



# RENDEMENT EN RISICO IN 2018

December 2017



Dit document is geen investeringsaanbod, noch een verzoek of uitnodiging tot het kopen van of intekenen op een belegging in om het even welke jurisdictie. De rendementsverwachtingen of in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst, maar dienen slechts ter illustratie. De waarde van beleggingen kan zowel stijgen als dalen. De informatie in dit document is met de meeste zorg samengesteld. Er zal geen aansprakelijkheid worden aanvaard voor eventuele onjuistheden. Deze publicatie verleent geen rechten.

## Inhoudstafel - Rendement en risico in 2018

	pagina
<b><u>Woord Vooraf</u></b>	4
<b><u>DEEL I - DE WERELDECONOMIE IN 2018</u></b>	
1.1. Het bredere perspectief	5 - 7
1.2. Stand van zaken	
1.2.1. De groei van het BBP	8 - 11
1.2.2. De industriële productie	11
1.2.3. De Baltic Dry index	11 - 12
1.2.4. Het consumentenvertrouwen	12 - 13
1.2.5. Het werkloosheidspercentage	13 - 14
1.2.6. De consumptieprijzenindex	14 - 16
1.2.7. De rente op de korte tot de heel lange termijn	16
1.2.8. De evolutie van de overheidsfinanciën	17
1.2.9. Besluit	18
1.3. De vooruitzichten van de wereldeconomie in 2018	18
1.4. Algemeen besluit	18
<b><u>DEEL II - DE VOORUITZICHTEN VAN DE GROTE ACTIVAKLASSEN</u></b>	
2.1. Hoever reikt de hausse?	19 - 21
2.2. Geldmarktbeleggingen	21 - 22
2.3. Vastrentende beleggingen op halflange en lange termijn	
2.3.1. Obligaties in EUR	22 - 24
2.3.2. Obligaties in USD	25
2.3.3. Obligaties in JPY	26
2.3.4. Besluit	27
2.4. Aandelen	
2.4.1. Aandelen - Algemeen	27 - 30
2.4.2. Aandelen - Europa	30 - 31
2.4.3. Aandelen - Verenigde Staten	32 - 33
2.4.4. Aandelen - Japan	33 - 34
2.4.5. Aandelen - Opkomende landen	34 - 36
2.4.6. Aandelen - Kleinere bedrijven	36
2.4.7. Besluit	37

2.5. Grondstoffen	
2.5.1. Harde grondstoffen	37 - 40
2.5.2. Edelmetalen	40 - 42
2.5.3. Zachte grondstoffen	42 - 43
2.5.4. Besluit	43
2.6. Vastgoed	
2.6.1. Stand van zaken	43 - 44
2.6.2. Toekomstige evolutie	44 - 45
2.6.3. Besluit	45
2.7. Hedgefondsen	
2.7.1. Algemeen	46
2.7.2. Rendement	46 - 47
2.7.3. Dakfondsen van hedgefondsen	47
2.7.4. Besluit	47
2.8. Rendementsverwachtingen 2018	48
2.9. Afwijkende visies	
2.9.1. Positieve bias	48 - 49
2.9.2. Negatieve bias	49
2.9.3. Besluit	50
2.10. Slotbeschouwingen	50 - 51

## **Woord vooraf**

Deze studie wil een antwoord geven op de vraag wat in 2018 te verwachten van het rendement van geldmarktbeleggingen, obligaties, aandelen, grondstoffen, vastgoed en hedgefondsen en dit in het licht van de evolutie van de globale economie. Hiervoor heeft FRD een synthese gemaakt van wat actueel (d.w.z. einde 2017) door de belangrijkste internationale economische instellingen, economisch-financiële tijdschriften, banken en vermogensbeheerders naar voren wordt geschoven als meest waarschijnlijke scenario wat betreft de macro-economische ontwikkelingen en de te verwachten opbrengsten van de belangrijkste activaklassen. In fine worden ook enkele alternatieve scenario's kort besproken. De bronnen waarop een beroep werd gedaan zijn de OESO, het IMF, de Wereldbank, de Europese Unie, de ECB, de FED, Business Week, The Economist, Bank of America, Barclays, BlackRock, BNP-Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Crédit Suisse, Degroof-Petercam, Fidelity, Franklin Templeton, Henderson, ING, JPMorganChase, KBC, Morgan Stanley, Pictet, Robeco, Société Générale, UBS en Vontobel. Dit is een ruim staal waaruit als grootste gemene deler de consensusverwachtingen voor 2018 werden gedistilleerd. Alle gegevens en grafieken zijn ontleend aan Bloomberg® behalve indien anders vermeld.

