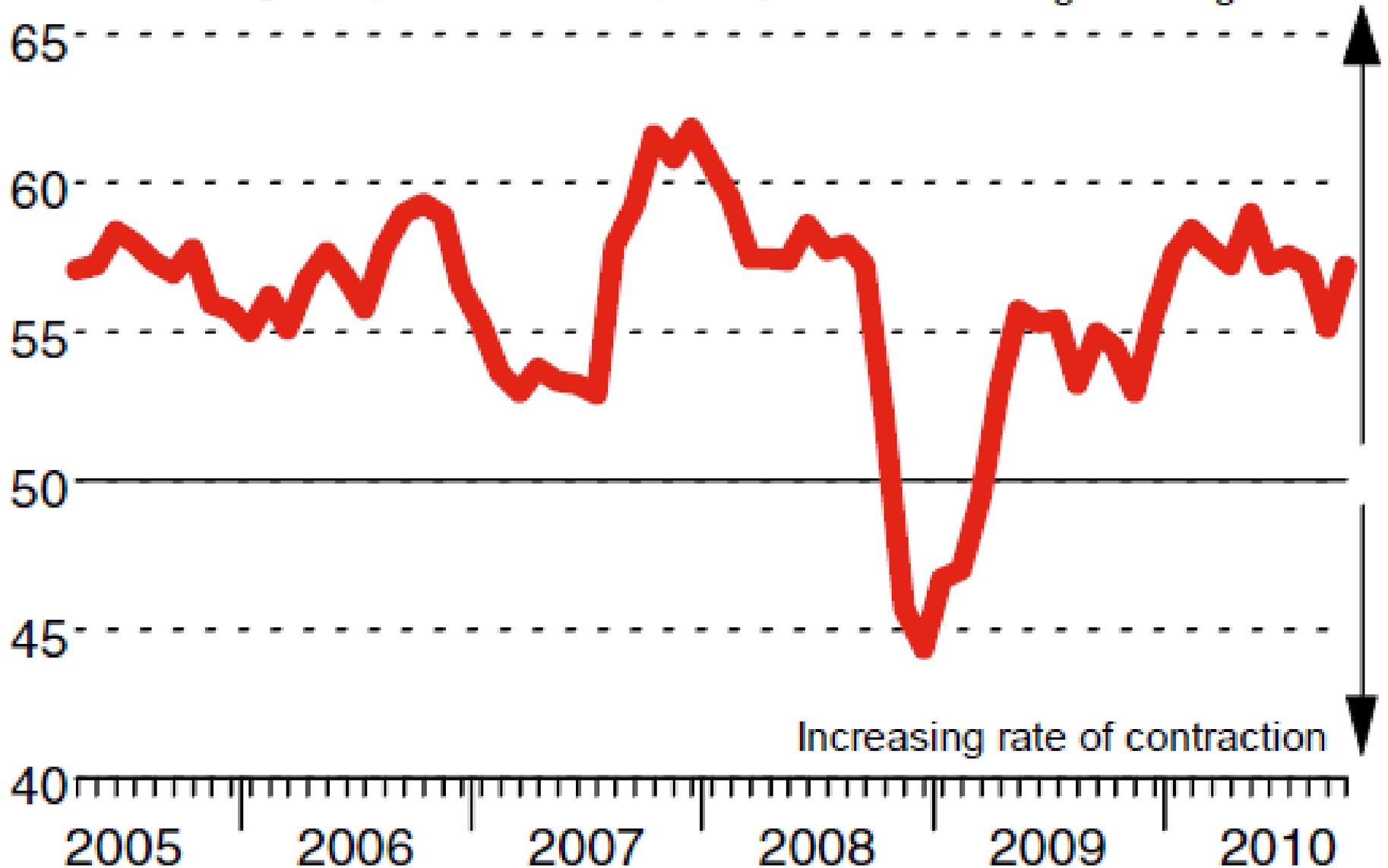


NBFG economy & Strategy (data via Datastream)

HSBC India Manufacturing PMI

50 = no change on previous month, S.Adj.

Increasing rate of growth



Overzicht

- **1 Inleiding**

- Is er überhaupt economische groei ?

- Transformatie in **groei van bedrijfsresultaten?**

Investerings &
Consumptie

Bedrijfsresultaten

Economische
groei

Productiviteit

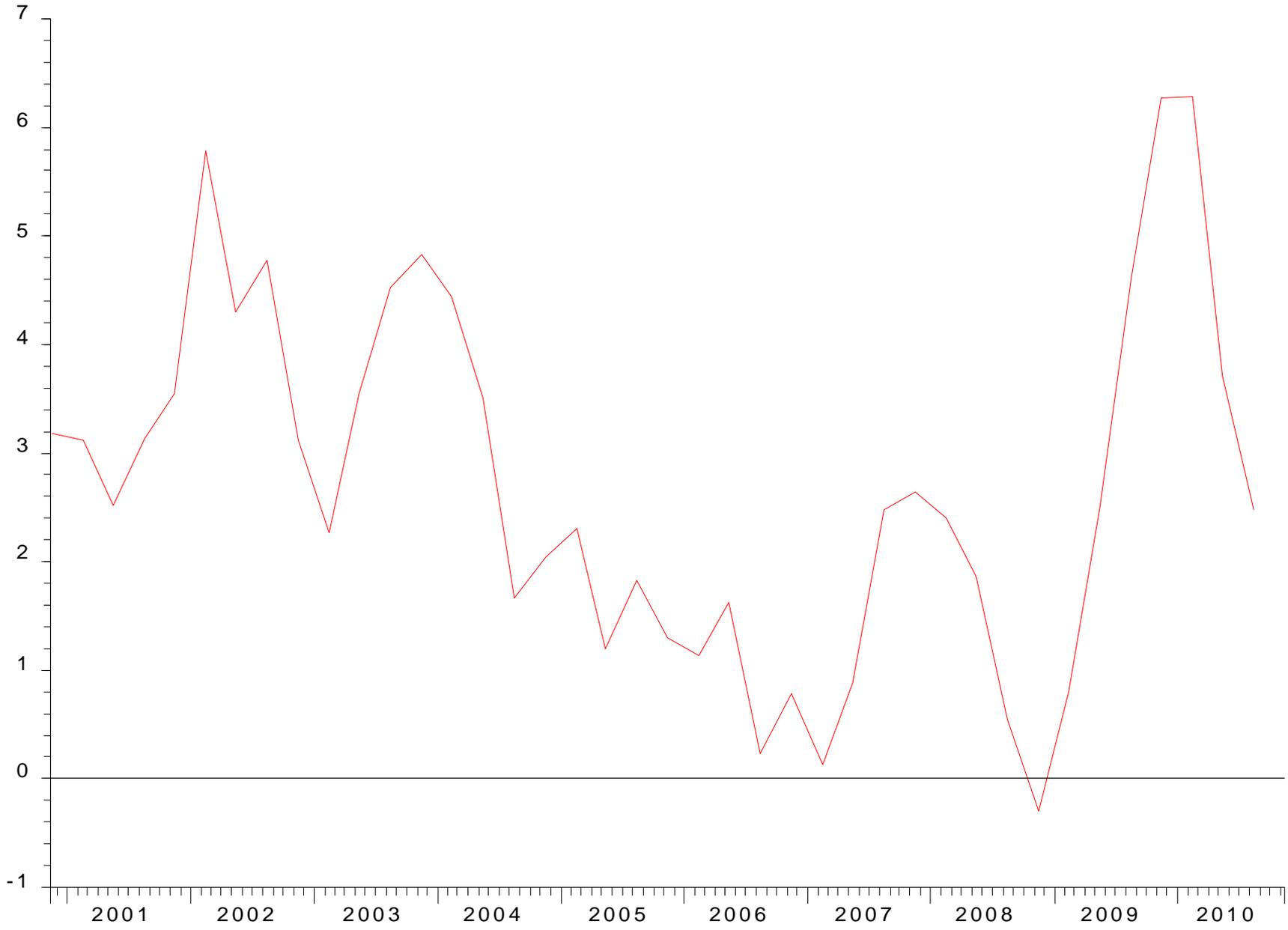
Transformatie groei ?



• **Productiviteit en Innovatie**

PCH#(USPRODV TQ,1Y)

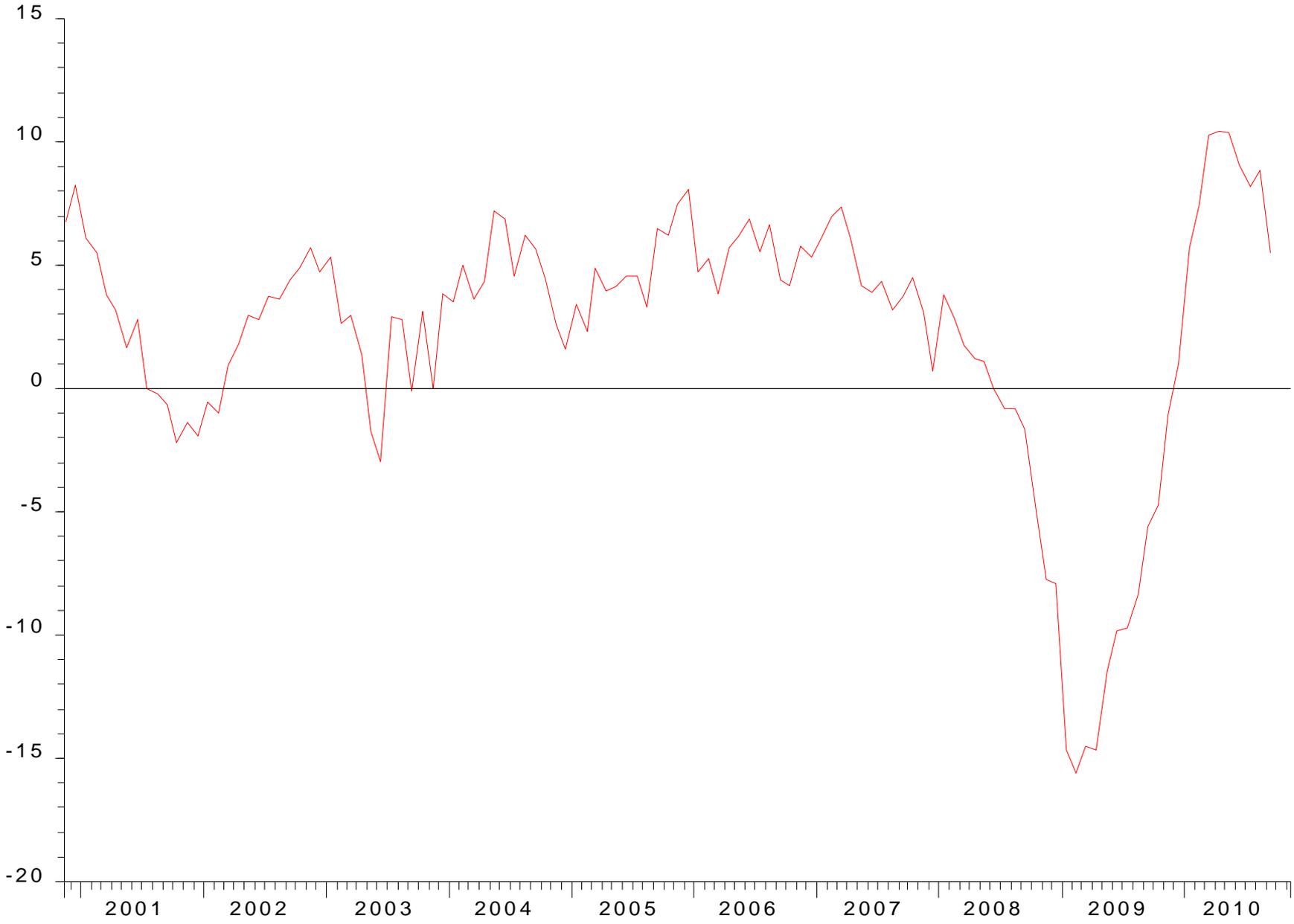
16/11/10



PCH#(USPRODV TQ,1Y)

PCH#(BDPRODVTQ,1Y)

16/11/10

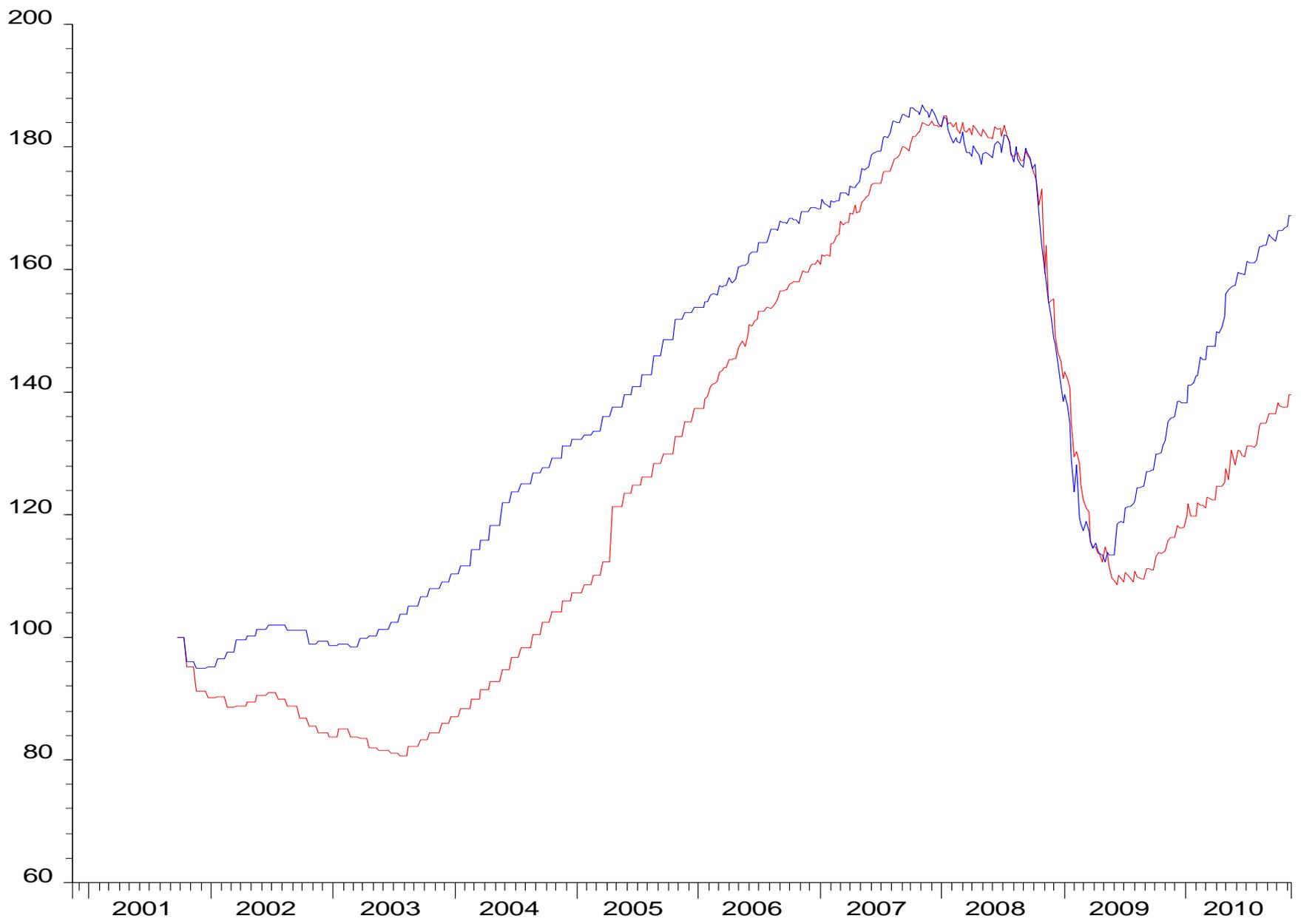


PCH#(BDPRODVTQ,1Y)

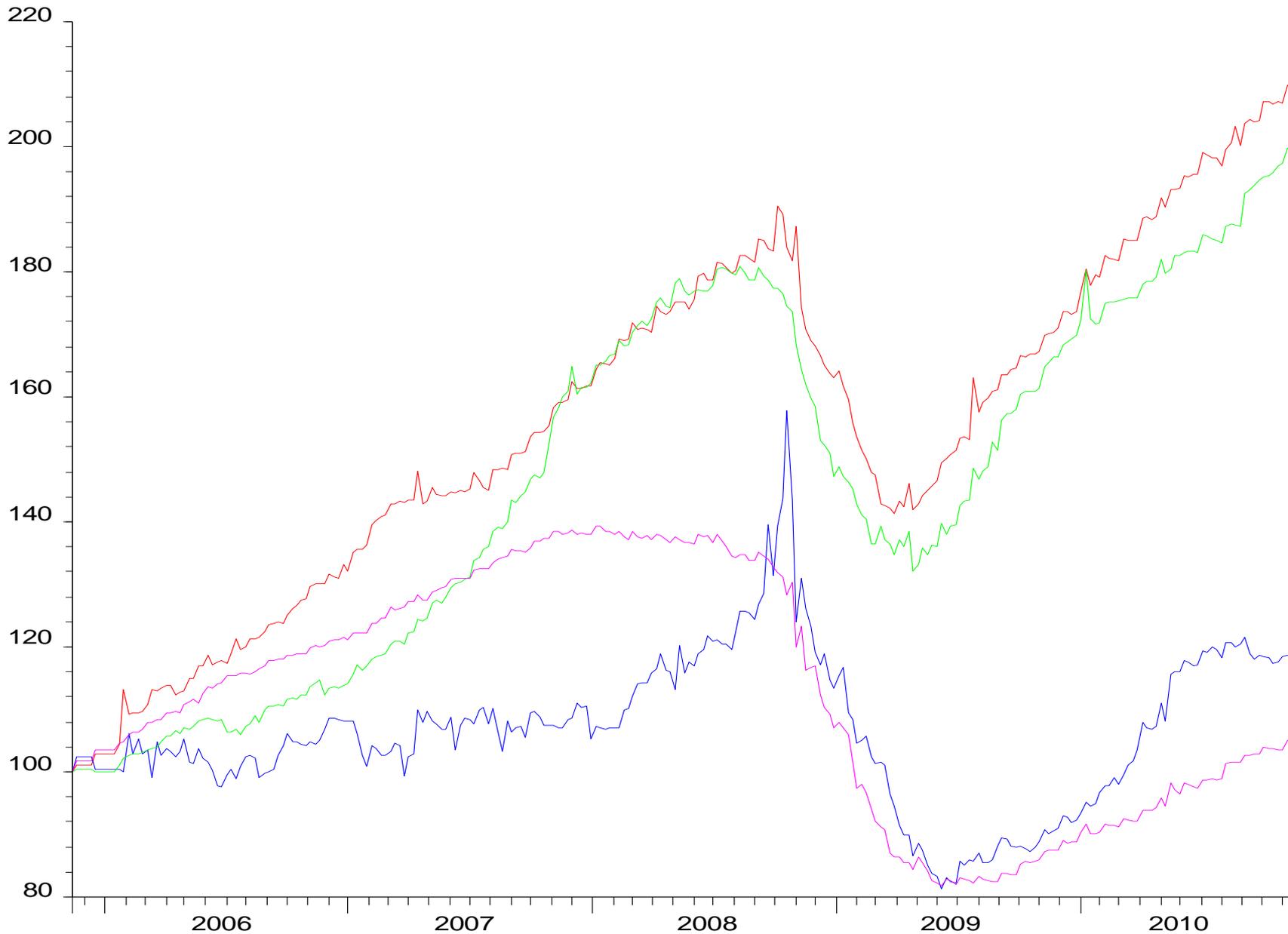
Transformatie groei ?



