

9 oktober 2012 • Nummer 16

INHOUD

Editoriaal	1
Hoe vastgoed timen	2
Europa's achilleshiel	6
Bitcoin evolueert verder	7
Goudmijnsector	9
Yamana	10
Aandelen kortnieuws	11
Beleggingsrooster	12

MACROTRENDS is een uitgave van:

Mr. Market bvba
Lindendorp 44/B
3990 PEER
BELGIË

Ondernemingsnummer: 859.787.808

Abonnementen:

e-mail : support@macrotrends.be

Afgifte LEUVEN 1
P409341

The Great Escape, met in de hoofdrol... jij en ik!

Films over onwaarschijnlijke ontsnappingen spreken tot de verbeelding. In zo'n verhalen zitten de hoofdrolspelers stevast in een schijnbaar uitzichtloze situatie van gevangenschap, en moeten moed en creativiteit aan de dag leggen om er uit los te breken en zo uiteindelijk weer vrije lucht in te ademen.



De eerste ontsnappingsfilm die ik me kan herinneren, en die me altijd bijgebleven is, is de Steve McQueen en Dustin Hoffman-klassieker uit 1973, 'Papillon'. Ik denk dat ik nog op de lagere school zat toen ik hem het eerst zag, want ik herinner me de televisie met de grote knoppen.

In de film is McQueen ten onrechte veroordeeld voor moord, en gevangengezet op het godsverlaten 'Duivelseiland' in Frans-Guyana. Na jaren van desolate eenzaamheid slaagt hij er op het einde van de film uiteindelijk toch in om toch van het eiland te ontsnappen.

Vandaag de dag worden wij er als spaarders en ondernemers, net zoals McQueen in Papillon, ten onrechte ervan beschuldigd de oorzaak te zijn van een groot kwaad: de spaarders 'hamsteren' teveel waardoor de economie stilvalt, en de ondernemers klagen teveel en voldoen te weinig aan hun 'plicht' om maximaal bij te dragen aan de staatskas.

En we hoeven ons geen zorgen te maken dat we naar een exotisch eiland zouden verbannen worden. Nee, de muren van een heuse fiscale gevangenis staan er al, en worden steen voor steen verder opgehoogd. Het begin van de Grote Plunder der Pensioenfondsen is al ingezet, en vele andere plundertochten zullen volgen.

Een alerte groep van de jongere generatie begint dit proces te begrijpen, en kiest ervoor om zichzelf en hun ondernemingen te internationaliseren. Ook de oudere generatie begint naar de exit te lonken, als niet voor zichzelf, dan wel voor hun vermogen. Zo stelde Luc Bertrand, de topman van investeringsmaatschappij Ackermans & van Haaren, het een paar dagen terug nog eens scherp:

"Wij betalen al veel belastingen, maar voor onze regering is het nooit genoeg. Men straft de mensen die werken en men zal ook de mensen straffen die sparen."

En Bertrand schuwt ook de gevangenismetafoor niet:

"Onze bevolking wordt gegijzeld door sommige crisismaatregelen van de regering. ... Dat is geen socialisme, dat is marxisme."

— vervolg op p.2 —

En verder: "Nieuwe belastingen invoeren is het creëren van de fiscale hel. Het is niet mijn gewoonte snel op te geven. Ik hou van België. Maar een vermogensbelasting zou me doen nadenken [over het verlaten van België]."

Bertrand is naar eigen zeggen aan het overwegen om in antwoord op de nu heersende 'vernietigingspolitiek' met zijn baggerbedrijf DEME de Belgische wateren te verlaten.

Mijns inziens is het precies dat wat de intelligente spaarder en belegger vandaag de dag doen moet: in de mate van het mogelijke met zijn vermogen voor het ruime sop kiezen: internationaliseren. En dat mag zeker met opheffen hoofd gebeuren, want er is niets schandelijk aan het zichzelf beschermen tegen de fall-out van een financiële ramp die je zelf niet hebt veroorzaakt.

— Tuur Demeester

Vastgoed: Wanneer, Waar, Welk?

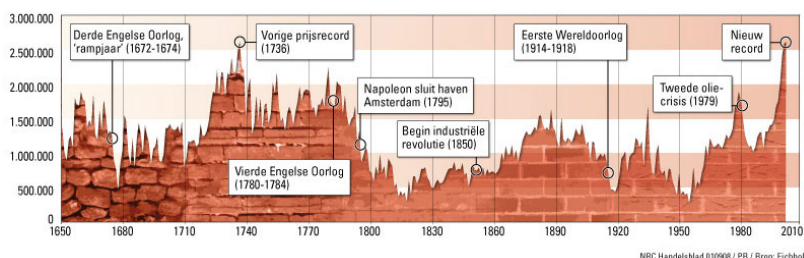
De toekomst van waardepapieren allerhande komt op steeds lossere schroeven te staan, en daarom zoeken veel beleggers vandaag de dag hun heil in een tastbaar actief dat niet zomaar weggesleept kan worden: vastgoed. Is dat slim? Wel, op de algemene vraag 'is vastgoed een goede belegging?' kan niemand een sluitend antwoord geven. Het enige juiste antwoord is: het hangt ervan af. Dit zijn de hulpvragen die men hierbij stellen moet:

Zoals steeds met beleggen is ook bij vastgoed de timing van essentieel belang: *wanneer* moeten we kopen? En voor het onflexibele 'vast-goed' moeten we ons ook afvragen: *waar* moeten we kopen? Tot slot, tijdens of na identificatie van de ideale locatie en het ideale moment, is het ook belangrijk te kijken naar de vraag *welk* soort vastgoed het meest interessant is om te kopen. Op deze vragen ga ik in dit artikel dieper in.¹

De vastgoedcyclus

Aangezien de aankoop van een huis veel meer 'voeten in de aarde' heeft dan de aankoop van een aandeel (het is omslachtiger, duurder, en het wordt meer belast), duurt een vastgoedcyclus veel langer dan een aandelencyclus. Het opblazen van een zeepbel in de vastgoedmarkt gebeurt doorgaans veel gestager, en het duurt vaak een volledige generatie vooraleer een neerwaartse cyclus in de immobieliënmarkt haar absolute bodem bereikt.

Dit trage verloop van de vastgoedprijzen wordt geïllustreerd door de Herengrachtindex, een overzicht van de voor inflatie gecorrigeerde prijzen van de huizen aan de Amsterdamse Herengracht:



Als we de prijsspieken en -bodems over deze 300 jaar heen bekijken, zien we dat de gemiddelde tijd tussen de golven 34 jaar is, met een variatie tussen 10 en 65 jaar. Doen we dezelfde oefening voor de Amerikaanse vastgoedmarkt

"De regering heeft een 'bazooka' in stelling gebracht om hoge prijzen aan te pakken. Tot onrust van de winkels."

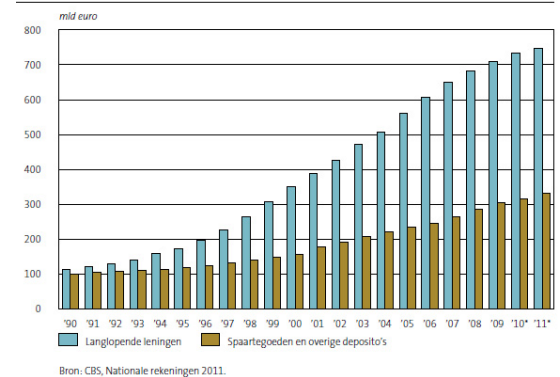
(Tuur: maximumprijzen leiden altijd tot tekorten)

De Standaard, 27 september 2012

"Ik ben ongerust. In België is 54% van de economie in handen van de staat. We riskeren dat dat percentage stijgt tot 56%."

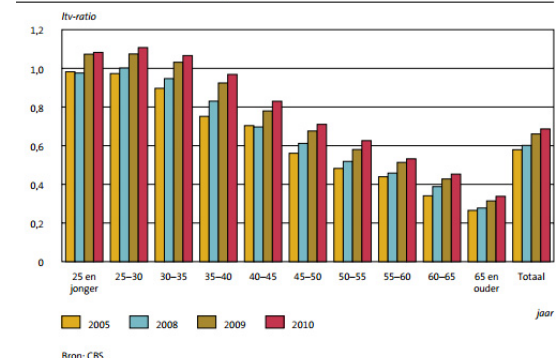
Luc Bertrand, 30 augustus 2012

Leningen en spaartegoeden huishoudens



De verhouding tussen leningen en de spaartegoeden van de Nederlandse gezinnen zit helemaal fout: €330 miljard spaargeld versus €750 miljard schuld.

Loan to value ratio naar leeftijdscategorie hoofdkostwinner



Tot en met 40 jaar leent de Nederlander gemiddeld 100% van de onderliggende waarde van zijn huis. Wie zal nog een huis kunnen kopen eens de kredietmarkten opdrogen?