# DEEL I - DE WERELDECONOMIE IN 2018

## 1.1. Het bredere perspectief

Terwijl gekende beursindices als de Dow Jones Industrials, FTSE100, Nasdaq en DAX met de regelmaat van een klok nieuwe historische maxima neerzetten, lijkt het of de wereldeconomie - eindelijk - in een hogere versnelling schakelt. De eurozone groeit tegen een tempo dat sinds de crisis van 2008-09 niet meer is gezien en in de Verenigde Staten kent de Trump administratie aan bedrijven en gezinnen belangrijke fiscale voordelen toe, zodat de consumptie en dus de groei er wellicht zal versnellen. Zelfs Japan wordt overspoeld door optimisme omdat de partij van Eerste Minister Abe de verkiezingen van oktober heeft gewonnen op basis van een programma van verdere economische stimulering. Bovendien slagen opkomende landen als China en India erin om hun stevige groei te bestendigen. Tot slot - maar essentieel - de grote centrale banken blijven de rente extreem laag houden, zelfs al trekt de Fed de korte rente licht op en beëindigt de ECB in principe eind september volgend jaar haar opkoopprogramma van euro-obligaties. Een dermate geharmoniseerd herstel van de wereldeconomie is ongewoon. **Veel analisten noemen het een *Goldilocks scenario*** naar analogie met een term die al in 1992 werd gebruikt om een economie te omschrijven die gestaag maar niet overmatig groeit, waarin nauwelijks inflatie optreedt en waarin de monetaire politiek uiterst meegaand is.

**Maar economie is geen exacte wetenschap, onder meer omdat het gedrag van gezinnen, bedrijven en overheden door allerlei invloeden wordt gestuurd die zelden alle rationeel zijn.** Dit heeft voor gevolg dat de economische activiteit in brede golven evolueert; na een aantal opgaande jaren volgt een omgekeerde beweging, een contractie, die een deel van de vooruitgang teniet doet. Volgens Hyman Minsky<sup>1</sup> worden die cyclische bewegingen onder andere veroorzaakt doordat in een opgaande conjunctuurcyclus almaar meer gebruik wordt gemaakt van geleend geld. Dit geleend geld vloeit in toenemende mate naar investeringen met een beperkte rendabiliteit. Op een bepaald ogenblik moeten die ontleners interest en kapitaal op hun leningen (terug)betalen. De cashflow gegenereerd door de recentste investeringen volstaat hiertoe niet. Om niet in gebreke te blijven, worden ze goedkoop van de hand gedaan. Maar omdat de hele economie in hetzelfde bedje ziek is (verslaafd aan goedkoop krediet), krijgt ze een schokgolf te verduren: investeerders proberen allerlei activa gefinancierd met geleend geld te verkopen, maar vinden geen of onvoldoende geïnteresseerden. Een negatieve spiraal zet in, waardoor de economische groei stukt en terugvalt. **Dit kantelpunt noemt men het Minsky moment**, omdat de breuk in de voorgaande, stijgende trend, vrij goed kan vastgesteld worden. Voorbeelden van een Minsky moment zijn de roebel crisis van augustus 1998 of de start van de jongste financiële crisis in juni 2007.

Men hoeft geen dure onderzoeken te bestellen om vast te stellen dat een Minsky moment vandaag misschien niet veraf meer is. Nog nooit zaten bedrijven, gezinnen en overheden zo diep in de schulden. Nog nooit zagen zoveel overnames en overnamepogingen het licht. Nog nooit stond de rente zo lang zo laag. Koppel daaraan overdreven waarderingen in een aantal sectoren, een groot consumentenoptimisme (de spaarquote in de Verenigde Staten is vandaag historisch laag) en de waarschijnlijkheid dat het Goldilocks plaatje barsten gaat vertonen, neemt toe. Vraag is, wie of wat zal de concrete aanleiding zijn van de ommekeer?

---

<sup>1</sup> Hyman Minsky (1919-1996) was een Amerikaanse econoom die na de crisis van 2008-2009 veel bekendheid verwierf met zijn theorie over het cyclische karakter van de kredietverlening en de invloed ervan op de stabiliteit van het financiële systeem. Opmerkelijk is dat Minsky het verheven van de magnitude van de kredietcrisisen weet aan een tekort aan regulering van de financiële markten, onder meer het afschaffen door president Clinton van het onderscheid tussen commerciële en investeringsbanken.