- **Bedrijfsresultaten**



— MSCI EMU (Euro) - 12MTH FWD WTD EPS
— S&P500 INDEX - 12MTH FWD WTD EPS



MSCI INDIA - 12MTH FWD WTD EPS
MSCI BRAZIL - 12MTH FWD WTD EPS
MSCI CHINA - 12MTH FWD WTD EPS

MSCI EMU (Euro) - 12MTH FWD WTD EPS

Overzicht

- 1 Inleiding
- **2 Doelstelling**
- 3 Financiële Mechanica
- 4 Beslissingskader
- 5 Conclusies

2 Doelstelling

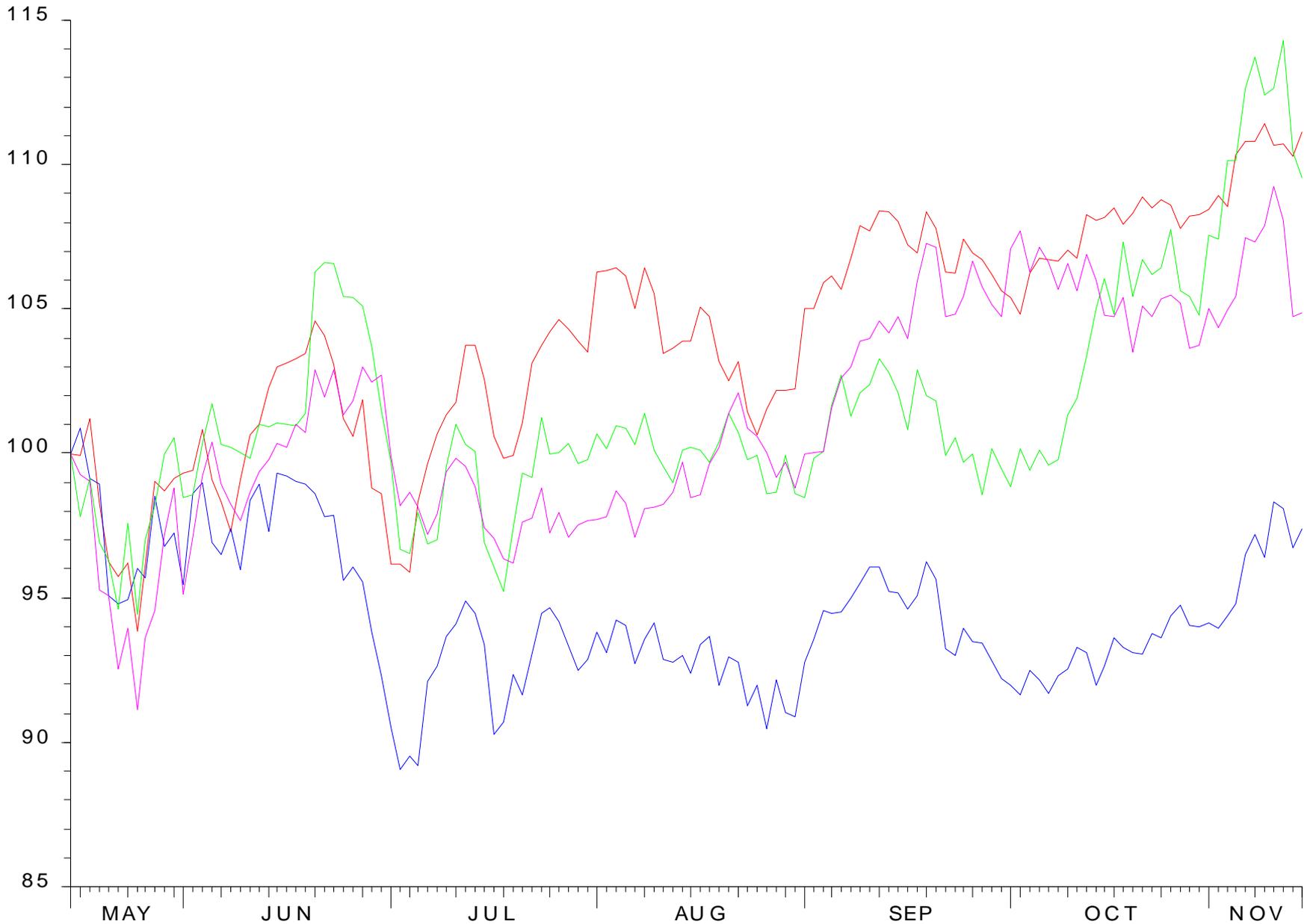
- **Evenwichtig beheer ?**
- **Doelstelling :**
 - Lange termijn afweging van **Risico** en **Verwachte opbrengst** op basis van **risicoprofiel**
 - **Risico?**
 - Kapitaalbescherming op (middel)lange termijn
 - Koopkrachtbestendig
 - **Verwachte opbrengst?**
 - Benutting van opportuniteiten
 - Welvaartsbestendig

2 Doelstelling

- **Evenwichtig beheer van beleggingen?**
- Vereist een **inzicht** in :
 - Het **risicoprofiel** van het beleggingsproduct
 - Het **beleggingsprofiel** van de cliënt
 - De **bewegredenen** voor schommelingen op financiële markten
 - ***“ Financiële Mechanica ”***
 - “Verklaren” is niet “voorspellen”
 - Maar als je kan verklaren wat er gebeurt, levert dat een houvast

Overzicht

- 1 Inleiding
- 2 Doelstelling
- **3 Financiële Mechanica**
- 4 Beslissingskader
- 5 Conclusies



MSCIEUROPE U\$ - TOT RETURN IND (~E)
S&P 500 COMPOSITE - TOT RETURN IND (~E)
CHINA-DS Market- TOT RETURN IND (~E)

INDIA-DS Market- TOT RETURN IND (~E)



— IB/E/SCHINA - 12MTH FWD P/E RTIO
— MSCI INDIA - 12MTH FWD P/E RTIO
— MSCI EMU (Euro) - 12MTH FWD P/E RTIO

— S&P 500 INDEX - 12MTH FWD P/E RTIO

3 Financiële Mechanica

Componenten ?

→ Rente

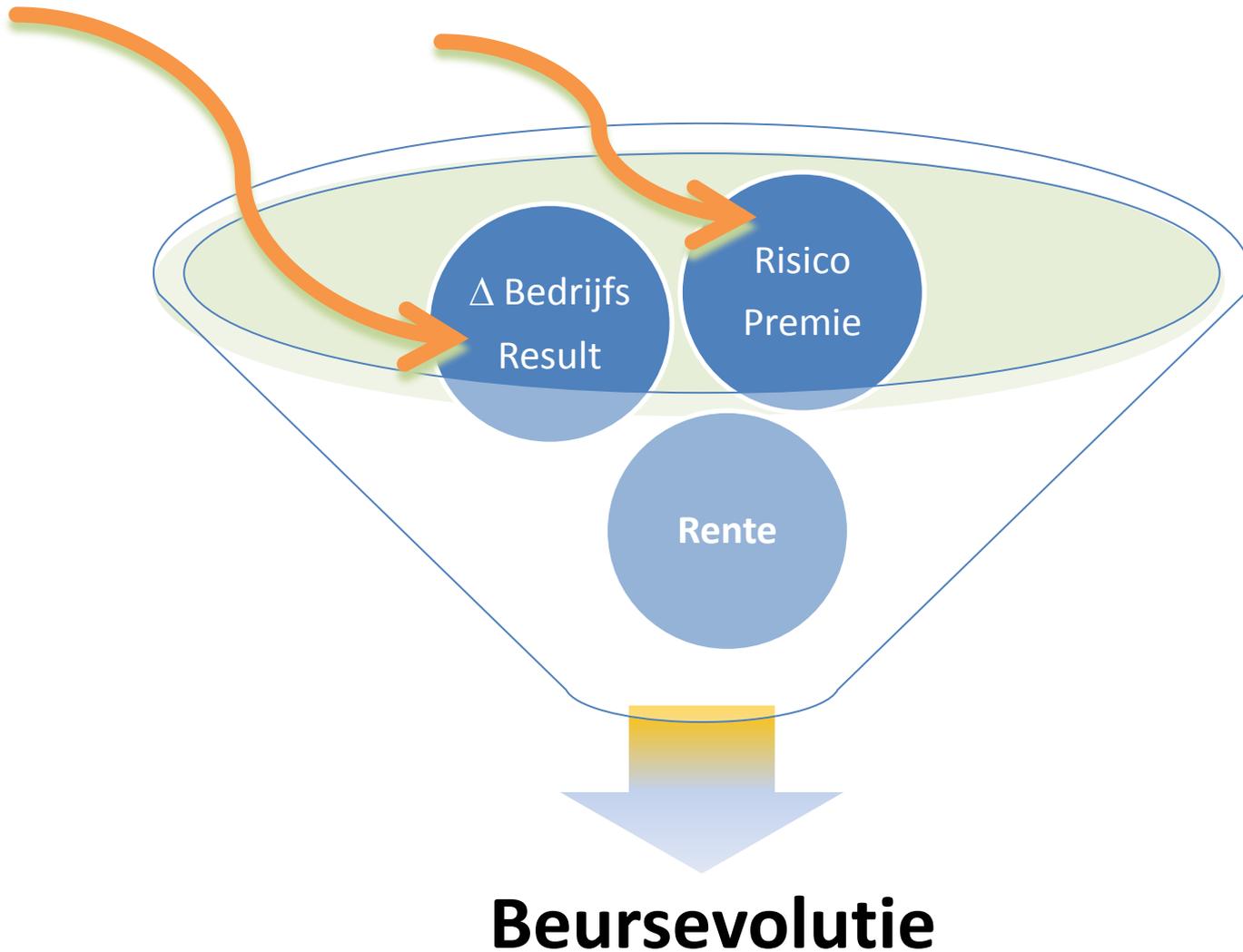
→ Risicopremies

→ Groei bedrijfsresultaten

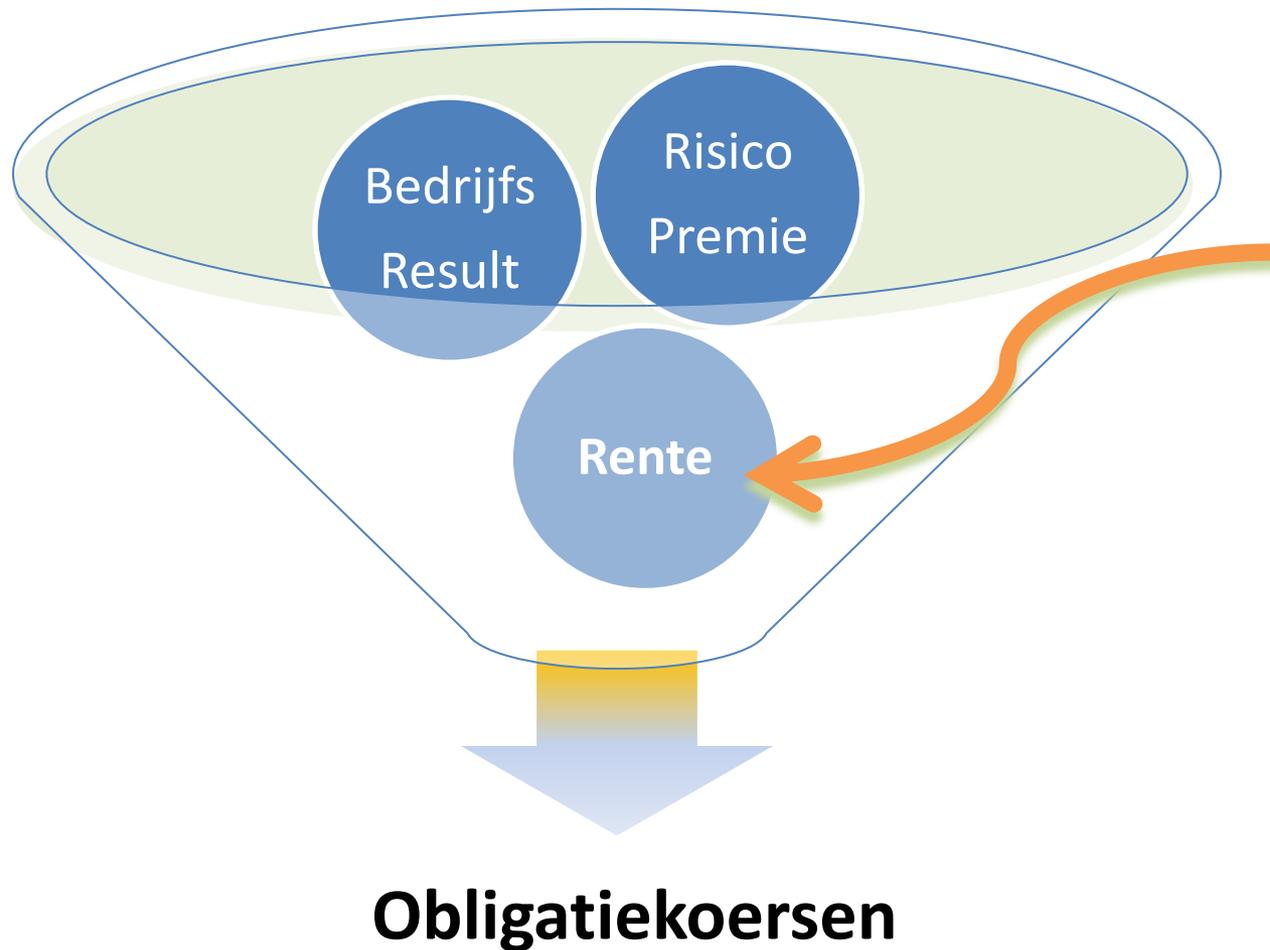
Waardering → Evolutie



3 Financiële Mechanica



3 Financiële Mechanica



3 Financiële Mechanica

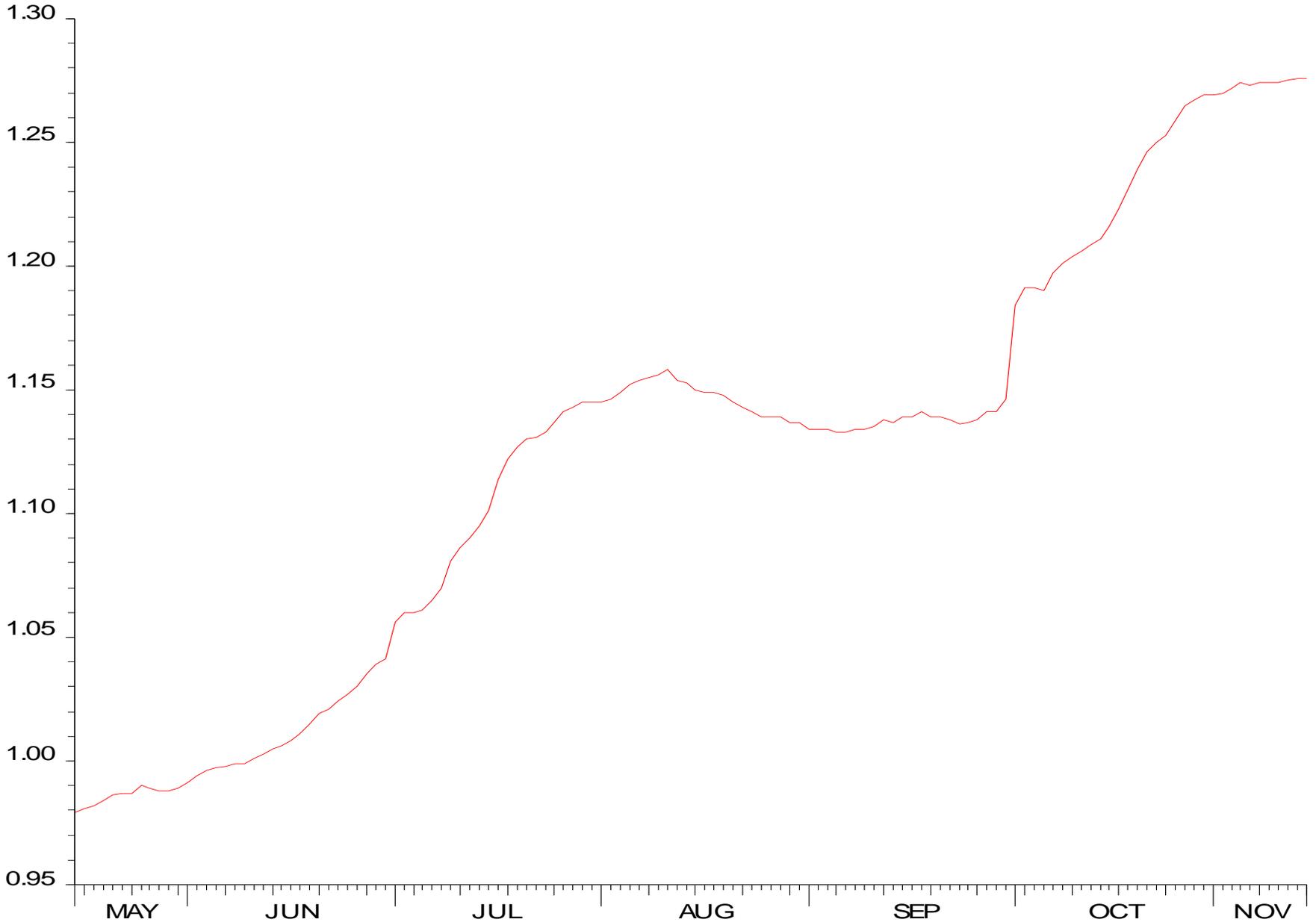
- Basiscomponenten :
 - Groei Bedrijfsresultaten
 - Rentevoeten
 - Risicopremie(s)