¹ Dit artikel is een herwerkte en verder uitgebreide versie van een stuk dat ik in 2010 schreef.

² Rozados, Gomez Picasso, Ulivi, 'Devaluation and Real Estate Values: The Argentine Case', 2004. Afbeeldingen op p. 3.

van de voorbije 200 jaar, dan komen we uit op een gemiddelde golflengte van 38,6 jaar. **Telkens valt op dat de klim naar de top veel langer (vaak dubbel zo lang) duurt als de race naar de bodem.**

Om te begrijpen waar de bodem in onze eigen markten komt te zitten, moeten we begrijpen waar de cyclus in het vastgoed vandaan komt.

Waar komt de vastgoedcyclus vandaan?

De zeer lange hausse-periodes (stijgingen) en de iets kortere baisse-periodes (dalingen) in de vastgoedcyclus worden veroorzaakt doordat de banken aan **kredietexpansie** doen—dat is wat gebeurt als banken met de deposito's van hun klanten als onderpand geld uit het niets gaan creëren om uit te lenen.

Omdat banken niet uit eigen kapitaal hoeven te putten en vrijwel altijd zelf kunnen lenen indien nodig, is kredietexpansie voor hen een nagenoeg risicovrije praktijk. Het valt hen dan ook niet moeilijk om hun uit het niets gefabriceerde leningen aan te bieden tegen lakse voorwaarden en zeer lage rentevoeten.

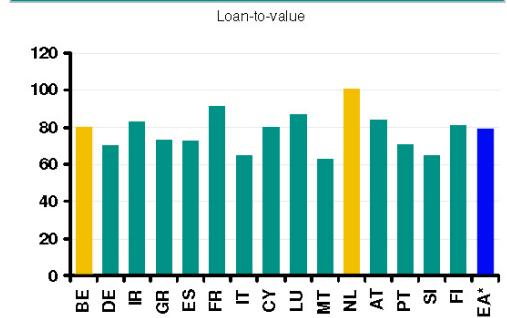
Het gevolg is dat consumenten die het eigenlijk niet kunnen betalen ondanks een heel laag inlegbedrag fantastisch grote leningen bekomen, om daarmee te bieden op huizen. Door deze **kunstmatige stijging** van het geld dat op de markt geboden wordt gaan de prijzen langzaam maar zeker stijgen, en krijg je een zeepbel in de vastgoedmarkt.

Als door sterk stijgende schulden of geldtekort bij de banken de rentevoeten plots gaan stijgen, of de werkloosheid neemt toe waardoor mensen hun hypotheek niet langer kunnen betalen, dan klappt de zeepbel in elkaar en krijg je een langdurige periode waarin de vastgoedprijzen dalen. Hier is meteen ook de verklaring waarom de prijsdalingsperiode minder lang duurt dan die van de prijsstijging: het opbouwen van vertrouwen bij kopers om meer te betalen duurt langer dan het verliezen van dat vertrouwen, de periode van desillusie.

Het is dus niet zo dat de vastgoedcyclus een "natuurlijk" fenomeen is. Ze wordt veroorzaakt door **institutionele fraude in de financiële wereld**. Dit is goed te zien als we kijken naar de situatie tijdens en na de "gouden eeuw" van de Lage Landen. In dat tijdperk genoot Amsterdam wereldfaam omwille van haar "Amsterdamse Wisselbank", een bank die 150 jaar lang (1609-1772) al het geld (goud) van haar klanten veilig bewaarde en tot 1780 *niet* aan kredietexpansie deed. Tijdens deze periode bleven de prijzen van vastgoed relatief stabiel, er waren geen langdurige grote op- en neergaande cycli. De kortetermijnschommelingen in de prijzen van de huizen aan de Herengracht werden vrijwel uitsluitend veroorzaakt door politieke instabiliteit en oorlogen. Aan de stabiliteit van de Amsterdamse vastgoedprijzen kwam vanaf 1780 een definitief eind, toen de Amsterdamse Wisselbank het geld van haar spaarders achter hun rug ging uitlenen, wat leidde tot terechte achterdocht t.o.v. de bank, die verder gevoed werd door de politieke omwentelingen naar aanleiding van de Franse revolutie (In 1795 sloot Napoleon de haven van Amsterdam).

De instabiliteit in het vastgoed, en de economie op zijn geheel, werd met de oprichting van de Nederlandse *Centrale Bank* aan het begin van de 19e eeuw ten slotte geïnstitutionaliseerd. De centrale bank is een bank waar alle andere banken altijd bij terecht kunnen voor een lening als ze in de problemen zitten. Daardoor kunnen banken, als ze een klein beetje opletten, vrijwel niet meer failliet gaan. Het spreekt voor zich dat het bestaan van zo'n centrale bank frauduleuze en riskante praktijken als kredietexpansie (uit-het-niets-vervaardigde leningen) aanmoedigt. We zien dan ook dat na de oprichting van de Nederlandse centrale bank er veel meer goedkoop krediet in de markten kwam, waardoor de vastgoedcyclus vanaf toen een permanente economische realiteit werd.

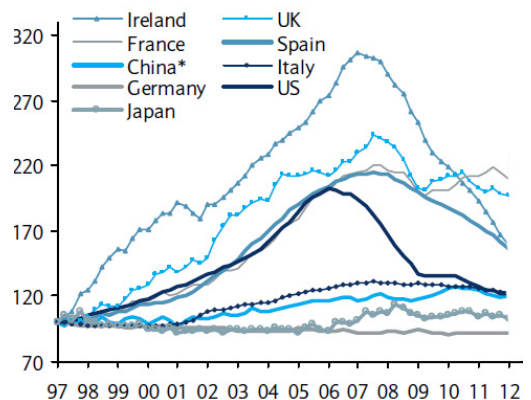
Typical LTV-ratios for first-time buyers



Source: ECB

*EA = Eurozone

In heel de eurozone financieren starters hun huis nauwelijks met spaargeld, en bijna volledig met een lening. Dat betekent dat de woningmarkt bijzonder gevoelig is voor de effecten van kredietchaarste.



In de V.S. en de PIIGS werd de neerwaartse cyclus in het vastgoed een vijftal jaar geleden ingezet.



Het gebouw van de Amsterdamse Wisselbank.

“Als een centrale bank de macht heeft om ongelimiteerd geld te creëren uit het niets, hoe kan die dan garanderen dat geld voldoende schaars blijft om haar waarde te behouden? ... Ja, deze verleiding bestaat zeker, en velen in de geschiedenis hebben eraan toegegeven.”

Voorzitter Bundesbank Jens Weidmann,
18 september 2012

Gevalsstudie: Vastgoed in Buenos Aires, Argentinië

De situatie waarin de Argentijnse economie eind jaren 1990 verkeerde, is niet zo heel verschillend van die in Europa vandaag. Uit wat er toen met het vastgoed gebeurde, vallen voor de belegger interessante lessen te trekken.

Eerst wat achtergrond: na de verwoestende inflatoire crisis van de jaren 1980 koppelde in Argentinië in 1991 de peso aan de dollar, waardoor de inflatie uit het straatbeeld verdween. De centrale bank mocht enkel nog pesos uitgeven in zoverre die voor 100% gedekt waren door dollars. Toen de overheid echter de Argentijnse banken bleef toelaten om aan kredietexpansie te doen, was het zaad voor de volgende crisis meteen gezaaid. De banken maakten gretig gebruik van deze toelating, en in het relatief stabiele economische klimaat van toen werden de uitstaande leningen op tien jaar tijd opgeblazen van US\$3,3 miljard tot \$10,8 miljard.

Plots was vastgoed een veilige haven voor de Argentijn, net zoals ze dat voor ons in België en Nederland tot nog toe zijn geweest. En net zoals dat bij ons het geval is, ontstond in Argentinië een bloeiende markt rond hypotheekderivaten, de 'mortgage backed securities'. Aangedreven door uit-het-niets gecreëerde kredieten en door de afwezigheid van andere veilige havens, ontstond zodoende een vastgoedgeepbel.

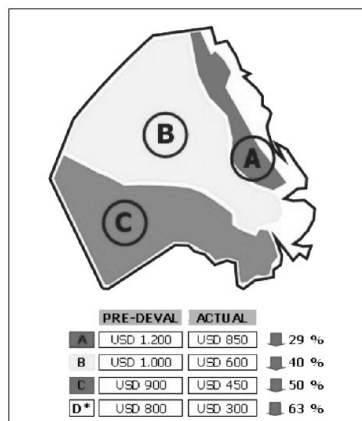
Toen de Argentijnse overheid er in 2001 niet meer in slaagde om haar eigen rekeningen te betalen en de banken recht op te houden, kwam een abrupt einde aan het jarenlange feest van goedkoop geld. Er werd een bankvakantie afgekondigd (de 'corralito') en de Argentijnse peso ging in hyperinflatie waardoor de obligatiemarkten crashten. Tijdens deze peso-crisis droogde de kredietmarkt volledig op, en verloren de meeste Argentijnen de toegang tot hun spaargeld. Dit is hoe de daaropvolgende chaos beschreven wordt in een paper² geschreven door drie Argentijnse vastgoed-experten (vrij vertaald):

"Gedurende de eerste maanden na de devaluatie en de bankvakantie, bevond de vastgoedmarkt zich in een staat van chaos.