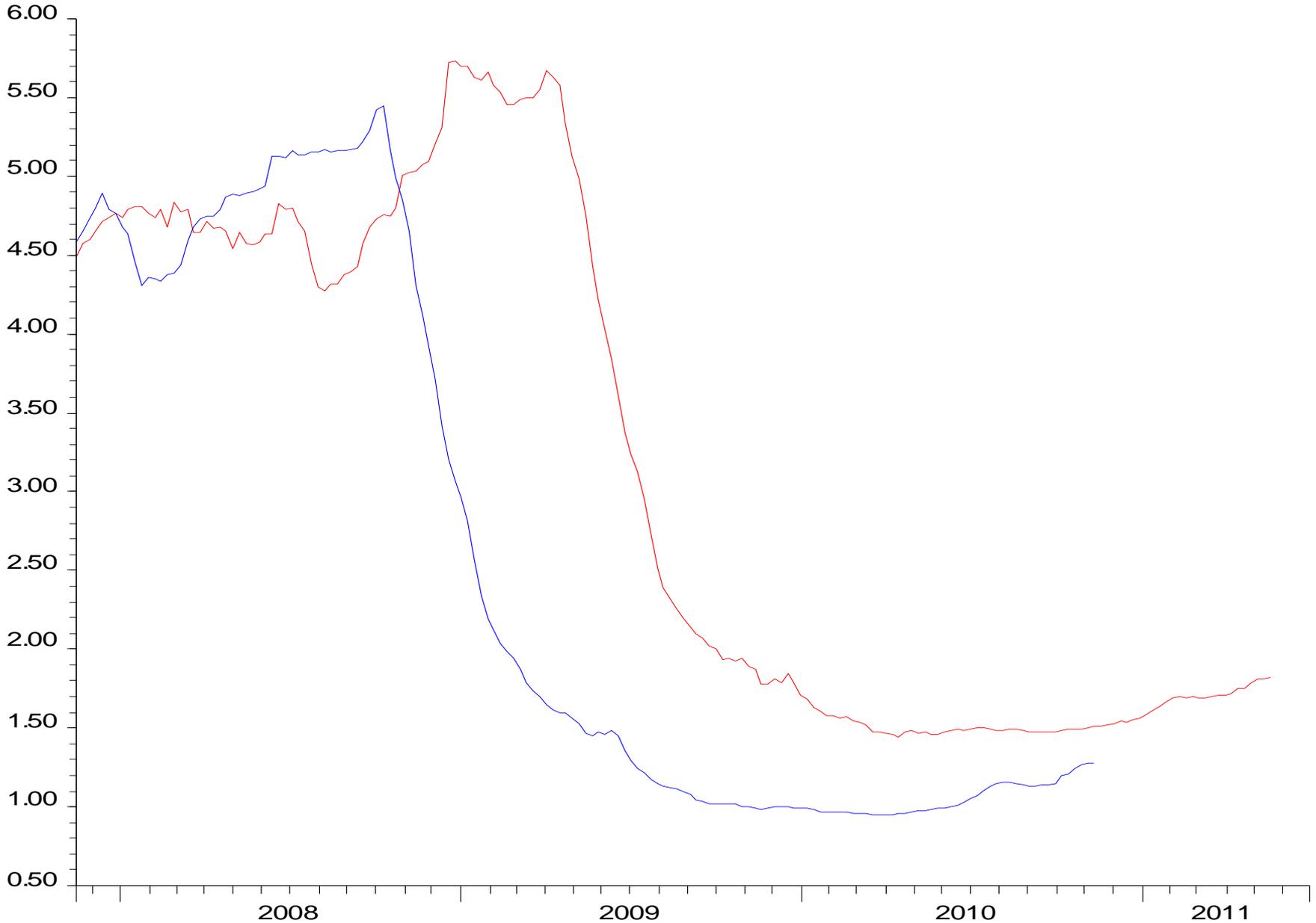
GERMANY BENCHMARK BOND 10 YR (DS) - RED.YIELD

EIBOR6M

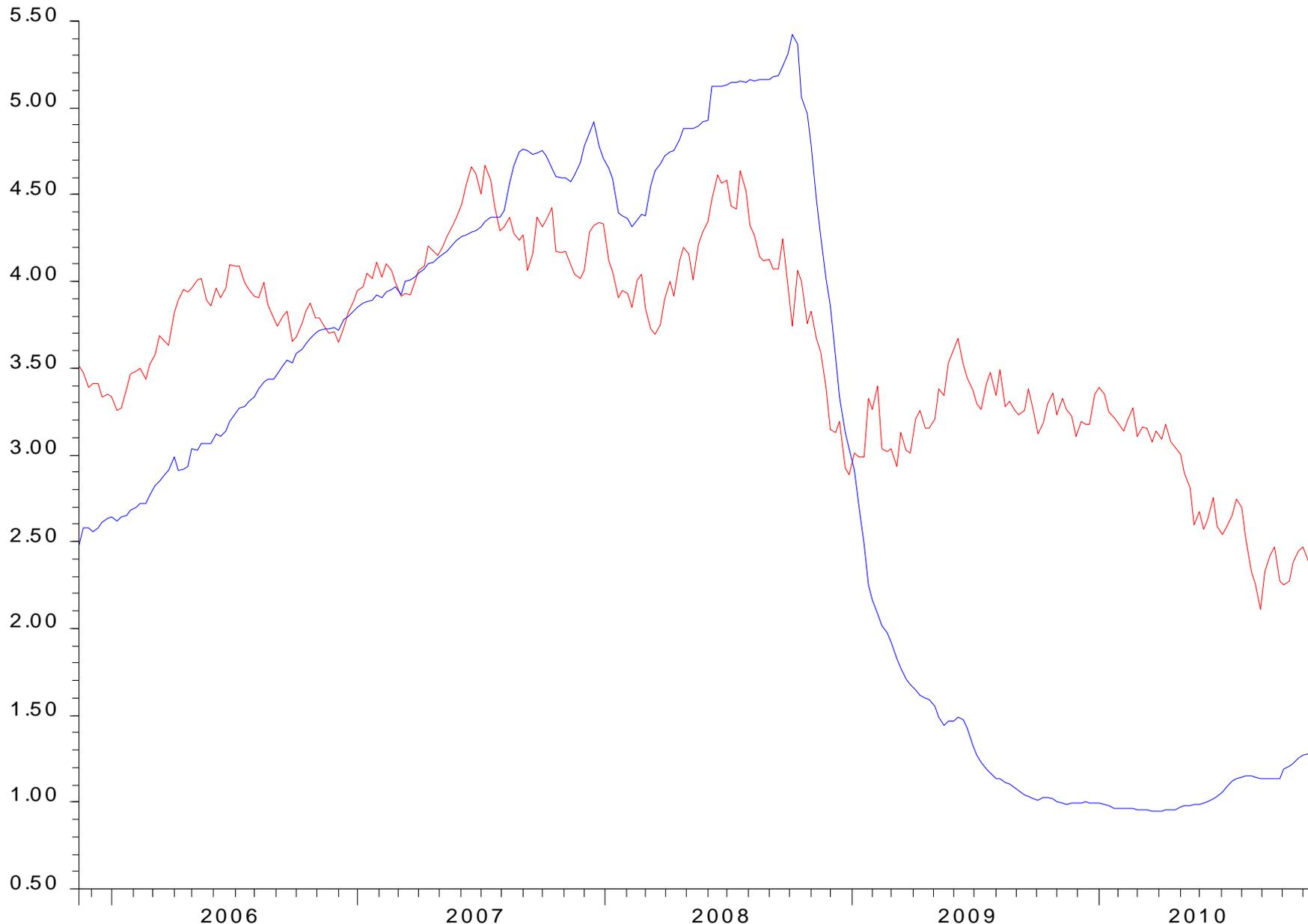
16/11/10



EURIBOR 6 MONTH - OFFERED RATE



— LAG#((POW#(1+EIBOR1Y/100,2)/(1+EIBOR6M/100)-1)*100,6M)
— EURIBOR 6 MONTH - OFFERED RATE

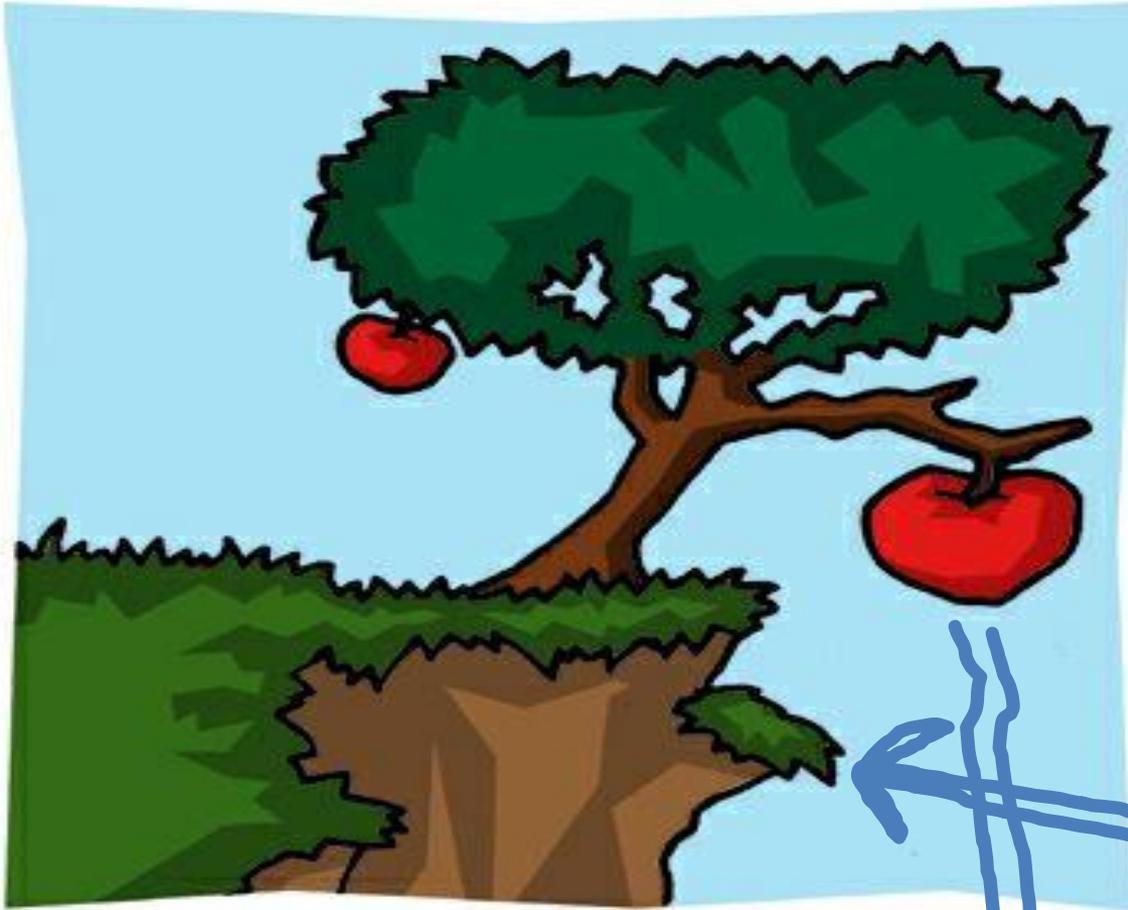


GERMAN Y BENCHMARK BOND 10 YR (DS) - RED. YIELD
EURIBOR 6 MONTH - OFFERED RATE



Jon Berkeley

Beyond the Frontier ... ?



VaR indicates the potential loss with a probability of less than 1%...

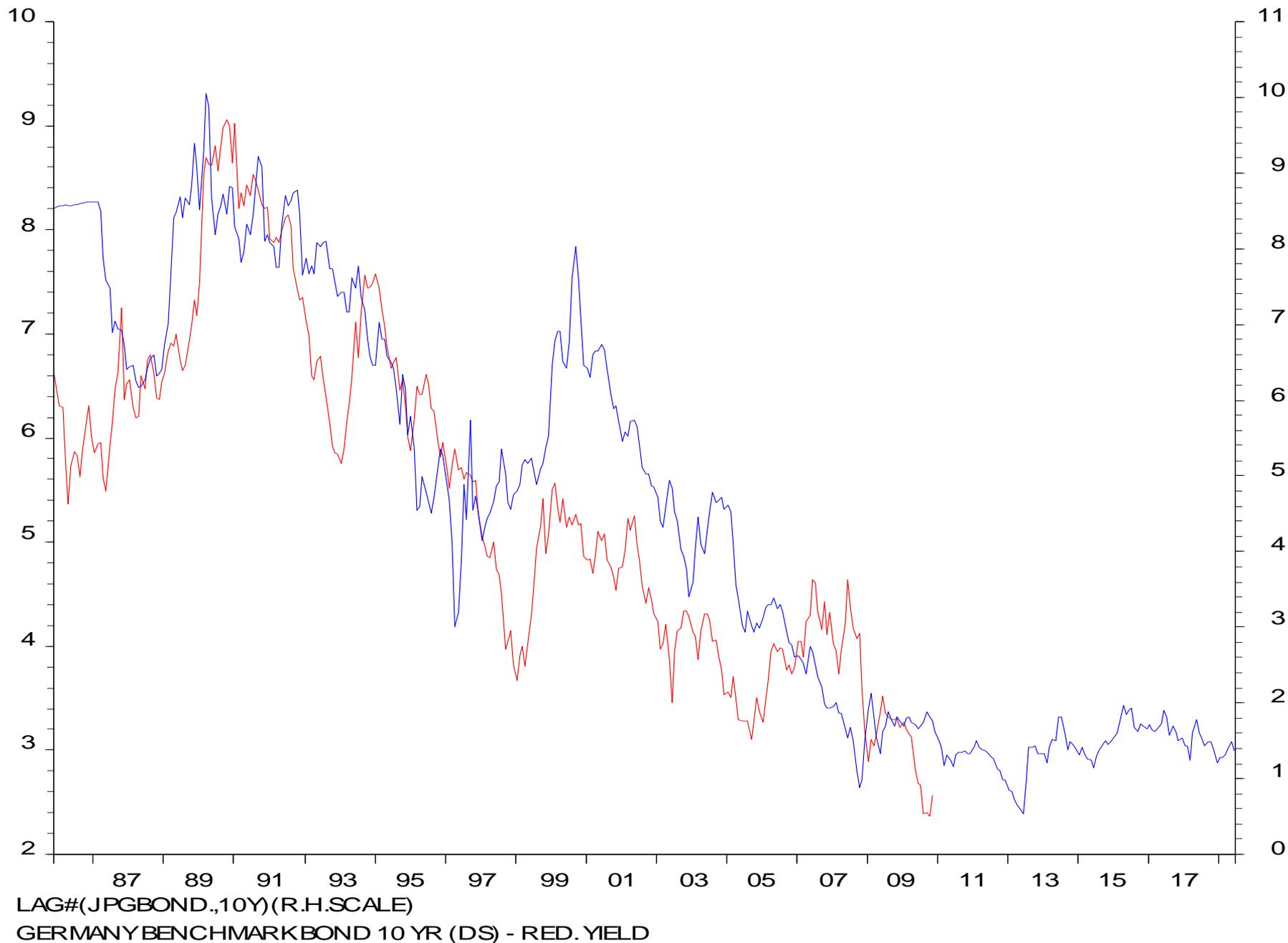
What happens beyond this frontier?

PCH#(USPCOREF,1Y)

16/11/10



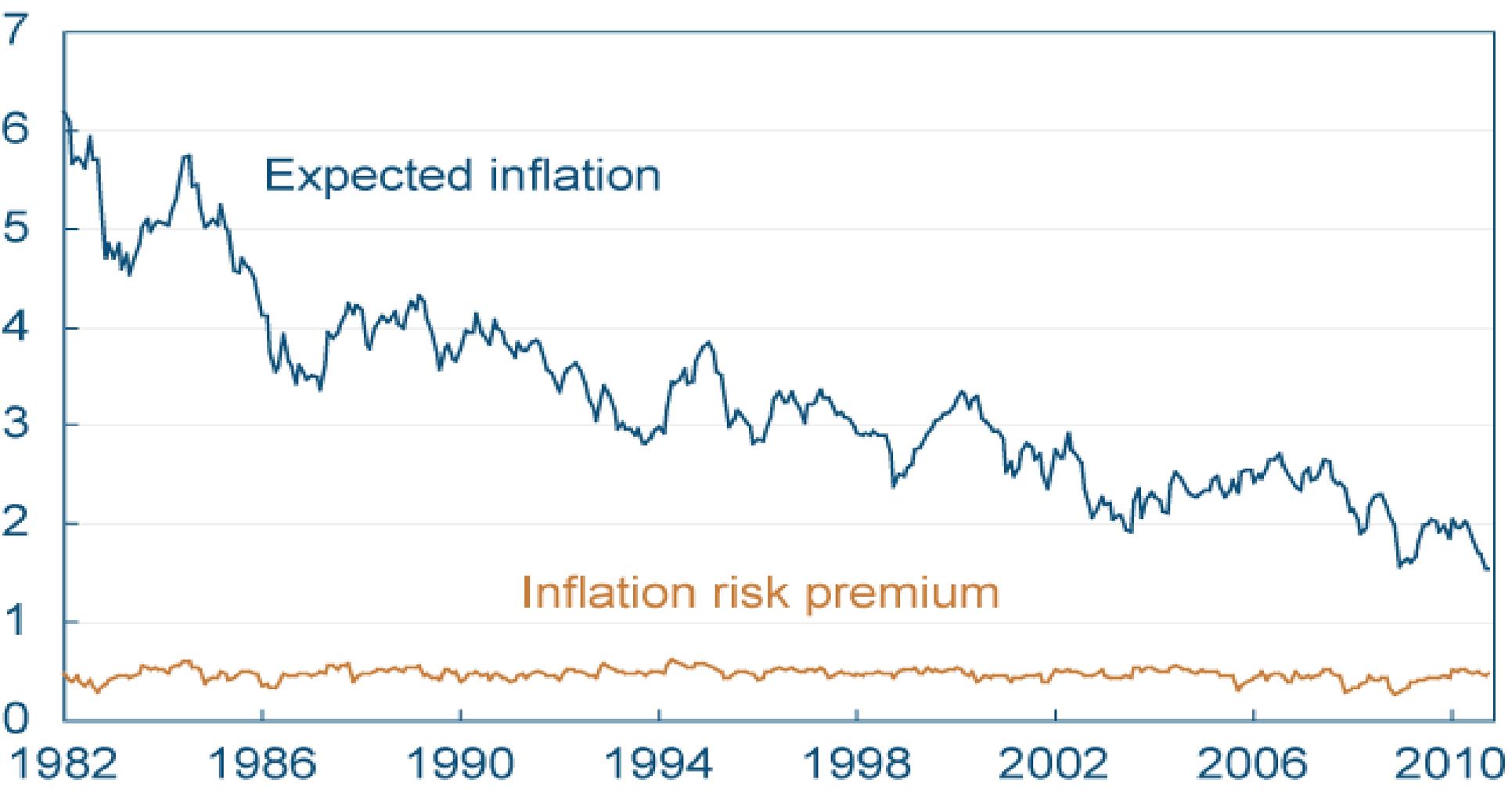
— PCH#(USPCOREF,1Y)
— PCH#(BDCPCOREF,1Y)(R.H.SCALE)

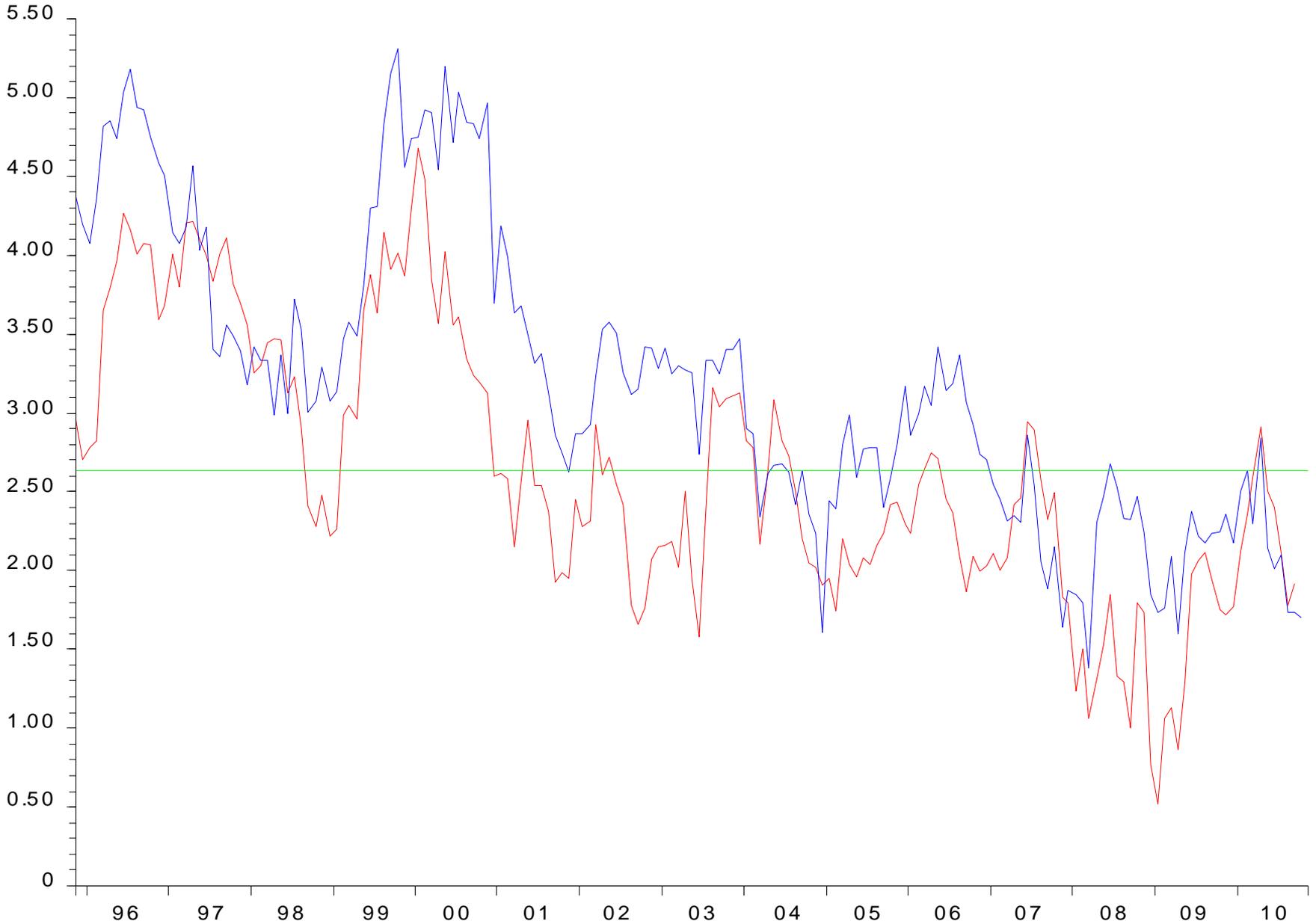


LAG#(JPGBOND.,10Y)(R.H.SCALE)
GERMANY BENCHMARK BOND 10 YR (DS) - RED. YIELD

Ten-Year Expected Inflation and Inflation Risk Premium

Percent





— USBD10Y-PCH#(USCPCOREF,1Y)
— BDBRYLD-PCH#(BDCPCOREF,1Y)
— AVG#(USBD10Y-PCH#(USCPCOREF,1Y))

BDBRYLD-EIBOR6M

16/11/10



BDBRYLD-EIBOR6M

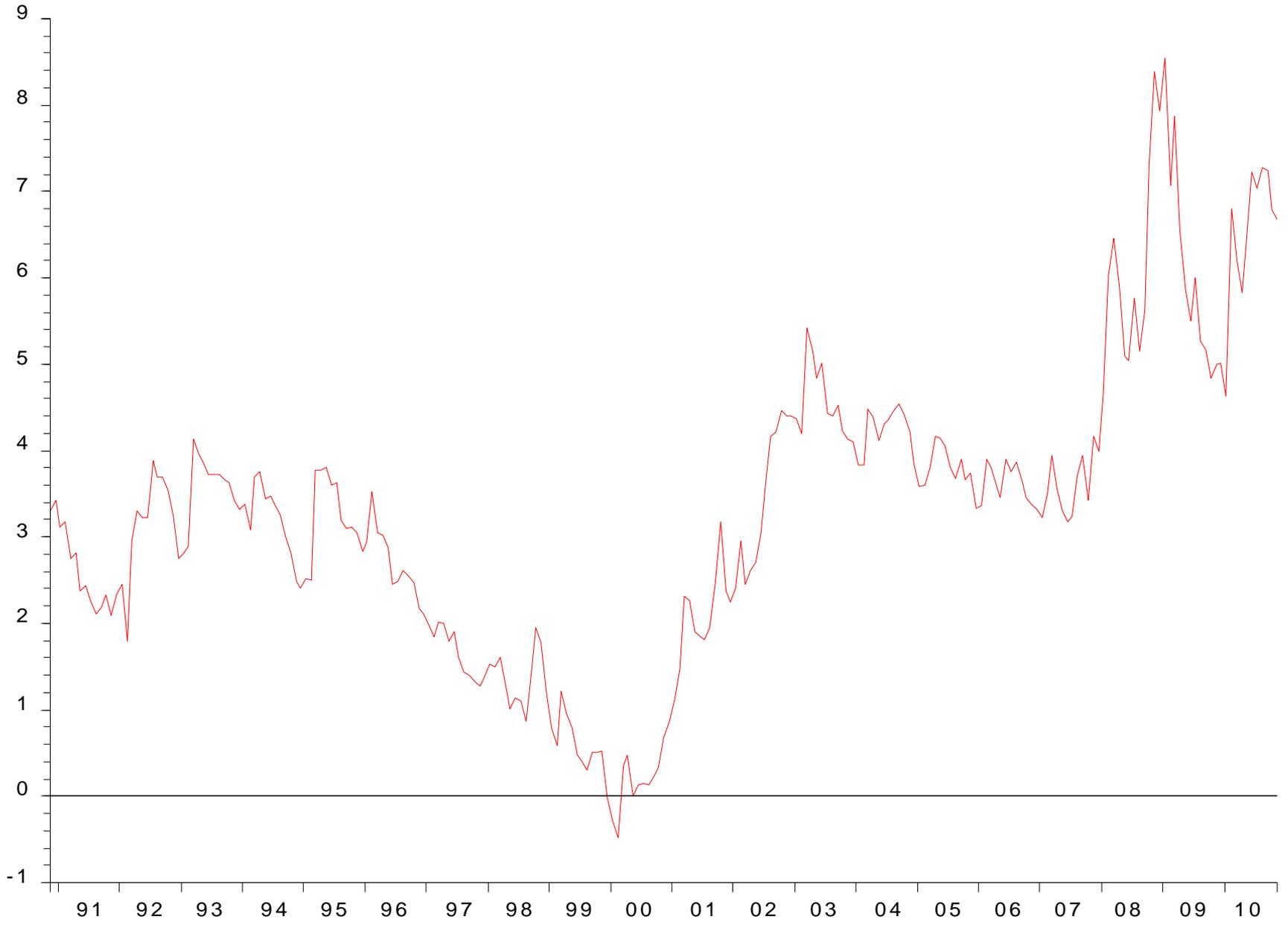
3 Financiële Mechanica

- Basiscomponenten :
 - Groei Bedrijfsresultaten
 - Rentevoeten
 - Risicopremie(s)

Risicopremie ?

- Vergoeding voor het **systematische** risico van aandelen t.o.v. Risicovrije-obligaties
 - Vergoeding voor “Normale marktschommelingen”
 - Verwachte vergoeding
 - Gemiddelde 200 jaar : 3% per jaar
 - Belangrijkste drijfveer beursbewegingen

- Vergoeding voor het **systemrisico** ...
 - Implosie van het financieel-economische model



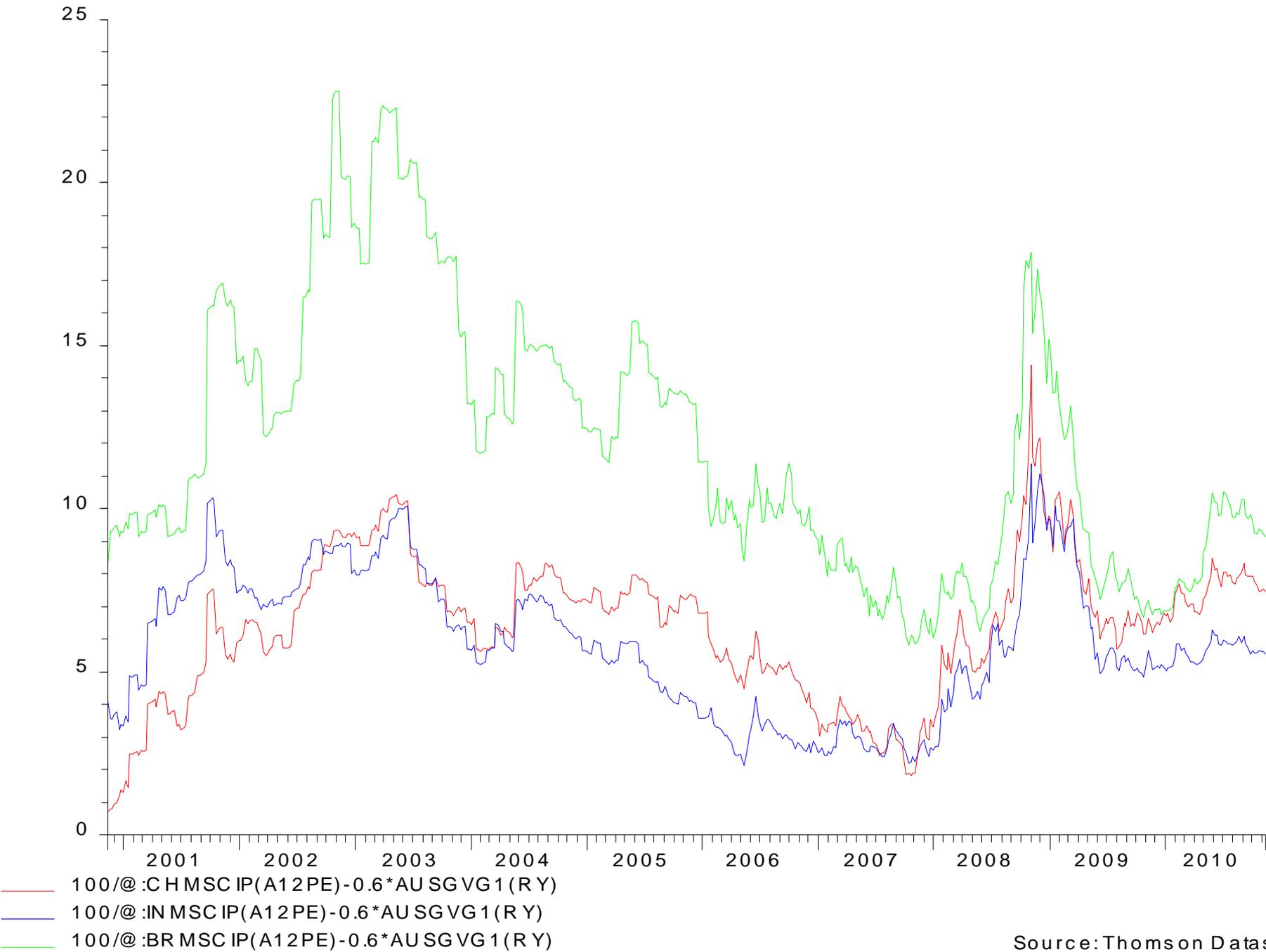
100/@ :USSP500(AF1PE)-0.6*AUSGVG1(RY)



CBOE SPX VOLATILITY VIX (NEW) - PRICE INDEX



100/@:MUMSC I(A12PE)-0.6*ABD GVG1(R Y)
100/@:USSP500(A12PE)-0.6*AUSGVG1(R Y)