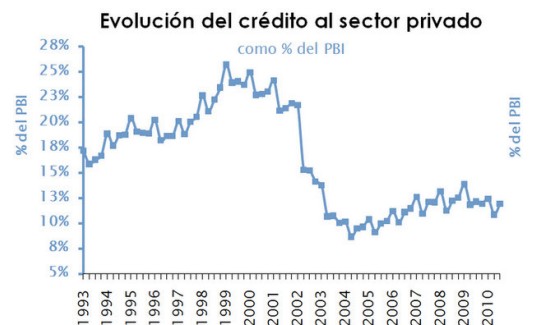
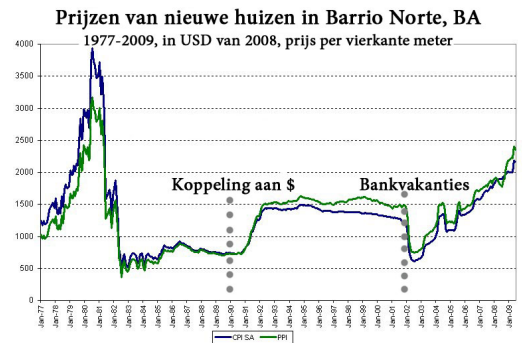
Vele lokale vastgoedmakelaars en ook hun potentiële klanten wisten niet van welk hout pijlen te maken. De prijzen van residentieel vastgoed daalden met 30 à 40%. In het begin waren de prijzen erg onvoorspelbaar. De verschillende magazines publiceerden erg tegenstrijdige prijzen en als gevolg daarvan wist niemand op het moment van de waardering nog de eigenlijke prijs van een eigendom.

Gelijkaardige eigendommen werden verkocht tegen prijzen die soms met 50% van elkaar verschilden. Door deze discrepantie in waardering daalde het aantal te koop gestelde eigendommen erg snel. In de randstad rond Buenos Aires daalden de prijzen sneller dan in de rest van de provincies."

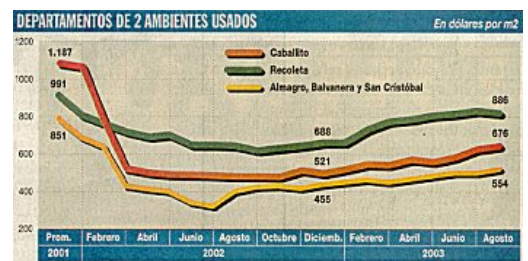
Op de kaart rechts is te zien hoe de vastgoedprijzen in Buenos Aires reageerden op de devaluatie van de peso in begin 2002. In de periode '96-'01 stagneerden de vastgoedprijzen in BA rond zo'n \$1000 per m². Vervolgens, in het jaar na de devaluatie, daalden de vastgoedprijzen, maar niet overal evenveel: terwijl in de periferie de prijzen met 50-60%, terugvielen, waren de prijzen in de traditionele topwijken in de 12 maanden na de peso-crash met 'slechts' 29% gedaald.



*Peripheral Areas; Greater Buenos Aires area



De Argentijnse kredietmarkt in termen van BBP. In 2001 implodeerde die van +20% naar 9%. In reële cijfers is deze inkrimping nog veel spectaculairder, aangezien in 2001 ook het BBP zelf enorm daalde.



Een aantal wijken in Buenos Aires, sommigen daalden met gemiddeld 70% in prijs.

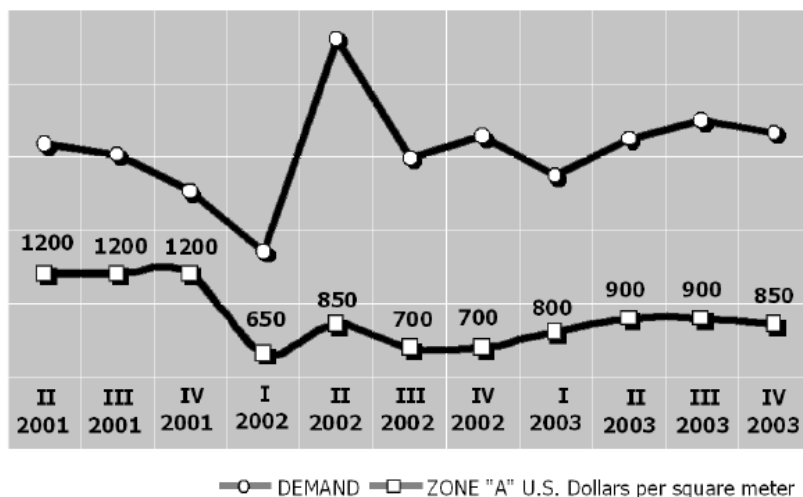


Het aantal bouwaanvragen kelderde tot letterlijk bijna nul tegen begin 2002.

² Rozados, Gomez Picasso, Ulivi, 'Devaluation and Real Estate Values: The Argentine Case', 2004. Afbeeldingen op p. 3.

In tegenstelling tot wat velen verwachtten, werd de bodem in de vastgoedmarkt na de corralito / devaluatie bijzonder snel gevormd: door de grote drang om uit het financieel systeem te stappen pakte immers de vraag naar reële activa zoals vastgoed.

Onderstaande grafiek geeft een uniek snapshot van de verschillende fases waar de topwijken van Buenos Aires (de noordelijke zone 'A') doorgingen. De onderste lijn laat de prijzen in USD/m² zien: eerst een stagnatie op \$1200, en vervolgens een brutale crash vlak na de afkondiging van de corralito:



Merk op dat de initiële crash van begin 2002 zelfs in de kwaliteitsmarkt toch ook 45% bedroeg, om vervolgens vrij snel te herstellen. Tegen 2004 waren de prijzen in de topwijken van BA opnieuw hersteld tot bijna \$1000/m², zo'n 80% van hun waarde pre-2001.

Tegen eind 2002 werden de regels van de bankvakantie wat versoepeld: Argentijnen mochten hun deposito's gebruiken om (hypotheek)leningen bij de bank af te betalen. Deze factor woog zwaarder door dan de algehele kredietschaarste, en de vastgoedmarkt bleef erna vrij stabiel en herstellende.

Besluit

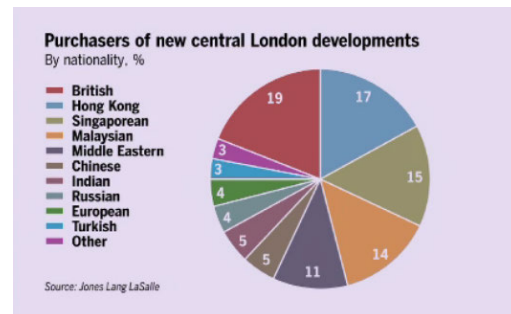
De belangrijkste les uit de gebeurtenissen in Buenos Aires, kan worden samengevat in vijf woorden: **koop vastgoed tijdens een bankvakantie**. Niet lang erna, ook niet ervoor, maar tijdens. In die periode kan men koopjes doen die letterlijk maar één keer om de twee of drie generaties voorkomen. De grootste uitdaging is te zorgen dat je het geld beschikbaar hebt eens het zover is—daarom dat ik in deze nieuwsbrief zoveel nadruk leg op hoe men onafhankelijk kan worden van het financieel systeem.

Wie de tijd niet heeft om te wachten op bankvakanties, zoekt best zijn heil in de kwaliteitsmarkt,³ deze bieden immers meer de stabiliteit waar beleggers zo hard naar op zoek gaan als het financieel systeem ontwricht.

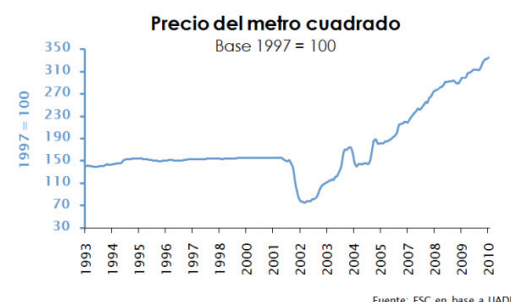
Ik geef toe dat dit alles nog niet erg specifiek is. In de maanden die komen wil ik dan ook specifiekere kennis opdoen over welk soort vastgoed het snelst terug opveert na de crisis.