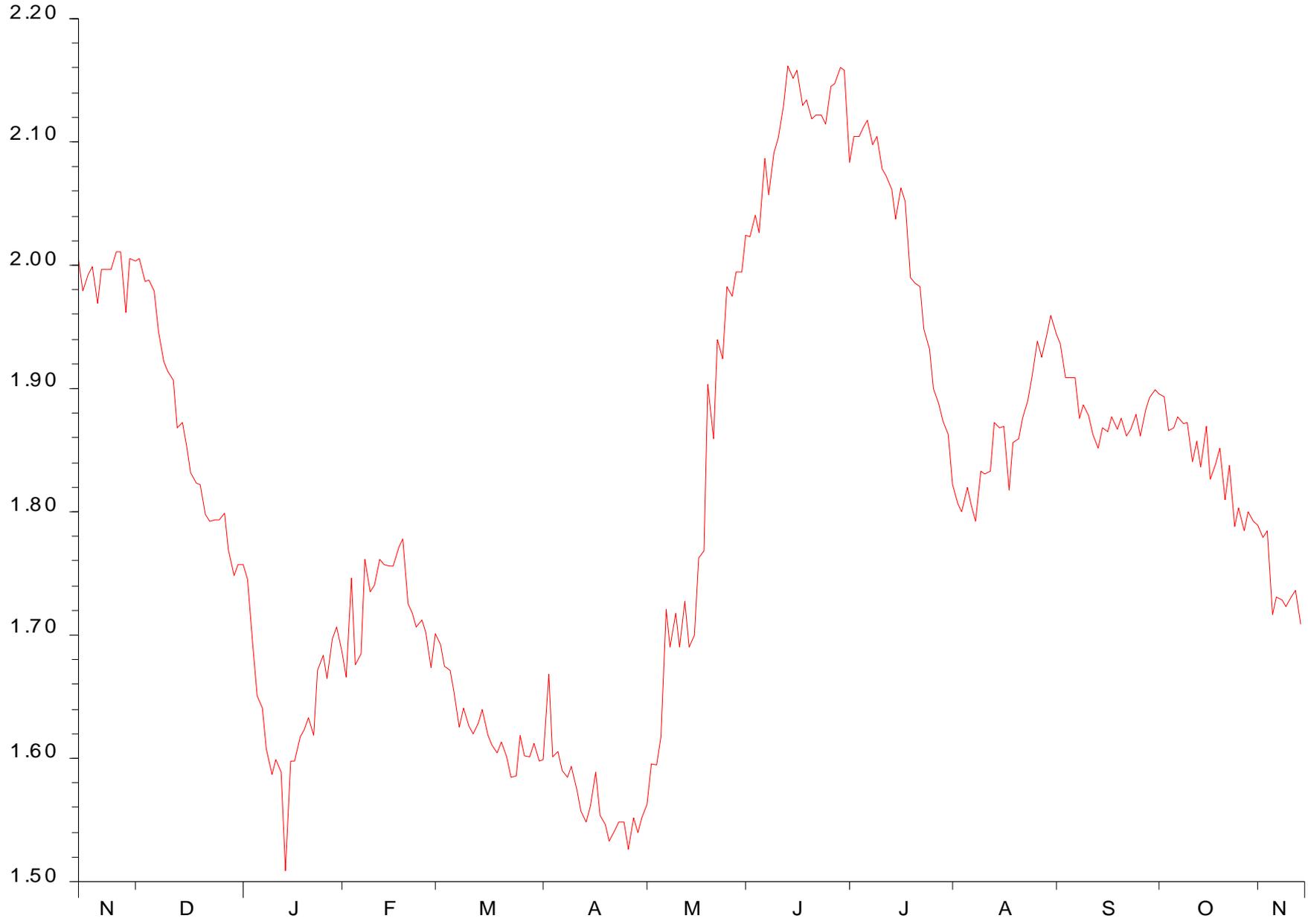
3 Financiële Mechanica

- Risicopremie (2)
- Bedrijfsobligaties

» Baa- US Govt

FRCBBAA-USBR YLD

16/11/10



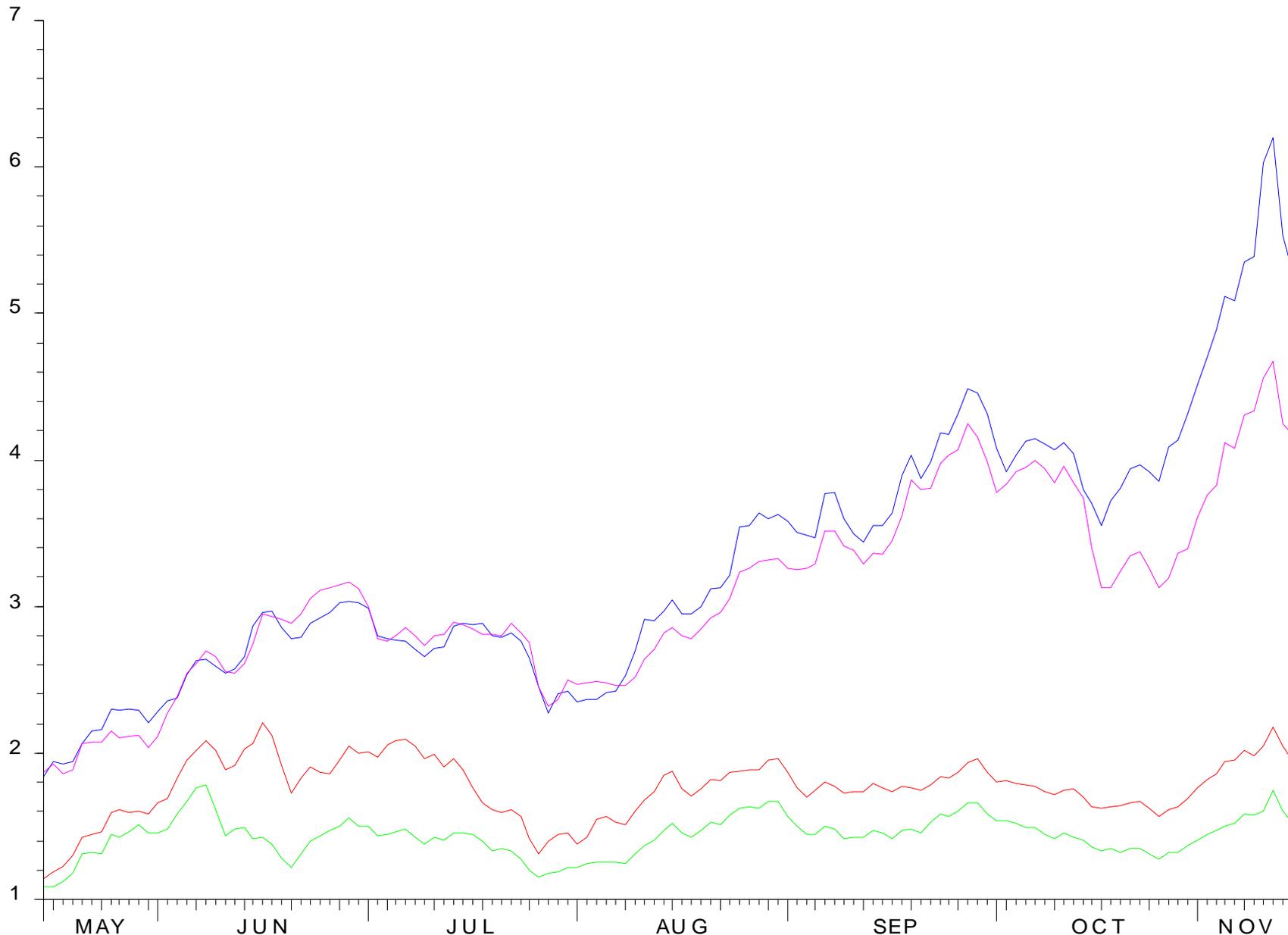
FRCBBAA-USBR YLD

3 Financiële Mechanica

- Risicopremie (3)
 - Spreads Europese Overheden met Duitsland (10 jaar)

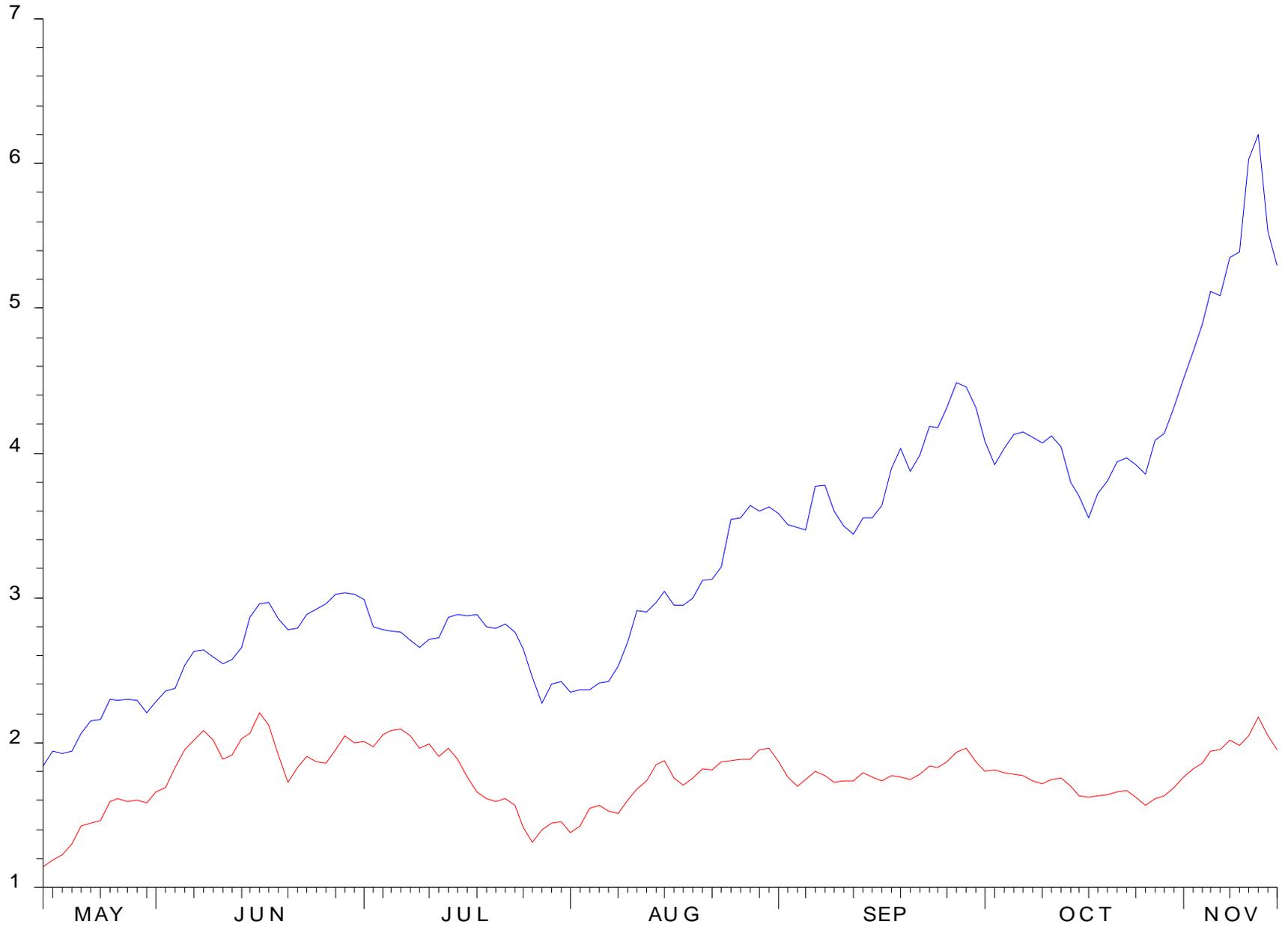
ESBRYLD-BDBRYLD

16/11/10



ESBRYLD-BDBRYLD
IRBRYLD-BDBRYLD
ITBRYLD-BDBRYLD

PTBRYLD-BDBRYLD



ESBR YLD - BDBR YLD
IR BR YLD - BDBR YLD

BGBRYLD-BDBRYLD

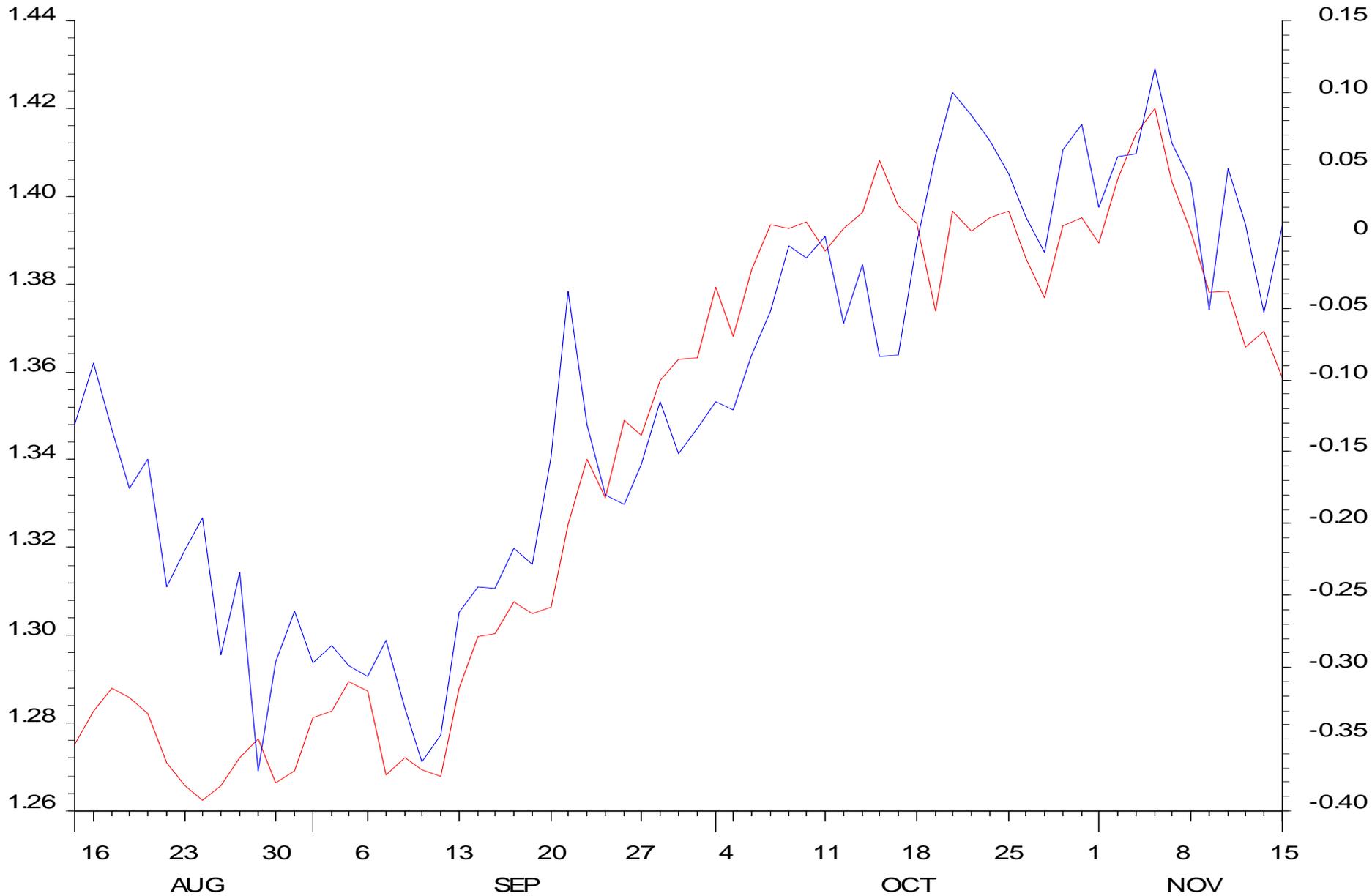
16/11/10



BGBRYLD-BDBRYLD

1/TEUSDSP

16/11/10



— 1/TEUSDSP
— ABDGVG4(RY)-AUSGVG4(RY)(R.H.SCALE)



3 Financiële Mechanica

- Risicopremie (4)

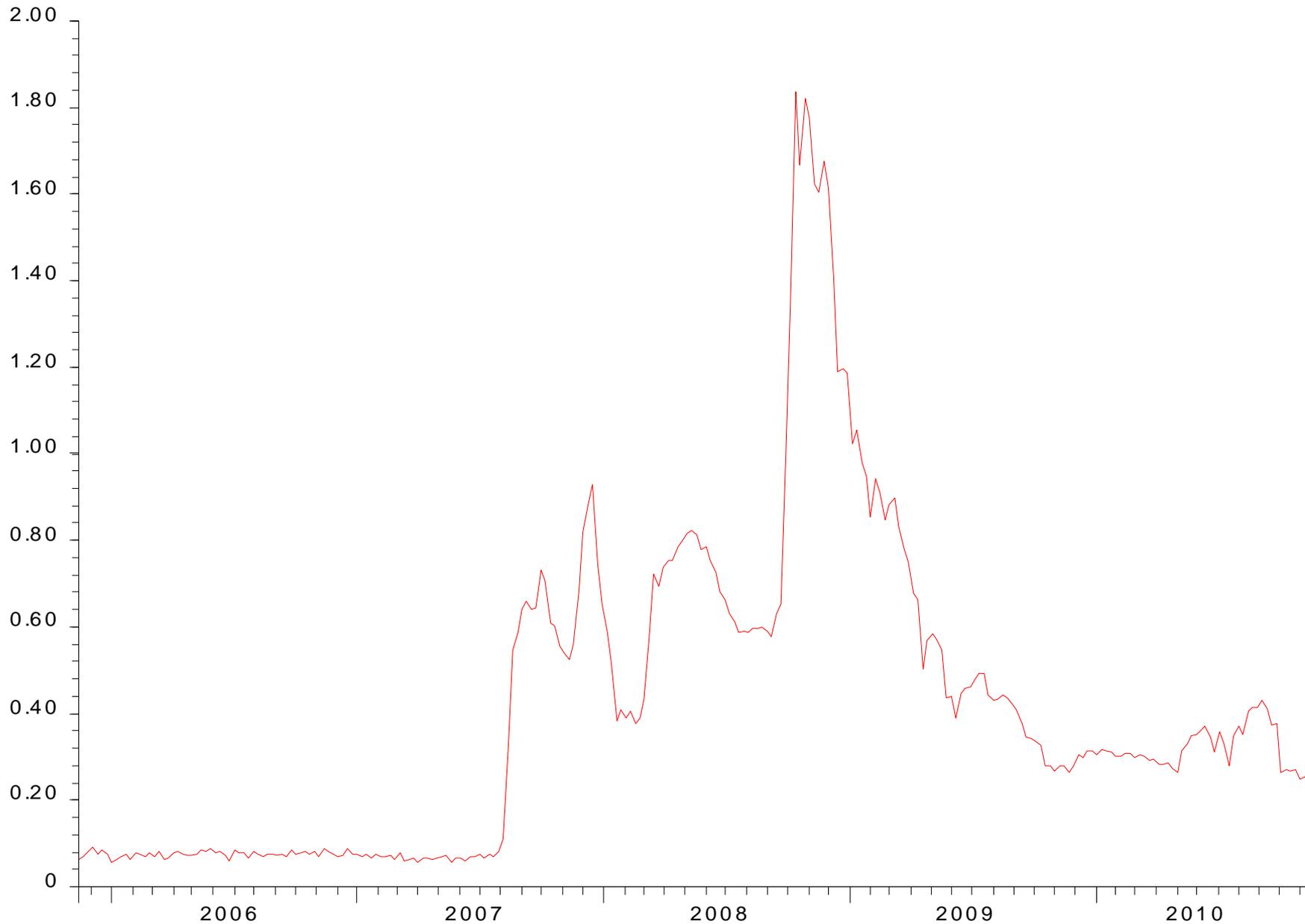
– Systemrisico

Risicopremie

- Vergoeding voor het systematische risico van aandelen t.o.v. Risicovrije-obligaties
- Vergoeding voor het **stysteemrisico ...**
 - Implosie van het **financieel-economische model**



Stabilisatie van de financiële omgeving ?