Dat is een van de redenen waarom ik ook naar Zuid-Amerika ben getrokken, want hier wonen de mensen die het allemaal al zelf hebben meegemaakt. Ik wil ook meer weten over hoe men de risico's onder controle houdt, over hoe men in landbouwgrond kan investeren, en meer. Het is dankzij jou als abonnee van deze nieuwsbrief dat ik deze expeditie kan ondernemen, dus ik houd je zeker op de hoogte!

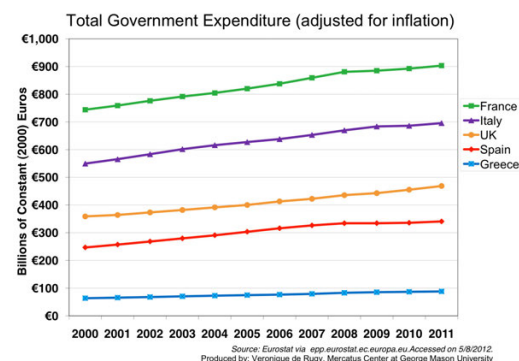
³ Dat is ook het besluit van ons dossier over de Spaanse Vastgoedmarkt, zie MT juli 2012, p. 4.



Sinds 2009 ontstond er een internationale stormloop op topvastgoed in Londen, en de prijzen stegen er sindsdien met 40%. Toch heeft de belegger in goud het nog beter gedaan; hij krijgt nu meer Londens' vastgoed voor zijn goud dan in 2008.



Na de crash in 2002 kende het vastgoed in Buenos Aires een gestaag en vrij spectaculair herstel.



Ondanks alle gepraat over besparingen halen de eurolanden de broeksriem niet aan, integendeel.

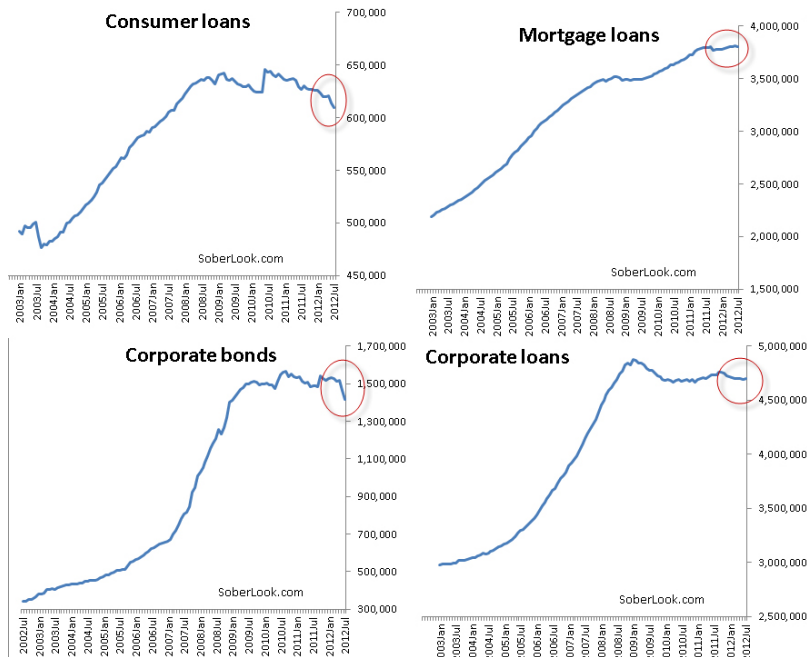


Steeds meer Europeanen kiezen het zekere voor het onzekere en vluchten weg met hun centen.

Achilleshiel van Europa in cijfers gevat

Bovenstaand verhaal over de opportuniteiten tijdens een valutacrisis en/of bankvakantie staat of valt met de eurobanken. Als die gezond zouden zijn, dan kon de economie zich binnenkort weer beginnen herstellen en werd alles terug stabiel. Het tegendeel is uiteraard waar.

De voorbije maanden hebben we opnieuw kunnen zien dat de overheden kosten noch moeite sparen om de eurobanken rechttop te houden: bailout na bailout werd aangekondigd. Hier zie je waar dat geld naartoe gaat... of liever, waar het *niet* naartoe gaat:

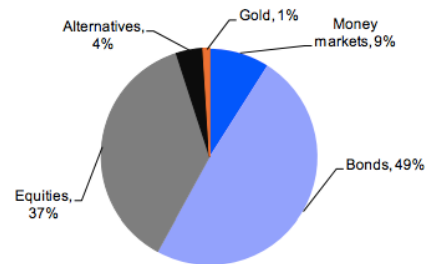


De eurobanken schrijven over de hele lijn minder leningen uit, en kopen minder bedrijfsobligaties op—er wordt dus minder in de economie geïnvesteerd. En dat ondanks aanhoudende miljardenbailouts.

Dit is wat de banken wél doen met het bailoutgeld: ten eerste worden de vluchtende depoteuren ermee uitbetaald (kapitaalsvlucht uit Europa bedroeg de voorbije 12 maanden €326 miljard euro), en ten tweede wordt het gebruikt om **staatsobligaties** op te kopen. Sinds juli 2008 hebben de eurobanken zo voor meer dan €600 miljard extra aan staatsobligaties opgestapeld, obligaties die ze vervolgens als onderpand gebruiken voor een krediet-infuus van de ECB.

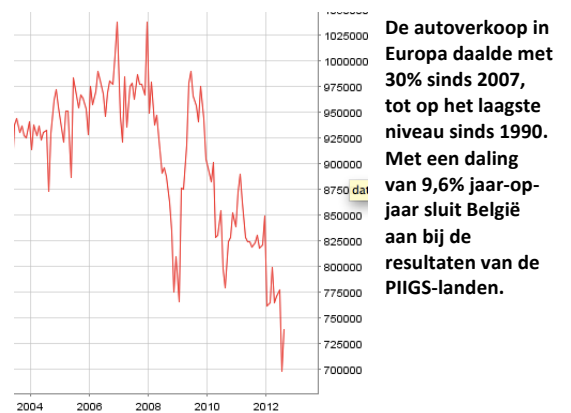
De overheden verkopen dus hun schuld papier aan de banken om deze zo met bailouts te kunnen redden, terwijl de banken op hun beurt geld lenen van diezelfde overheden zodat zij de overheidsschulden ermee kunnen opkopen. En laat ons wel wezen, de betalingsverplichtingen van de eurobanken zijn veel te groot om ze te kunnen redden. Op de volgende pagina zie je een grafiek die een idee geeft van de schaal waarover we hier spreken. Je ziet er de bank-activa in termen van BBP van het moederland. De waarde van deze activa wordt bepaald via mark-to-model systemen, waardoor ze erg vatbaar zijn voor gekneet en gemanipuleer. En tegenover de activa-positie staat in de boekhouding uiteraard het passief, de samengestelde betalingsverplichtingen plus het (meestal minuscule) eigen vermogen. Totale activa van de banken zijn dus een goede indicatie van hoe groot de put is waar overheden geld in moeten gooien om het banksysteem rechttop te houden.

Figure 23: Global asset allocations

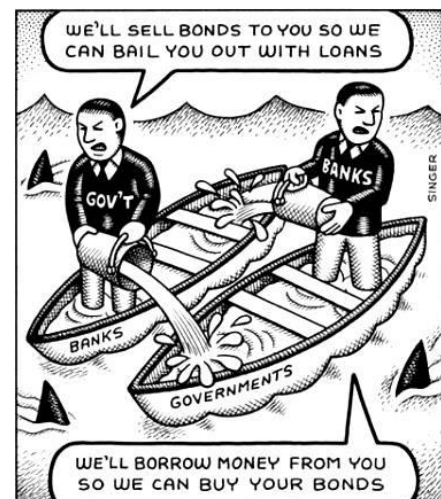


Source: WGC, Deutsche Bank

Zoek de zeepbel: bijna 60% van de welvaart van de wereld is geïnvesteerd in obligaties en fiat geld.



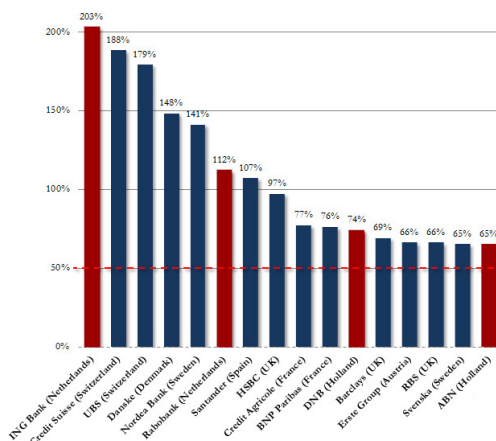
De autoverkoop in Europa daalde met 30% sinds 2007, tot op het laagste niveau sinds 1990. Met een daling van 9,6% jaar-op-jaar sluit België aan bij de resultaten van de PIIGS-landen.