— EIBOR3M-BBERB3M

EIBOR3M-BBERB3M

16/11/10



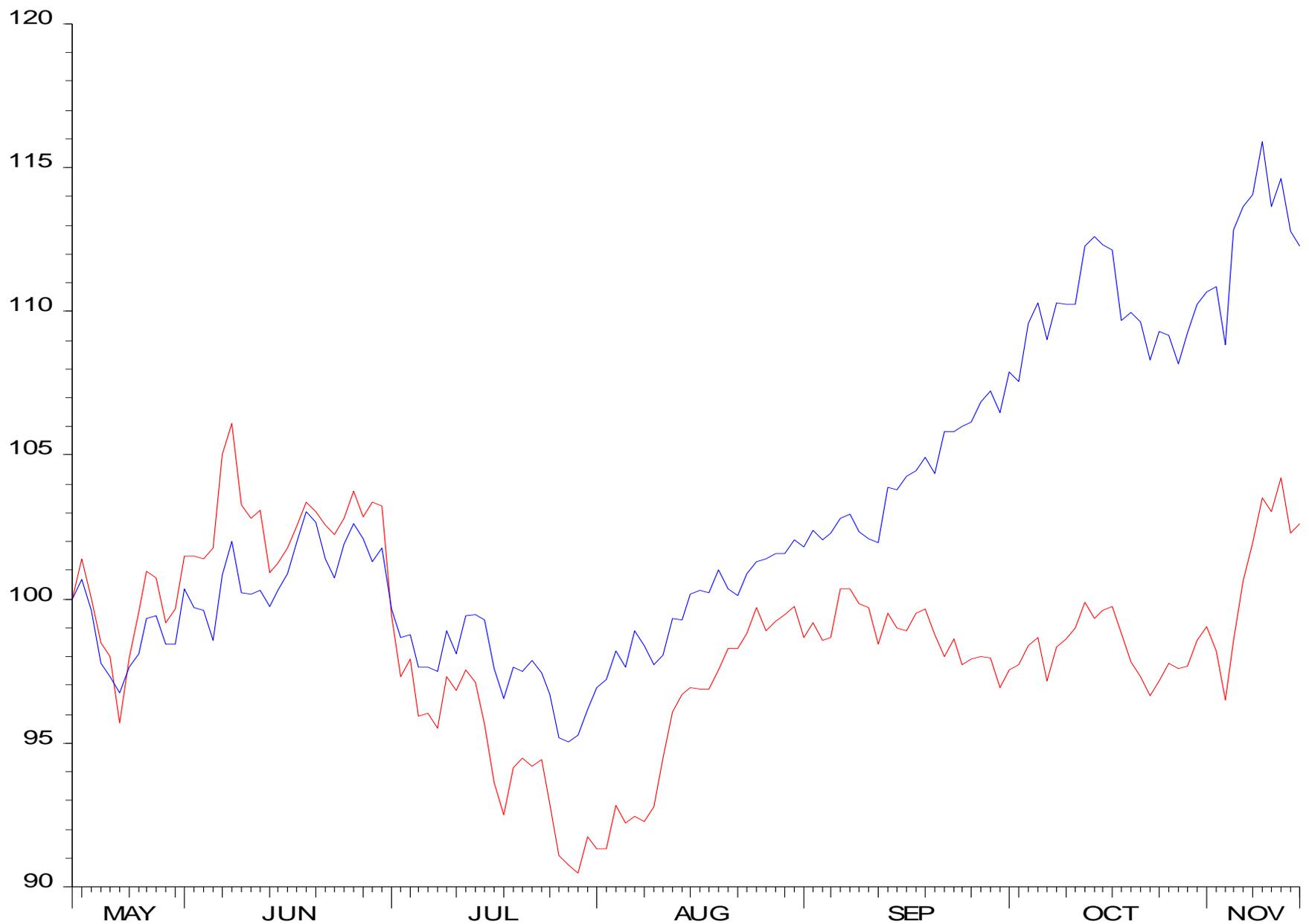
EIBOR3M-BBERB3M

EIBOR 3M-BBERB 3M

16/11/10



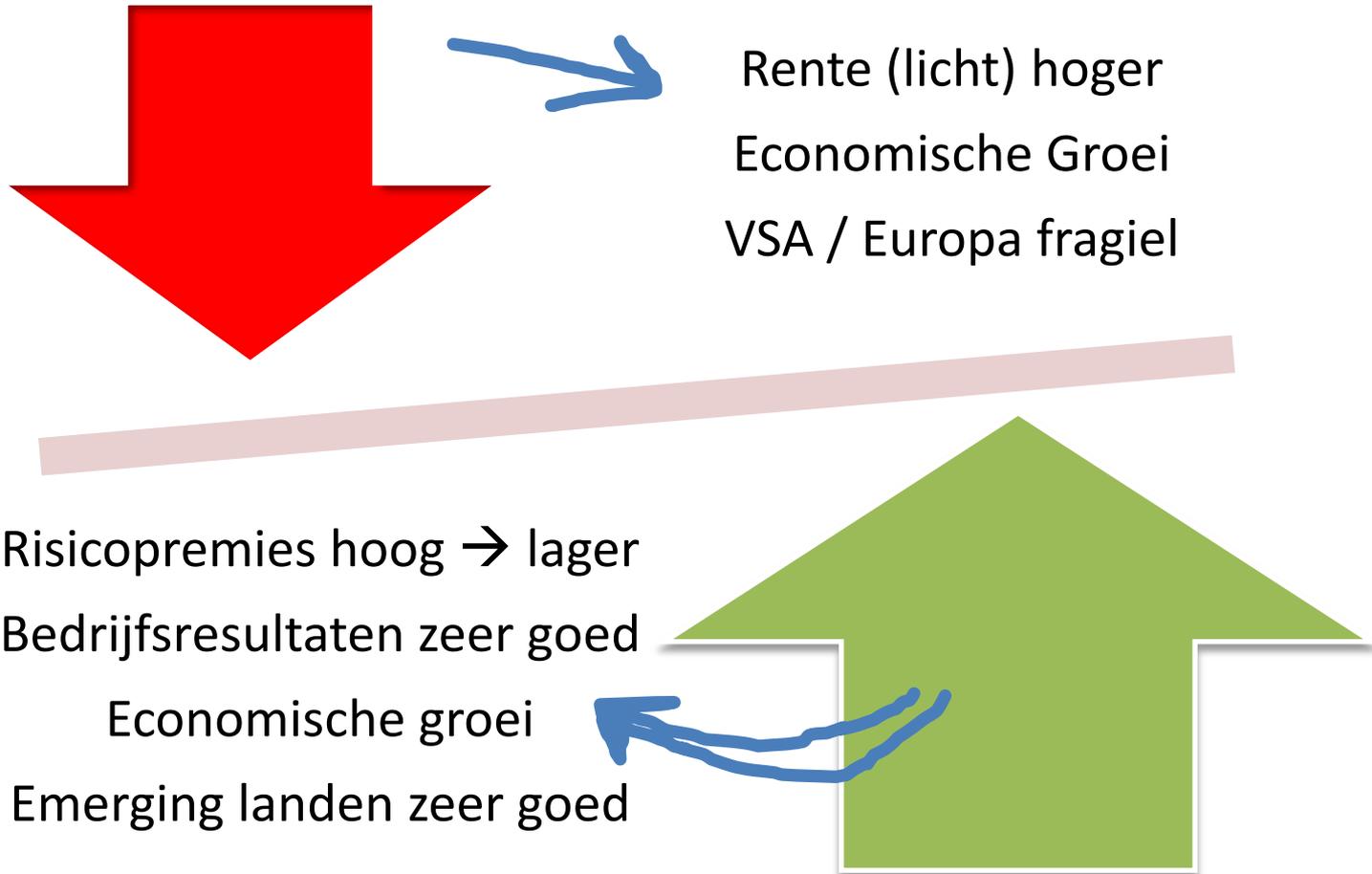
— EIBOR 3M-BBERB 3M
— ESBRYLD-BDBRYLD (R.H.SCALE)



— Gold Bullion LBMU\$/Troy Ounce (~E)
— Gold Bullion LBMU\$/Troy Ounce

3 Financiële Mechanica

Voorlopige conclusie



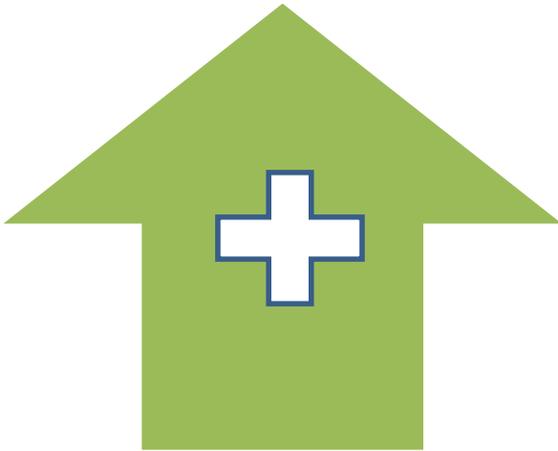


3 Financiële Mechanica

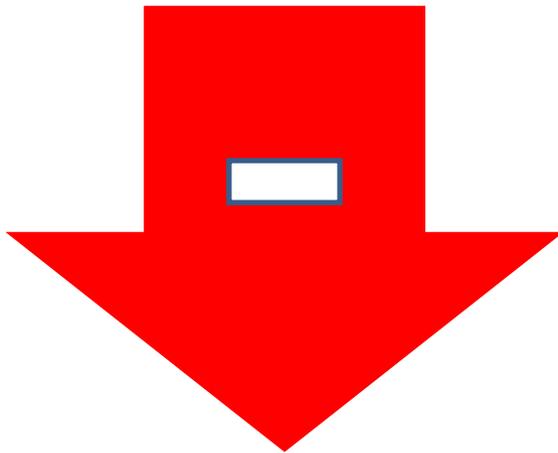
- Impact van de basiscomponenten op beurs ?
- **Onderlinge samenhang ?**

Bedrijfswinst en Beurs

Evolutie Beurs



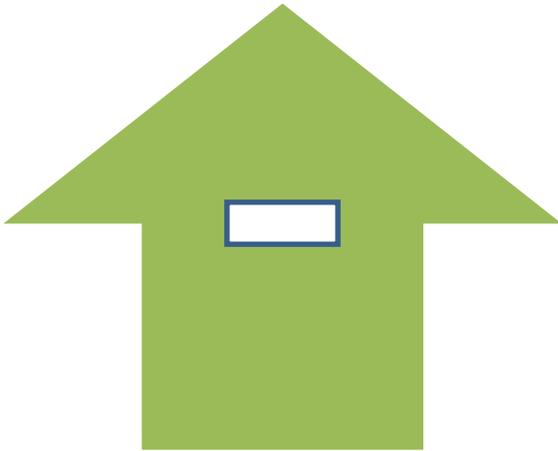
**Bedrijfswinst
stijgt**



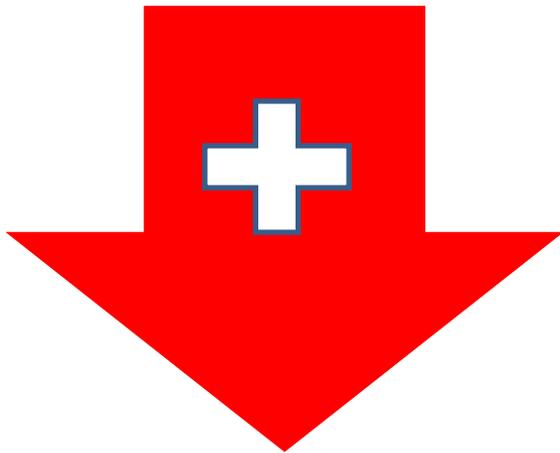
**Bedrijfswinst
daalt**

Rente en Beurs

Evolutie Beurs



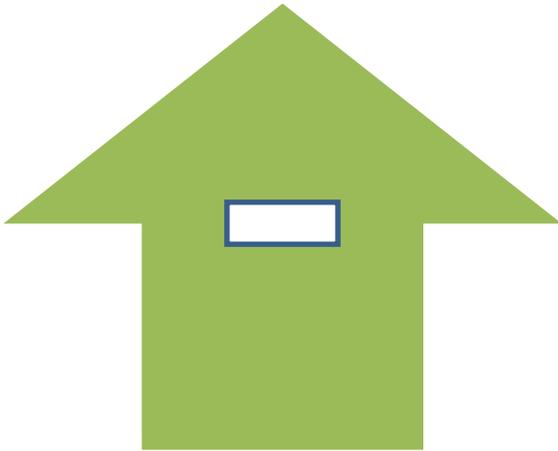
Rente Daalt



Rente Stijgt

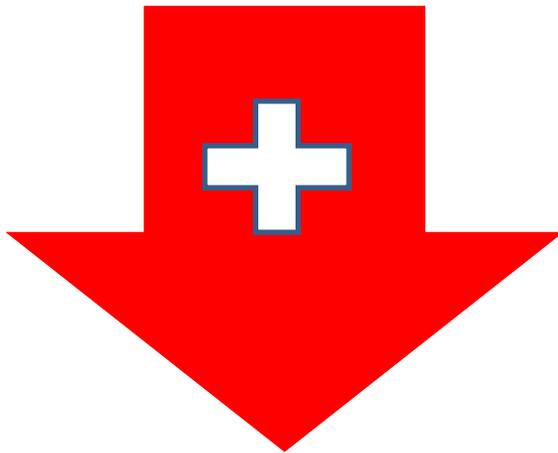
Risicopremie en Beurs

Evolutie Beurs



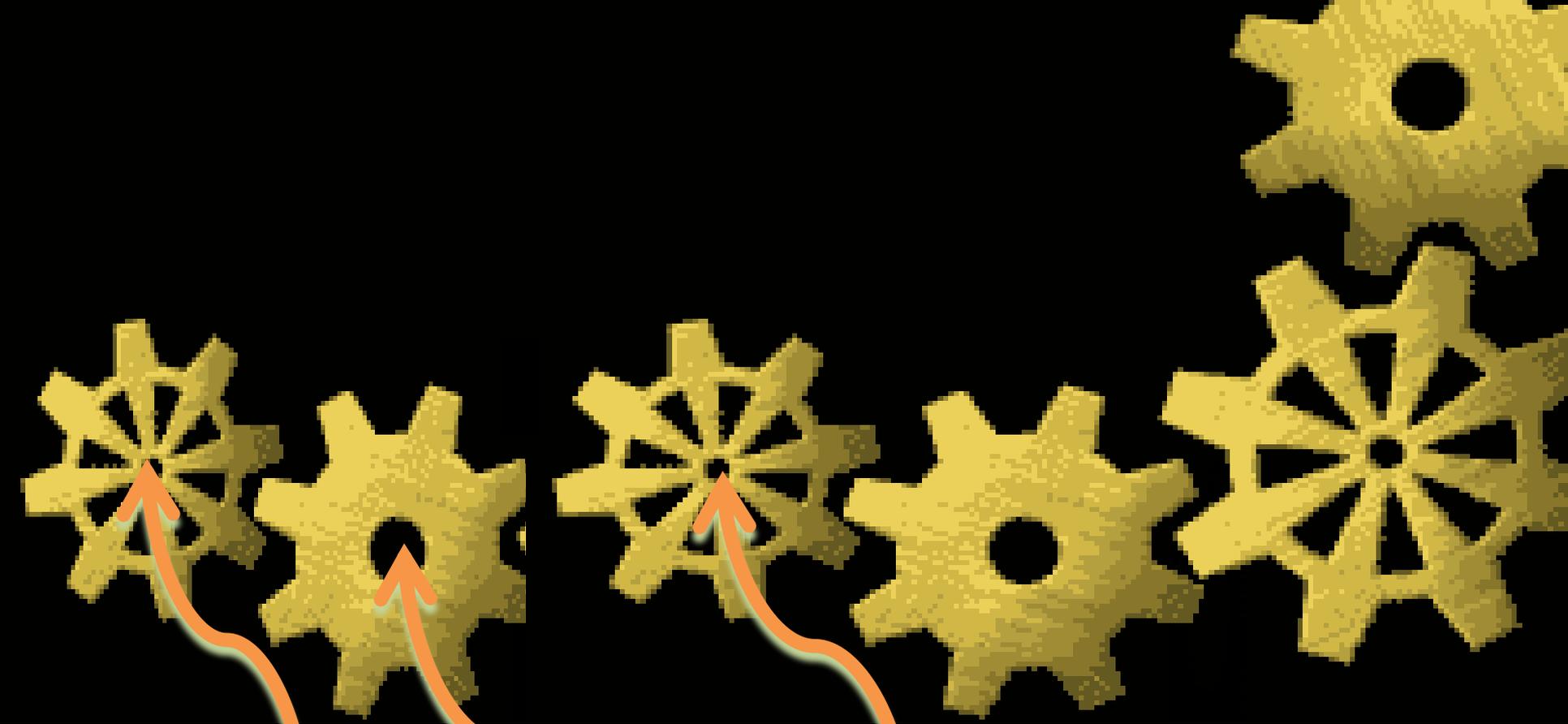
Risicopremie

Daalt



Risicopremie

Stijgt



Risicopremie(s)

Bedrijfsresultaten

Rentevoeten

Groei

Rente

Risicopremie

Beurs

+	-	
-	+	

Groei

Rente

Risicopremie

Beurs

+	-	
-	+	

Groei

Rente

Risicopremie

Beurs

+	-	-	
	+	+	
-	-	-	
	+	+	

Groei

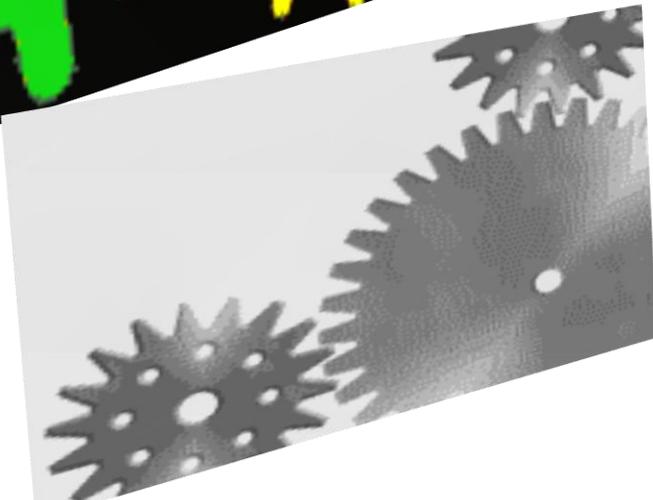
Rente

Risicopremie

Beurs

+	-	-	-	
	+	+	+	
-	-	-	-	
	+	+	+	

3 Financiële Mechanica ?



Overzicht

- 1 Inleiding
- 2 Doelstelling
- 3 Financiële Mechanica
- **4 Beslissingskader**
- 5 Conclusies

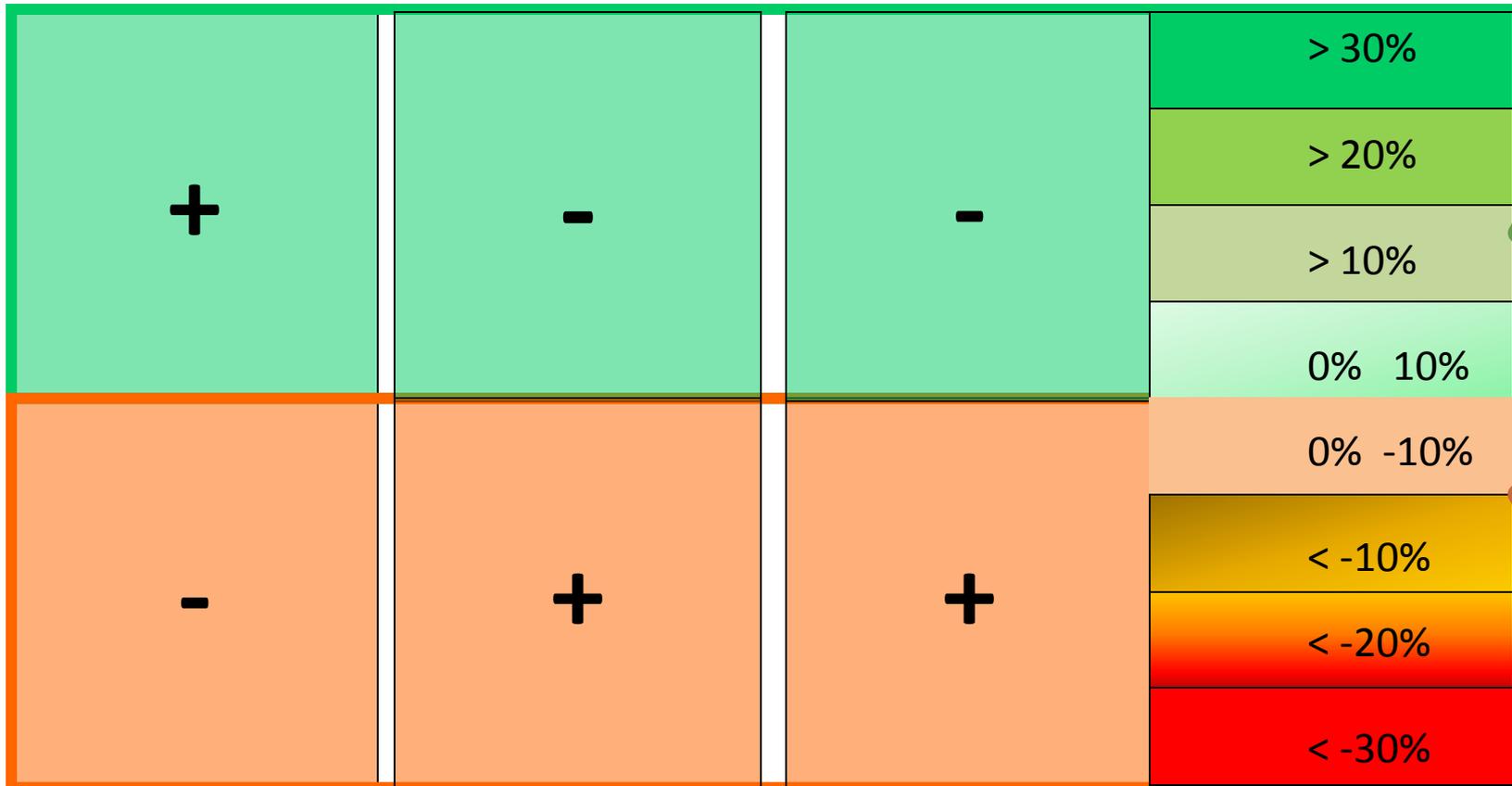
Groei

Rente

Risicopremie

Beurs

Beurzen industrielanden



4 Beslissingskader

- **Beslissingscriterium ?**

- **Max $R - AV. \sigma^2$**

- **Evenwichtig beheer ?**
 - Doelstelling :

- » LT afweging van **Risico** en **Verwachte opbrengst**
 - **Risico?**
 - **Verwachte opbrengst?**
 - **Risicoprofiel**

4 Beslissingskader

- **Max $R - AV \cdot \sigma^2$**
- **R** → Verwachte Opbrengst
- **σ^2** → Risico
- **AV** → aanpassen aan het profiel van de belegger
- Kapitaal bescherming via CPPI techniek over middellange termijn

Overzicht

- 1 Inleiding
- 2 Doelstelling
- 3 Financiële Mechanica
- 4 Beslissingskader
- **5 Conclusies**

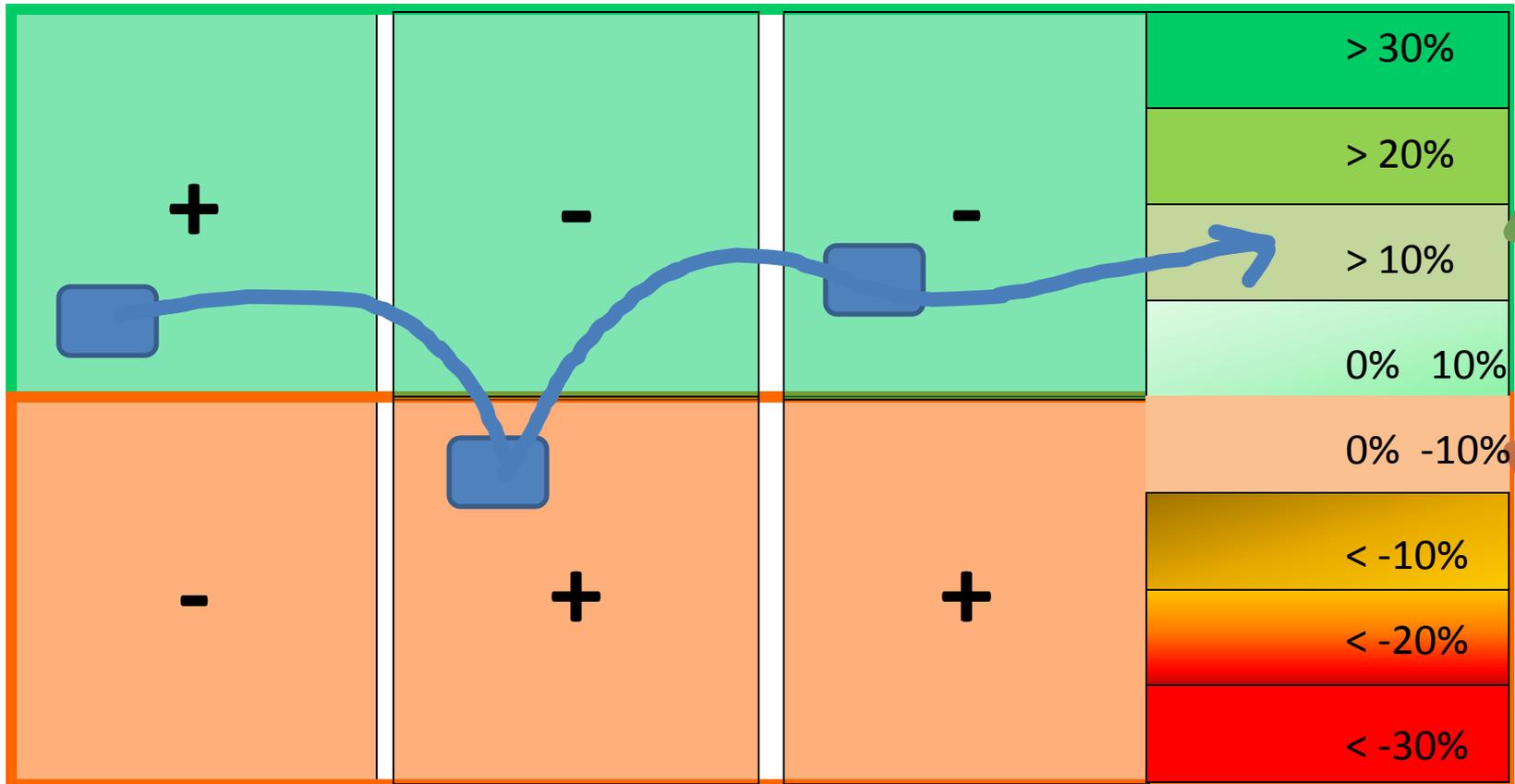
Groei

Rente

Risicopremie

Beurs

Beurzen industrielanden



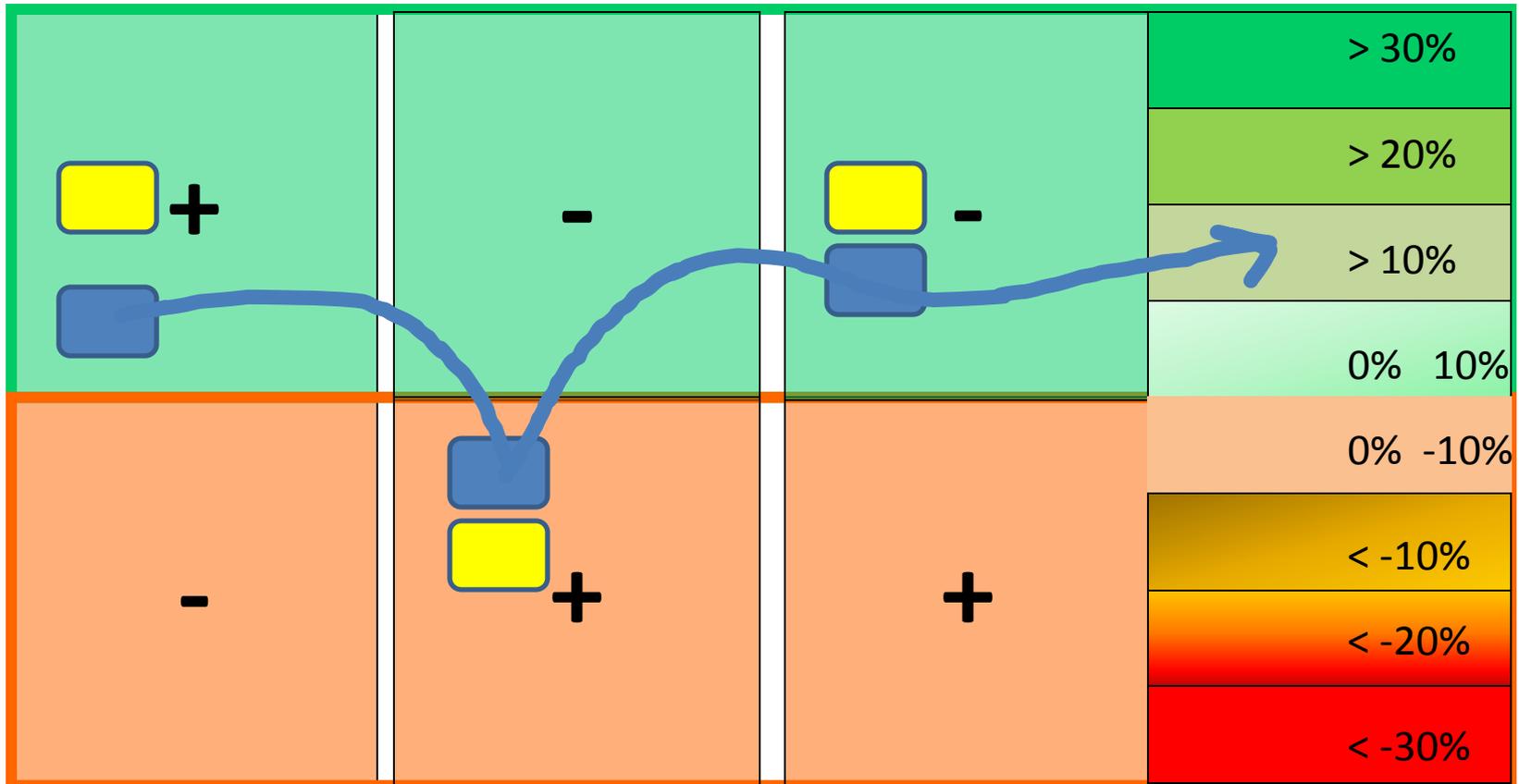
Groei

Rente

Risicopremie

Beurs

Beurzen Emerging Markets



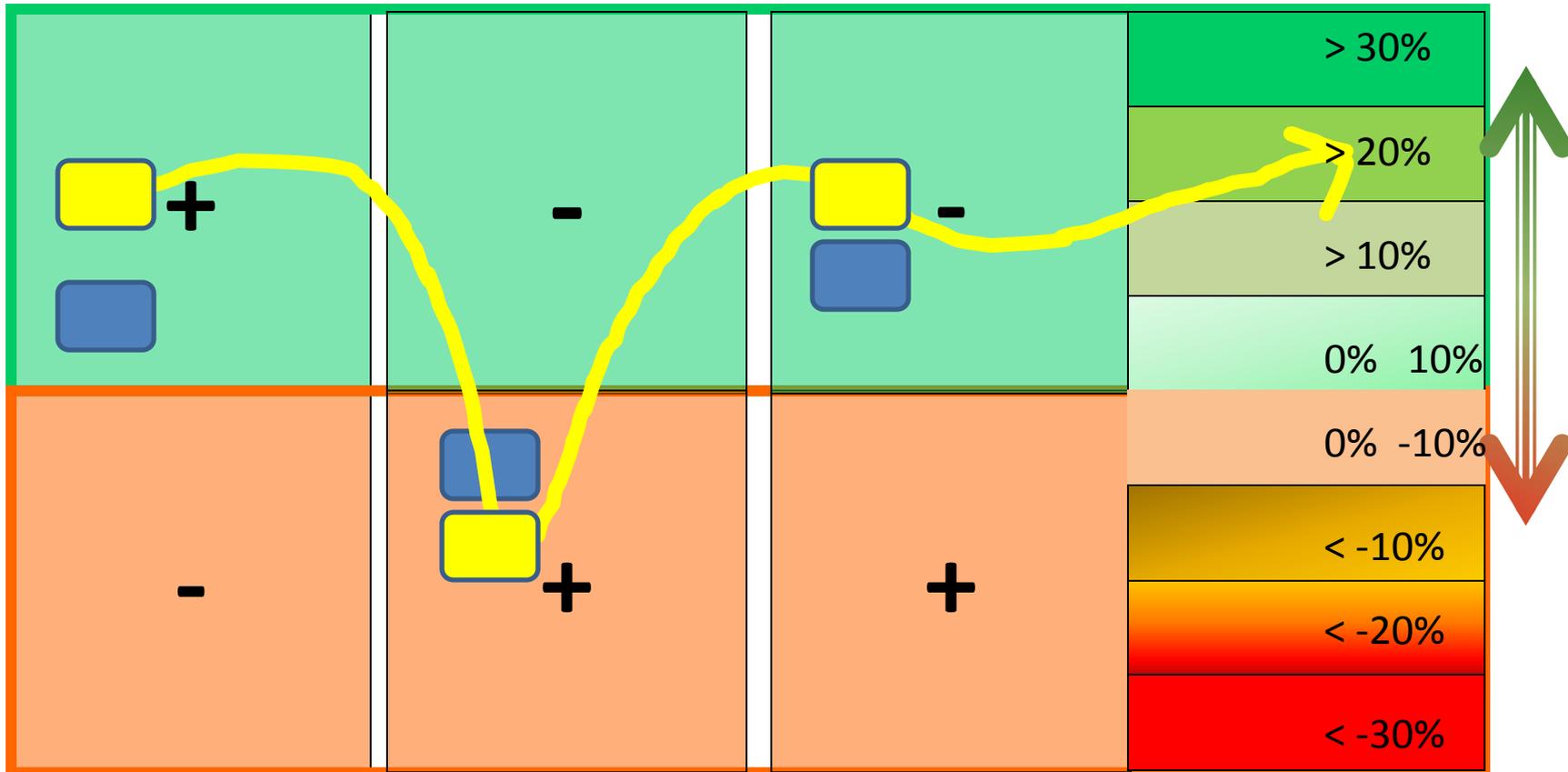
Groei

Rente

Risicopremie

Beurs

Beurzen Emerging Markets



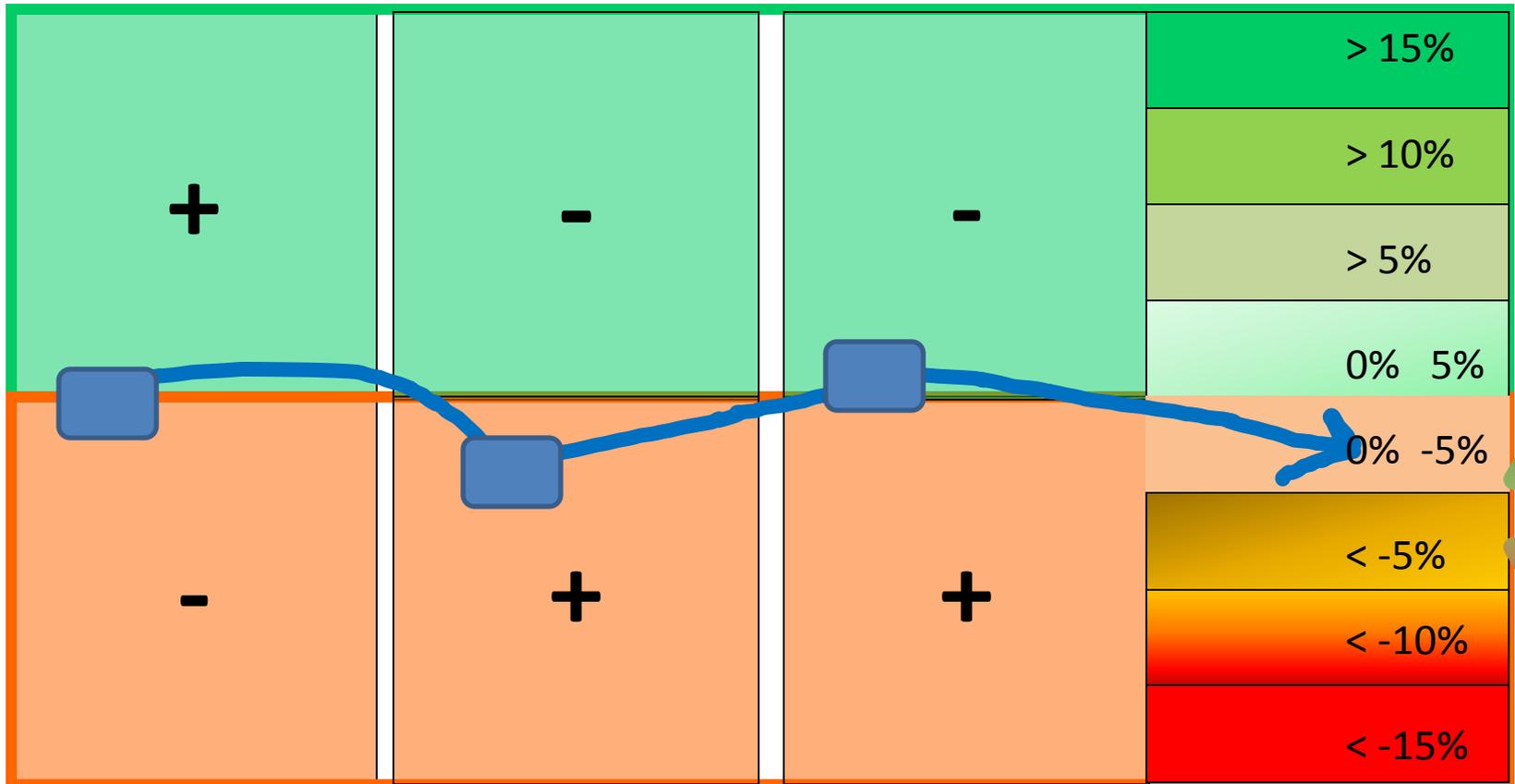
Groei

Rente

Risicopremie

Obligaties

LT Overheidsobligaties (Duitsland, Nederland, ...)