Overheid: "Wij verkopen obligaties aan jou zodat we je met leningen kunnen redden."

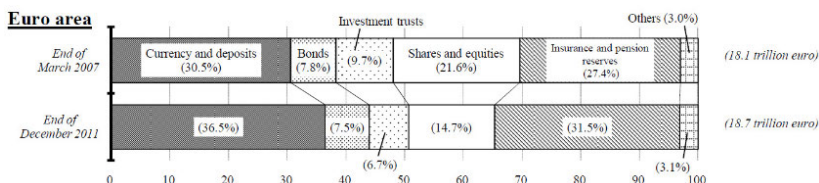
Bankier: "Wij lenen geld van jou zodat we je obligaties kunnen opkopen."

Ik heb de Nederlandse grootbanken hier even in het rood gezet, samen zijn deze goed voor 454% van het BBP. De belgobanken worden hier niet vermeld, maar ook daar is de schuldenberg vergelijkbaar met die van Nederland.



In de krant van 5 oktober las ik een opiniestuk⁴ van een bankier die stelt dat het gevaar voor inflatie in de eurozone vandaag niet groot is, omdat er van het nieuw bijgeprinte ECB-geld maar heel weinig in omloop komt. Het is juist dat het leeuwendeel van dit geld in staatsobligaties vloeit, maar hoe lang nog voor deze obligatiezeepbel leegloopt? Als dat gebeurt, moeten de drukpersen van de centrale banken drie versnellingen hoger schakelen om alle schuld papier op te kopen, wat in hyperinflatie zal uitmonden.

Dat we in Europa met insolvable overheden en insolvable banken zitten, is dus een feit. Goed, maar zijn de Europese spaarders nu zo erg blootgesteld aan dat staats- en bankpapier? Toch wel, en hier is het bewijs daarvoor.⁵



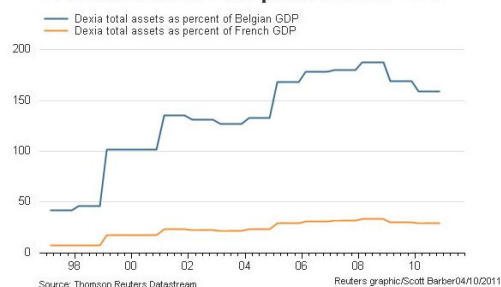
Europese gezinnen zitten voor 36% in fiatgeld, voor 7% in (euro-)obligaties, en voor 38% in pensioenfondsen, verzekeringen, en beleggingstrusts (die zelf grotendeels in obligaties en derivaten zitten). Ik schat daarom dat het gemiddelde Europese gezinsvermogen voor minstens twee derde uit bank- en staatspapier bestaat. Bij de afkondiging van een bankvakantie kan zodoende in één klap 66% van de beschikbare koopkracht worden weggeveegd. Daarom heb ik geen moeite te stellen dat de inflatiegecorrigeerde waarde van het Noord-Europese vastgoed makkelijk met nog 50% kan dalen vanaf de huidige niveaus.

Bitcoin evolueert verder

Sedert januari maakt Bitcoin, een gedecentraliseerd digitaal betaalmiddel dat volledig buiten het financiële systeem kan opereren, deel uit van ons valutamandje. Daarmee behoren we met MacroTrends tot de allereerste financiële publicaties die Bitcoin als belegging serieus nemen.

Ondertussen ontdekken steeds meer mensen de mogelijkheden van Bitcoin, en de waarde van alle bitcoins in circulatie is dan ook van \$60 miljoen naar \$120 miljoen gegroeid. Bijzonder bemoedigend, en een voorbeeld voor alle landen die meer onafhankelijkheid willen, is de evolutie die we zien in **Finland**. De voorbije maanden besloten een lokale keten van vegetarische restaurants, een tandartspraktijk, een begrafenisdienst, en binnenkort een cinema, om bitcoin te aanvaarden als betaalmiddel. Deze bedrijven werden hierin gesteund door de uitspraak van de centrale bank

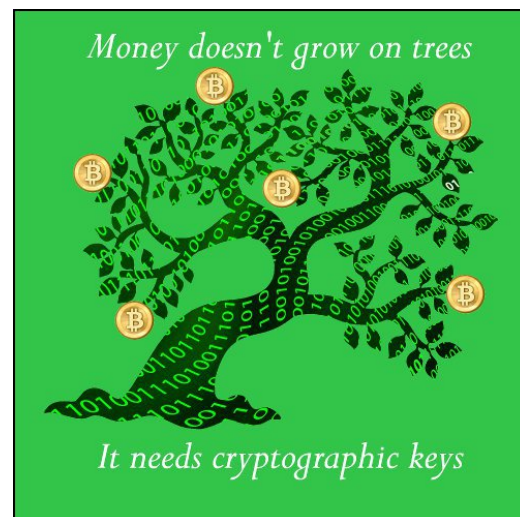
Dexia assets as percent of GDP



Nogmaals de grafiek die ik enkele maanden geleden al liet zien: Dexia's betalingsverplichtingen (de ommezijde van de activa) zijn zo'n 150% van het Belgische BBP.



De voorraad euro's is sterk groeiende. Hier zie je M3 = alle bankbiljetten, deposito's, repo's, en het kortlopend schuld papier in euro's. Deze evolutie zal uiteindelijk in hoge inflatie uitmonden.



Bitcoin werkt met een boekhoudkundig systeem waarbij iedere transactie wordt gecontroleerd aan de hand van cryptografisch bewijs. Om te zorgen dat iemand zijn bitcoins geen twee keer uitgeeft (geldcreatie uit-het-niets) is geen vertrouwen nodig in een centrale autoriteit, het systeem zelf maakt het onmogelijk.

⁴ Zie <http://tinyurl.com/standaardkbc>.

⁵ Bron is Bank van Japan, via ZeroHedge: <http://tinyurl.com/zhhouseholds>.

van Finland, die stelde dat Bitcoin "helemaal niet illegaal is, mensen kunnen erin beleggen en eender welk geld gebruiken. Finland is een vrij land".⁶

Bitcoin is digitale cash die desgewenst heel discreet kan worden aangehouden, en waarbij de transactiekosten een fractie zijn van de klassieke, centraal geadmistrateerde geldtransacties. Het verschil in gebruiksgemak en -kost is groot, vergelijkbaar met dat van een klassieke brief versus dat van email. Hiernaast in de zijbalk een illustratie van een klassieke geldtransactie, afkomstig van de website van mastercard.com.⁷ Daaronder zie je een schematisch overzicht van een bitcoin-transactie. Nogal een verschil, niet?

Een klassieke transactie telt 15 stappen waarbij heel wat tussenpartijen tijd opsloppen en ondertussen een graantje meepikken in de vorm van transactiekosten. Ondanks dat we een email kunnen sturen met de klik van een muis, kost een banktransactie nog steeds twee dagen of meer om te clearen, en ligt alles in het weekend stil. Een bitcoin-transactie daarentegen, wordt op decentrale manier in maximaal 1 uur tijd gecleard door een Peer-to-Peer netwerk, met onbestaande of extreem lage transactiekosten.

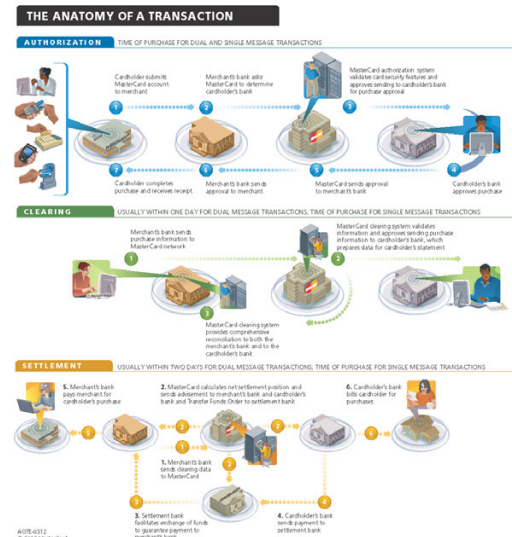
Doordat Bitcoin bijzonder klantvriendelijke betalingen toelaat, en bovendien discreet én internationaal is, mag het dan ook niet verwonderen dat er steeds meer invloedrijke mensen en bedrijven die het fenomeen ernstig bestuderen. Dit is wat de CEO van Everbank, een spaarbank met meer dan \$10 miljard aan deposito's in beheer, op 21 september te zeggen had over het digitale betaalmiddel: "Bitcoin wordt door veel mensen in de markt gezien als een betaalsysteem, terwijl het in feite een munteenheid is. En ik denk dat het op interessante manier evolueert. Ik ken een aantal mensen die aan het project werken [waarmee] we vaak gesprekken voeren. We bekijken met interesse naar waar we er als speler in kunnen stappen."