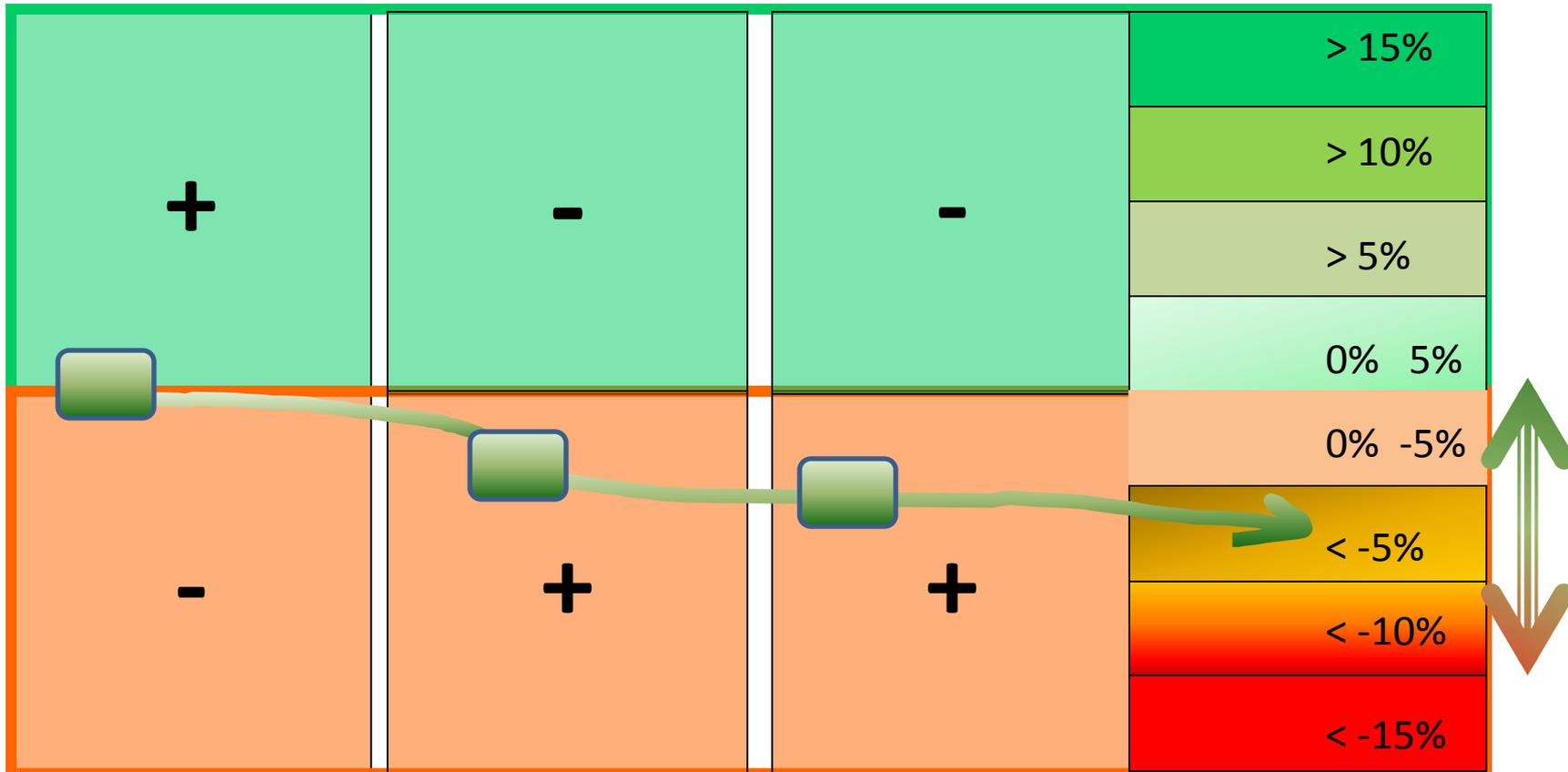
Groei

Rente

Risicopremie

Obligaties

LT Overheidsobligaties (Duitsland, Nederland, ...) VSA (\$)



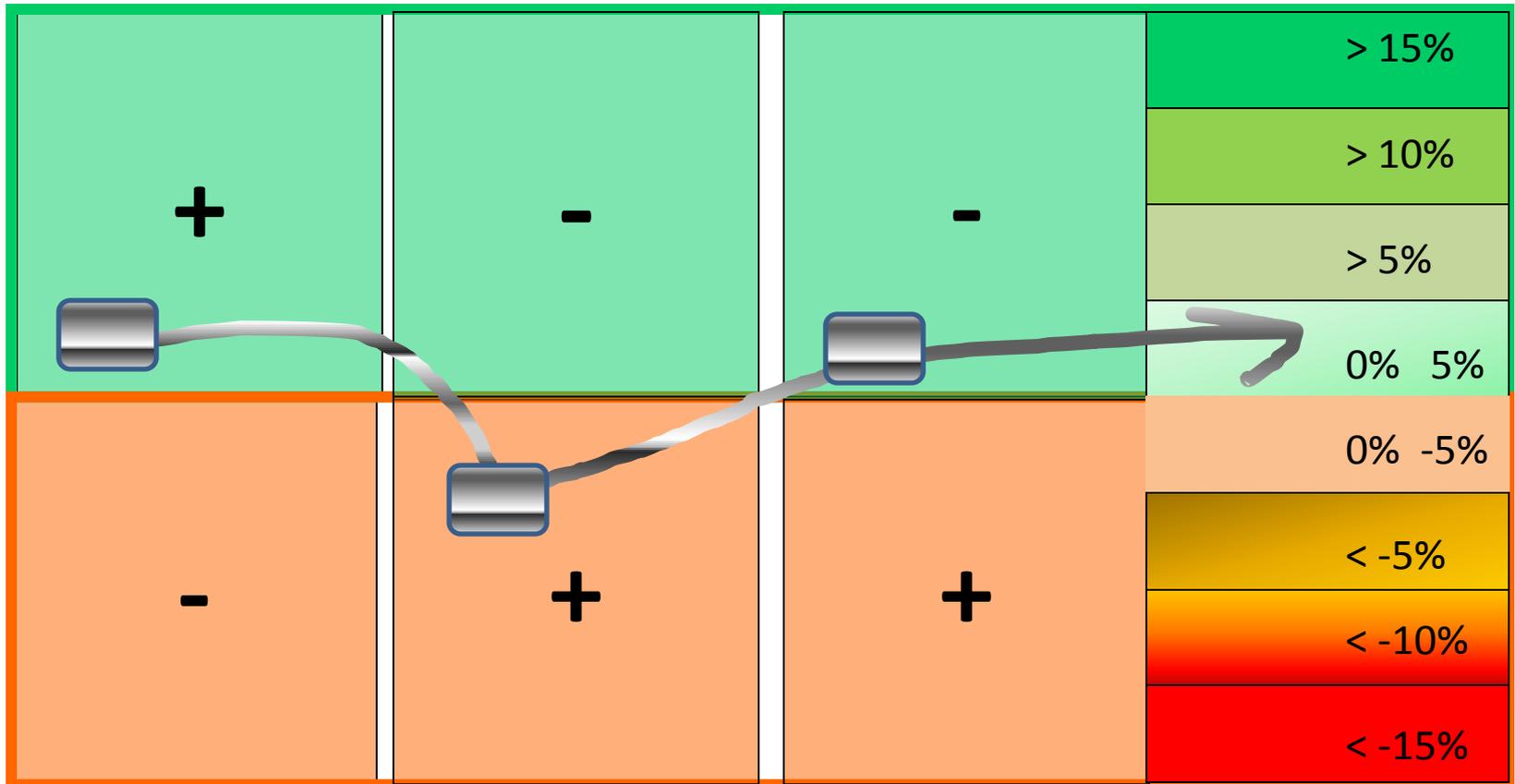
Groei

Rente

Risicopremie

Obligaties

High Yield



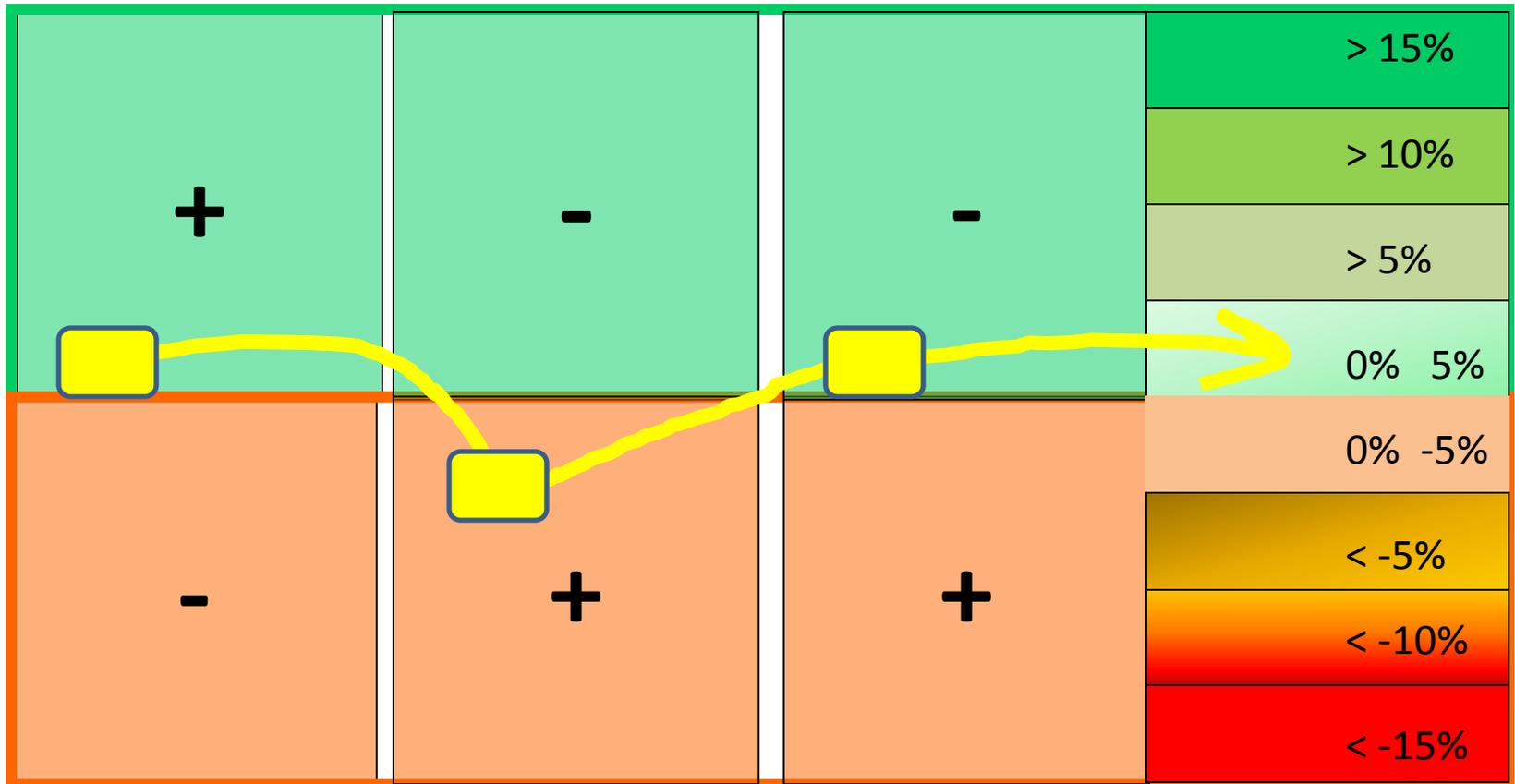
Groei

Rente

Risicopremie

Obligaties

Bedrijfsobligaties (Investment grade)



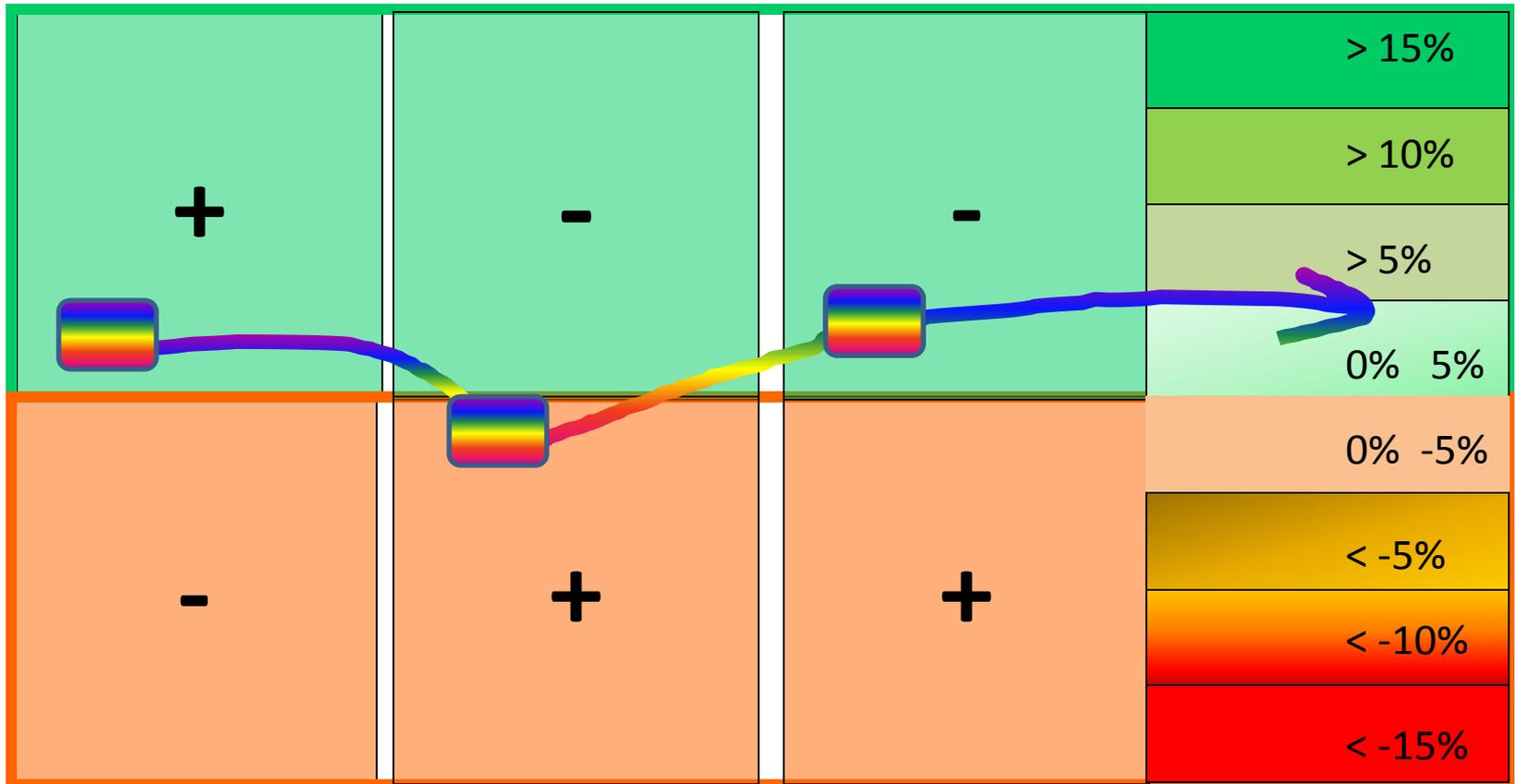
Groei

Rente

Risicopremie

Obligaties

Emerging bonds Korte termijn local currency



Concrete uitwerking

- **Aandelen** ~ 35%
 - Europa 40%
 - VSA 35%
 - Em landen 25%
- **Obligaties** ~ 35%
 - Overheid 20%
 - High Yield 30%
 - Bedrijfsobligaties 20%
 - Em. landen 30%
 - (KT , Local currency)
- **Cash** ~ 30%