Nieuwe hacks, risico's voor Bitcoin

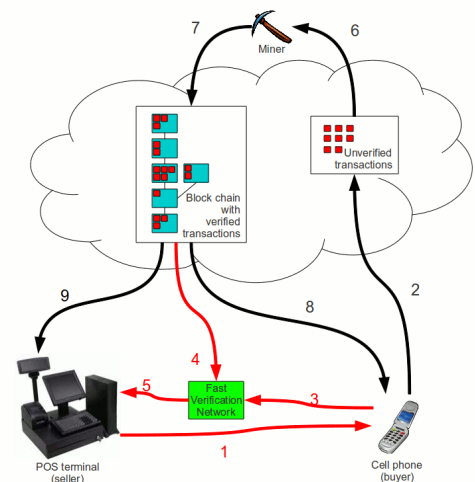
De voorbije maanden circuleerde meermaals het gerucht dat Bitcoin 'gehacked' zou zijn, en dat dit het einde zou betekenen van de digitale munteenheid. Dat is niet het geval. Op een paar kleine onregelmatigheden in 2009 na opereert het Bitcoin-betalingsstelsel feilloos en regelmatig, en naarmate het netwerk groeit wordt het bovendien robuuster.

Wat er wél is gebeurd, is dat er een aantal incidenten zijn geweest waarbij het *bewaren* van Bitcoins fout afliep. Er was het ponzispiel 'Bitcoin Savings and Trust', waarbij bitcoin-obligaties verkocht werden die forse wekelijkse (!) interesten opleverden, en dat vorige maand implodeerde. Nog vorige maand werden 24800 bitcoins geroofd uit de populaire exchange bitfloor.com. De eigenaar had de fout gemaakt om een backup onversleuteld online te bewaren, en een hacker had hier gebruik van gemaakt. (Bitstamp doet aan offline bewaring van 90% van haar bitcoin-fondsen, wat veel veiliger is.) Daarnaast werd Intersango, de populairste Britse exchange, door de bank verstoten waardoor het voorlopig niet langer toegang heeft tot de markt van Britse ponden (er werden ondertussen twee alternatieven gevonden, door blockchain.info en door Bitinstant). Ten slotte kondigde de eerste Bitcoin-beurs, de GLBSE, vorige week aan er mee op te houden, en er zijn twijfels of alle deelnemers wel hun centen zullen terugkrijgen.

Dit alles bevestigt dat Bitcoin nog jong en in volle ontwikkeling is. Maar net zoals een bankoverval of een boycot niet bewijst dat er een 'fout' is met het papiergeld of (vroeger) goud, zijn deze hacks helemaal geen bewijs dat er iets



Dit is wat gebeurt bij een klassieke geldtransactie: 15 stappen, veel verschillende instanties.



De Bitcoin-transactie: verificatie via de blockchain in het peer-to-peer netwerk (max. 60 minuten), ofwel een instant-transactie via een tussenpersoon.

"Handelaren zien de waarde in van Bitcoin van zodra ze een fundamenteel concept snappen: credit cards werden nooit ontwikkeld voor het internet. Ze werden in de jaren 1960 ontworpen, met als bedoeling om gebruikt te worden voor aankopen in levende lijve. Het aanvaarden van kredietkaarten over het internet is een riskante zaak. ... Betalingsfraude is een gigantisch probleem, en de conflicten en terugbetalings-eisen kosten internetbedrijven \$100 miljard per jaar."

Bitstamp-CEO Tony Galippi, 11 september 2012

⁶ Bron: <http://tinyurl.com/btcfinland>; uitspraak Finse centrale bank: <http://tinyurl.com/finlandcentralbankbtc>.

⁷ Zie dit pdf-bestand van mastercard.com: <http://tinyurl.com/mcanatomytrans>.

niet pluis zou zijn met het open source Bitcoin-geldsysteem.

De grote kracht van Bitcoin is dat het gedecentraliseerd is, iets waar initiatieven die goud als betaalmiddel wilden herintroduceren door de fysieke aard van het beestje nooit in slaagden.⁸ De kwetsbare plek bij uitstek zijn momenteel de exchanges, een blokkering van MtGox zou vrijwel zeker een sterke (zij het tijdelijke) koersdaling in Bitcoin teweegbrengen. Maar de toekomst ziet er goed uit, want ook exchanges kunnen gedecentraliseerd worden.

Toekomstmuziek voor Bitcoin

Op de Bitcoin-conferentie in Londen deelde google ingenieur Mike Hearn zijn kijk op de toekomst voor bitcoin, op basis van de reeds in de Bitcoin-broncode aanwezige mogelijkheden die enkel nog moeten worden uitgewerkt. Een greep uit zijn presentatie:

Efficiënte mediatie, bijvoorbeeld d.m.v. transacties die slechts finaal worden eens twee van drie partijen ze bevestigen. Zo'n functie maakt het mogelijk om *escrow* (wat paypal doet tegen een vergoeding van 2-5% van iedere transactie tussen kopers en verkopers online) veel goedkoper te maken—er zijn immers minder veiligheidsproblemen, want de tussenpersoon heeft dan (itt tot vandaag) niet de volledige toegang tot het geld. Ook mogelijk met dit soort transacties: mechaniseren van uitbetaling van erfenissen, weddenschappen, verzekeringen, verjaardagscadeaus.

Zero-trust investeren of doneren, waarbij vele deelnemers een kleine betaling beloven te doen, die echter pas wordt overgemaakt eens een voldoende groot bedrag verzameld is. Gezien dit vrijwel kostenlos zou kunnen georganiseerd worden, kan dit ook voor heel kleine projecten zoals het vertalen van een website.

Smart property, waarbij dezelfde transactie waarmee de betaling voor een fysiek voorwerp werd overgemaakt, evengoed geldt als eigendomsbewijs van dat voorwerp. Dit kan bv. al in moderne autosleutels ingeprogrammeerd worden, zodat de nieuwe eigenaar ze enkel kan starten als het geld ook is overgemaakt. Smart property maakt transacties zonder institutionele tussenpersoon minder risicovol, want er is minder vertrouwen voor nodig.

Nieuwe manieren van bankieren, zoals mechanisering en decentralisering van beleggingsfondsen (peer-to-peer), peer to peer obligatiemarkten, peer to peer Bitcoin-exchanges, enzomeer.

Goudmijnsector: wees selectief

Op 10 september gaf Pierre Lassonde een presentatie getiteld "It was the best of times, it was the worst of times", waarin hij zijn kijk op de goudmijnsector geeft.⁹ Lassonde wijst erop dat, in tegenstelling tot de jaren 1970 toen de goudprijzen ook stegen, er de voorbije jaren nauwelijks geld naar de goudmijnsector is gevloeid. En de reden hiervoor is dat het laaghangend fruit al geplukt is. De gemiddelde goud-ertsgehalten zijn de voorbije 10 jaar met 60% gedaald, en er worden nauwelijks nog nieuwe ontdekkingen van grote goudreserves gedaan—op dit overzicht is de trend duidelijk:



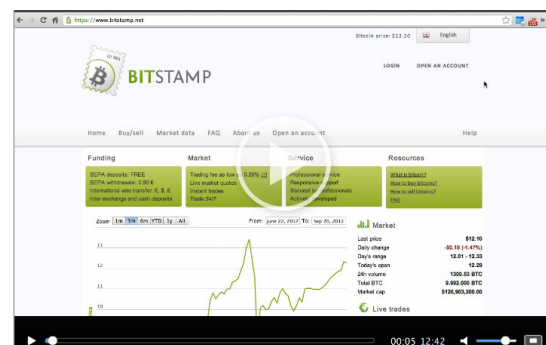
Lassonde is CEO van goudroyalty Franco-Nev.



Jaargrafiek van Bitcoin. De tegenvallers van de laatste maand hebben een correctie uitgelokt. Ik zie echter geen verandering in de fundamentals. Factoren die meespelen zijn de exchanges die onder vuur liggen, maar anderzijds halveert ook de block reward voor de miners over anderhalve maand (waardoor het aanbod aan nieuwe bitcoins gevoelig zal dalen). Als de \$10 niet standhoudt is een langere consolidatieperiode mogelijk. Ik heb alvast bijgekocht op deze correctie, want voorlopig is de uptrend nog intact.

“Geef me de controle over het geldaanbod van een land, en het kan me niet schelen wie er de wetten maakt”, zo zei Mayer Amschel Rotschild, de stichter van de Rotschild bankdynastie. Wat zou hij denken van Bitcoin, een online valuta die helemaal geen centrale uitgevende autoriteit heeft? Ondanks dat ze verworpen werd na een speculatieve zeepbel en crash vorig jaar, timmert de online cryptovaluta nog steeds gestaag aan de weg, niet in het minst dankzij haar vermogen om de wet te omzeilen.”

The Economist, 29 september 2012



Hier zie je hoe ikzelf mijn bitcoins koop en bewaar:

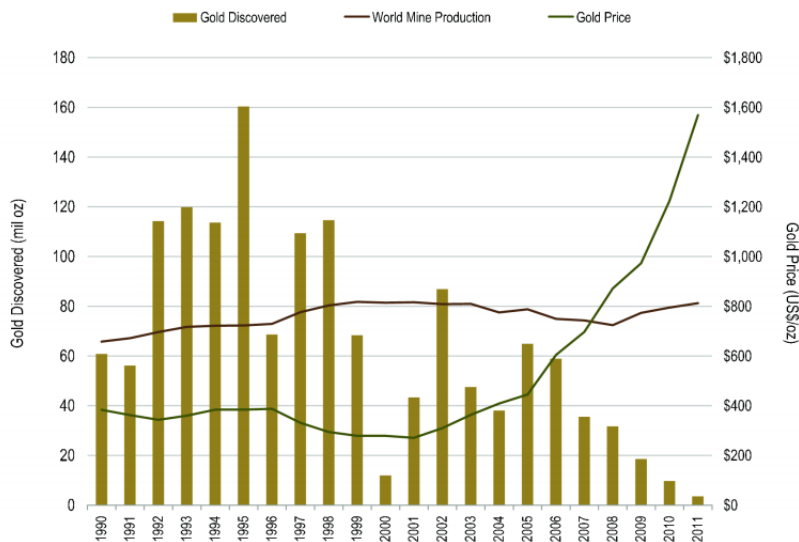
<http://www.macrotrends.be/inloggen/bitcoin-instructievideo>, oftewel: <http://tinyurl.com/btcinv>.

“Reken maar van ja.”

‘Bond King’ Ray Dalio op de vraag of hij goud bezit

⁸ Zie bv. het uitstekende artikel in Wired: “The Improbable Rise and Fall of E-Gold” op <http://tinyurl.com/wiredgold>.

⁹ Zie http://static.gowebcasting.com/documents/files/events/event_00001123_MgCJYt5c.pdf.



Doordat er maar zo weinig nieuwe goudreserves gevonden worden, is het rendement van goud-exploratie van 10500% in de jaren 1960, gedaald naar 1100% in de jaren 2000. Lassonde neemt zelfs het woord '**peak gold**' in de mond, om het vervolgens om onduidelijke redenen (waarschijnlijk vooral omdat hij namens de goudmijnsector spreekt) te verwerpen.

Lassonde wijst er verder op dat goudmijnen vandaag de dag ook gedwongen zijn om activiteiten te ontplooiën in steeds riskantere politieke omgevingen, wat ze dan compenseren met low grade-projecten in de veiligste omgevingen. Doordat de projecten ook een almaar grotere omvang hebben (er moet veel meer erts worden verwerkt om dezelfde hoeveelheid goud boven te halen), duurt het ook steeds langer om een nieuw project van ontdekking tot productie te brengen: gemiddeld 10 jaar in 2001, gemiddeld 21 jaar in 2011.

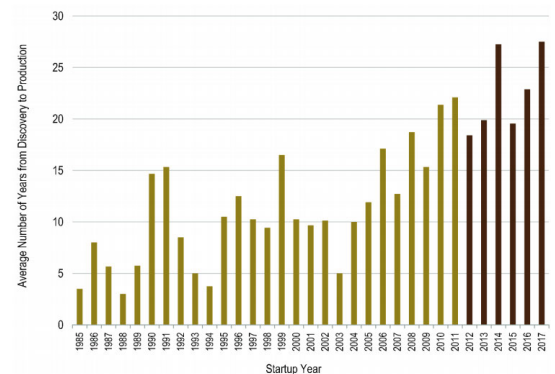
Waarom is het nu toch het moment om in de goudmijnsector te investeren, volgens Lassonde? Antwoord is de enorme groei in de vraag, en de navenant hoge prijzen die klanten bereid zijn te betalen voor goud. Tegen een prijs die hoog genoeg is, kan elke mijn winstgevend worden. Dat klopt natuurlijk wel, maar hoe meer de productiekosten stijgen, hoe meer de winstmarges van low-grade goudprojecten onder druk komen te staan. Voeg daar nog een flinke snuif politiek risico aan toe, en je krijgt een reeks goudmijnen waarvan de aandelen het niet beter doen dan de prijs van fysiek goud.

Yamana Gold (AUY)

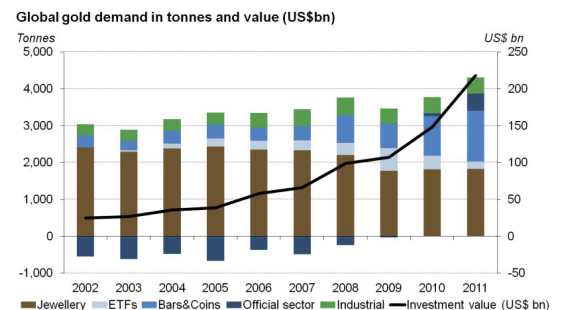
Bij het investeren in goudmijnen lijkt het me vandaag de dag cruciaal om erg selectief te zijn. Mijn favorieten voor prestaties beter dan de goudprijs zijn nog steeds de goudroyalty-bedrijven (FNV, SAND, RGLD), omdat die geen last hebben van stijgende productiekosten in de sector, en daarna ook lagekost-goudmijnen met groeivoorzichten, zoals bijvoorbeeld Yamana (AUY). Dit bedrijf noteerde tot dusver in 2012 een netto cash kost van <\$250 gold equivalent ounces, waarmee Yamana de allerlaagste kosten heeft onder de goudmijnen die +1 miljoen ounce per jaar produceren. Het mooie aan Yamana is ook dat het bedrijf vooral actief is in wat momenteel stabiele politieke regio's zijn: Chili (45%), Brazilië (25%), en Mexico (10%). De overige productie zit in Argentinië, maar 20% vind ik geen overdreven grote blootstelling aan de gekkigheid van president Christina—en de overheid heeft niet de know-how voor nationalisering. Wat Yamana extra aantrekkelijk maakt zijn de groeivoorzichten: met verschillende volledig gefinancierde projecten die online komen, zit er in de aanloop naar 2015 een gemiddelde jaarlijkse productiegroei van 19% in de pijp, waarmee over drie jaar de huidige productie van 1 miljoen ounce goud per jaar verdubbeld

"Velen stellen dat goud geen waarde heeft. Maar goud is helemaal geen grondstof. ...het is in feite een ruilmiddel, dat bovendien officieel erkend is... Wij zien goud als een officieel erkende vorm van geld om één belangrijke reden: het wordt aangehouden door de meeste van 's werelds grotere centrale banken als een onderdeel van hun reserves. We zouden verder kunnen gaan, en argumenteren dat goud als 'goed' geld kan worden omschreven, in tegenstelling tot 'slecht' geld—vertegenwoordigd door vele fiat valuta vandaag."

Deutsche Bank, 18 september 2012



Gemiddeld aantal jaar van ontdekking tot productie bij goudmijnen, geordend naar het jaar van productiestart.



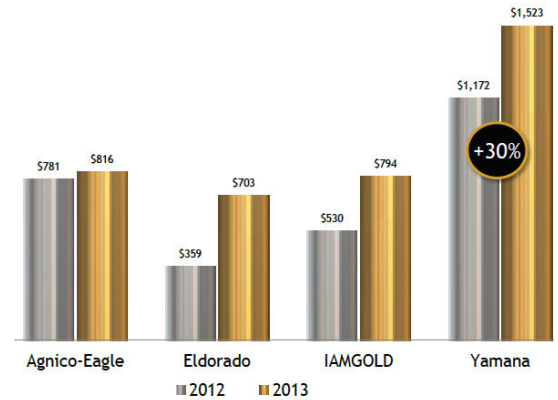
Yamana's projecten in de wereld.

zal zijn tot 2 miljoen. De kers op de taart voor Yamana zijn de stijgende dividenden— na vier opeenvolgende verhogingen in het voorbije jaar, momenteel bijna 2% dividendrendement. Zo'n dividend is meer dan wat je tegenwoordig krijgt op een spaarboekje, met daarbij ook nog eens groeivoorzichten én een lager langetermijnsrisico.

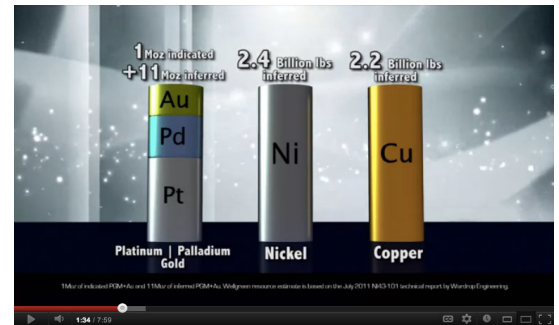
Yamana zit momenteel in de bovenkant van haar trendkanaal. Het kopen van een eerste schijf is verantwoord, maar wacht op een dip tot rond de \$16 om bij te kopen.

Aandelen kortnieuws

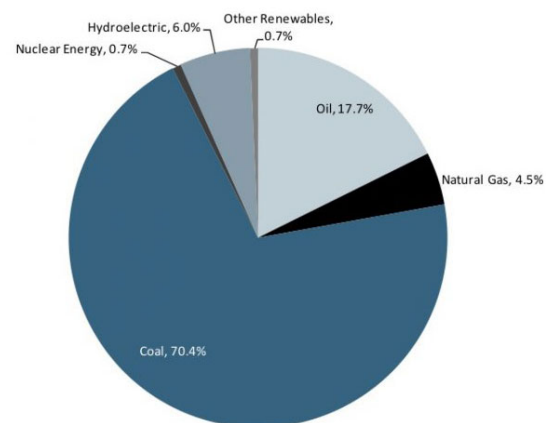
- **Sandstorm Gold** (SSL/SND) zag een krachtige rally in september (+44%) na aankondiging van een interessante deal met Colossus Minerals. Ondanks de sterke stijging zit SSL nog steeds onder de fair value van \$17,08. Wie al een positie heeft, wacht best met aanvullen tot een correctie, want nu is het aandeel overgekocht. Op 5 oktober verscheen CEO Nolan Watson op Cramers' Mad Money. Bekijk het leuke en bondige segment hier: <http://tinyurl.com/madnolan>.
- **Eldorado Gold** (ELD) heeft het aan de stok met de Roemeense overheid, die wil een reeds uitgegeven vergunning de Certej-groeve ongedaan maken, omdat er onregelmatigheden zouden geweest zijn bij de toekenning. Certej is echter niet de enige pijl op ELD's boog (nog 5 andere projecten zitten in de pijplijn tot 2015), dus ik maak me hier niet extreem veel zorgen over. Ik vind deze lagekostenproducent nog steeds geschikt om te diversifiëren weg van Noord- en Zuid-Amerika.
- **Allana Potash** (AAA) kondigde begin vorige maand een buyout van Nova-Ethio Potash aan, waarmee het haar reserves in het Danakil-dal verdubbelde. In Q4 verwacht Allana de resultaten van haar feasibility study, die waarschijnlijk positief zullen zijn. Eens het uit de neerwaartse wig breekt, kan AAA best op vrij korte termijn naar \$1 sprinten.
- **Silver Wheaton** (SLW) wacht nog steeds op de resultaten van de audit van de belastingdienst. Tot de resultaten bekend zijn (dit kan een tijdje duren) houd ik het liever bij fysiek zilver, First Majestic, en onze vier zilver-juniors.
- **Silvercorp Metals** (SVM) kreeg heel wat kritiek over de manier waarop het bedrijf haar reserves rapporteerde. Ik heb de technische rapporten bestudeerd en het lijkt me dat de beschuldigingen grotendeels onterecht zijn, en het neerwaarts risico beperkt blijft. Voorlopig zet ik SVM toch op 'houden', het zint me niet dat er altijd wat is met het bedrijf.
- **Prophecy Coal** (PCY) zit op 1,2 miljard ton steenkool in groeieland Mongolië & vlakbij Rusland en China, en heeft bovendien een 42% aandeel in Prophecy Platinum (NKL). Ik blijf bij mijn analyse van eerder dit jaar: <http://tinyurl.com/MTbespr> (p. 8-9), zeker tegen de huidige waardering. Het risico blijft uiteraard aanzienlijk.
- **Apple** (AAPL) is een solide bedrijf dat niet zal verdwijnen, maar het lijkt de oorlog om het besturingssysteem met google's android te gaan verliezen en heeft wellicht ook geen nieuw revolutionair product in de pijplijn zitten om de verkoop te boosten. De iPhone is de grote cash cow van het bedrijf, en de verkoop daarvan is niet naar verwachting. Ik heb een kleine shortpositie ingenomen.



Voor 2013 verwacht Yamana een grote groei in cash flow. Merk ook de verwachtingen van ELD uit ons beleggingsrooster op: +96%.



Screenshot uit een recente promotievideo voor Prophecy Platinum. De onrust in platina-reus Zuid-Afrika kan voor een rush naar alternatieven zorgen. Sprott zit voor 10% in NKL. Bekijk hier de video: <http://tinyurl.com/NKLvide>.



De Chinese energieconsumptie bestaat voor 70% uit steenkool. Prophecy Coal zal de importrestricties omzeilen door zelf een energiecentrale te bouwen en rechtstreeks elektriciteit uit te voeren naar Noord-China.

Beleggingsrooster

Valutamandje

80-85% van het beschikbare vermogen							
Instap	Naam	Symbool	Prijs bij instap	Risico	Koers op 08/10/'12	€ %Winst (verlies)	Advies
30/06/11	Fysiek goud	XAU**	1046,74	Laag	1368,17	+30,70%	Kopen
30/06/11	Fysiek zilver	XAG**	23,23	Laag	26,19	+12,74%	Kopen
07/11/11	Remnimbi/Yuan	CNY	0,1137	Middel	0,1209	+6,33%	Houden
19/08/11	Noorse Kroon	NOK	0,1281	Middel	0,1342	+4,76%	Verkopen
14/08/12	Singapore Dollar	SGD	0,6520	Middel	0,6257	-4,03%	Kopen
19/08/11	Zwitserse Frank	CHF	0,8777	Middel	0,8258	-5,91%	Houden
19/08/11	Canadese Dollar	CAD	0,7056	Middel	0,7864	+11,45%	Houden
04/10/11	US Dollar	EUR	0,7510	Middel	0,7664	+2,05%	Houden/ Kopen
07/01/12	Bitcoin	BTC	5,3600	Middel	8,8582	+65,26%	Kopen

Aandelenselectie

15-20% van het beschikbare vermogen									
Instap	Naam	Beurs *	Symbool	Prijs bij instap	Low risk koers	Risico	Koers op 08/10/'12	€ %Winst (verlies)	Advies
30/06/11	Franco-Nevada	TSE	FNV.TO	37	30	Laag	59,51	+57,64%	Dips kopen
30/06/11	Royal Gold	NASDAQ	RGLD	58,57	40	Laag	96,36	+65,31%	Dips kopen
05/08/12	Yamana	TSE	YRI	14,8	12	Laag	18,60	+25,68%	Dips kopen
30/06/11	Sandstorm Gold	TSXV	SSL.V	5,95	5	Middel	14,35	+141,18%	Dips kopen
07/01/12	Eldorado Gold	TSE	ELD	14,80	10	Middel	14,57	-1,55%	Dips kopen
30/08/11	Gold Res. Corp.	AMEX	GORO	23,40	15	Middel	20,37	- 12,95%	Dips kopen
30/06/11	Golden Pred. Corp.	TSXV	GPD.TO	0,96	0,75	Hoog	0,40	-58,33%	Dips kopen
30/06/11	Silver Wheaton	TSE	SLW.TO	31,85	25	Middel	39,24	+23,20%	Houden
30/06/11	First Majestic	TSE	FR.TO	17,84	10	Middel	22,82	+27,91%	Dips kopen
07/01/12	Silvercorp	TSE	SVM	6,95	5	Middel	6,36	-8,49%	Houden
10/09/12	Xtierra	CVE	XAG	0,25	0,25	Hoog	0,35	+40,00%	Dips kopen
10/09/12	Minco Silver	TSE	MSV	2,23	2,2	Hoog	1,91	-14,35%	Dips kopen
10/09/12	Silver Bear	TSX	SBR	0,45	0,5	Hoog	0,47	+4,44%	Dips kopen
10/09/12	Golden Minerals	TSE	AUM	6,45	6,4	Hoog	4,67	-27,60%	Dips kopen
30/06/11	Prophecy Coal	TSE	PCY	0,630	0,16	Hoog	0,155	-75,40%	Dips kopen
27/01/11	Peyto	TSE	PEY	19,68	15	Hoog	24,86	+26,32%	Dips kopen
19/08/11	Allana Potash	TSE	AAA	1,34	0,8	Hoog	0,560	-58,21%	Dips kopen

Kleurlegende: goud, zilver, gas, olie, steenkool, landbouw, speculatief, cashpositie

* De gesuggereerde beurs is maar een startpunt. De meeste aandelen noteren op meerdere beurzen.