1) Een eerste oorzaak kan een onvermoede snelle stijging van de rente zijn. Vandaag lijkt zo iets onwaarschijnlijk omdat de grote centrale banken ruim bij voorbaat kenbaar maken welke hun intenties zijn op het vlak van monetair beleid; zoals hoger gemeld zitten er nauwelijks of geen renteverhogingen in de pijplijn. Maar die intenties kunnen noodgedwongen snel veranderen, mocht de economische groei nog sterker opveren. Zou het BBP van de eurozone - waarvan men verwacht dat het in 2017 met 1,8% gaat toenemen - versnellen naar meer dan 2% (voor de crisis van 2008-2009 lag het groeiritme regelmatig tussen 2,5% en 3%) dan zal de ECB niet anders kunnen dan de rente op te trekken. Een hogere rente, waarbij we denken aan een korte rente van rond 2%, zal een remmend effect hebben op de economische groei. Het tegenargument bij uitstek is dat een hogere rente de overheidsschulden te zwaar om dragen zal maken.

2) Het optimisme bij bedrijven en consumenten wordt vandaag ondersteund door betere tewerkstellingsvooruitzichten, door het gevoel dat een periode van inlevering en turbulentie achter de rug is en door een zekere gewenning wat betreft terroristische aanslagen en ander groot onheil als orkanen. Een gevolg is dat minder wordt gespaard en voor meer risicovolle beleggingen wordt gekozen. Anders gesteld, gezinnen die nooit risico zouden hebben genomen (bijv. omdat hun vermogen eigenlijk te klein is om dit te doen), worden hierin nu toch geduwd. Zouden deze risicovolle alternatieven (van aandelen, over hoogrentende obligaties tot vastgoed) waarde verliezen, dan riskeren grote delen van de bevolking in de kou te blijven staan met als gevolg een sterke inperking van hun consumptie en dus van de economische groei (in de meeste Westerse landen en Japan tekent het verbruik voor ca. 70% van het BBP).

3) Zoals in 2008-2009 is de kans groot dat het onheil opnieuw ontstaat in het financiële systeem. Merkwaardigerwijs (gelet op de tot nog toe massale injectie van liquiditeit door de grote centrale banken) zou de crisis er een kunnen zijn van een tekort aan liquiditeit. Tot en met 31 december 2017 zullen de grote centrale banken ongeveer 12.000 miljard EUR aan allerlei effecten hebben opgekocht, vooral overheidsobligaties. De Fed zal in 2018 geleidelijk aan starten met het opnieuw verkopen van stukken in haar bezit, terwijl de ECB haar opkoopprogramma laat uitdoven maar nog niet overgaat tot verkopen. Dit is een duidelijke trendbreuk vergeleken met het voorbije decennium.

- Het is onduidelijk welke partijen op de eerste plaats de door de Fed aangeboden overheidsobligaties gaan kopen. Als er weinig kopers opdagen, zullen de aangeboden stukken goedkoper moeten worden, m.a.w. hun koers zal dalen zodat ze een hoger, aantrekkelijker rendement bieden om alsnog tegen die betere voorwaarden te worden verkocht.

- In de klassieke beleggingsleer is de rol van obligaties het verminderen van het portefeuillerisico (ze zijn minder volatiel en in principe worden ze op de eindvervaldag tegen 100% terug betaald). Maar wanneer hun liquiditeit vermindert, verhoogt net het portefeuillerisico: het zal moeilijker worden een tegenpartij te vinden die een correcte prijs zal willen betalen. Tegelijkertijd zullen de koersen van meer volatiële posities, maar met een betere verhandelbaarheid zoals blue chips aandelen, hiervan de nadelige weerslag ondervinden: die zullen immers sneller verkocht kunnen worden.

- De overstap van veel institutionele en private beleggers naar indexfondsen zoals ETF's, heeft als gevolg dat de financiële markten zich veel gelijkvormiger gedragen. Iemand die bijv. een ETF verkoopt die de Bel20 index volgt, verkoopt tegelijkertijd alle aandelen van deze index. Differentiatie door bijv. een groter gewicht toe te kennen aan bepaalde aandelen kan niet. Wanneer een grote verkoopgolf optreedt worden dus alle aandelen verkocht, zowel goede als minder goede. De liquiditeit van al die aandelen is echter niet gelijk, zodat minder liquide aandelen een sterkere verkoopdruk zullen ondervinden.

- Het terugdraaien (Fed), respectievelijk afbouwen (ECB) van de kwantitatieve versoepeling, betekent dat de constante toevloed van nieuw geld naar de financiële markten op z'n minst sterk zal afnemen. Gelet op de hoge waardering van veel subactivaklassen (technologieaandelen, hoogrentende obligaties...) riskeert dit uit te monden in een correctie. De waardering van deze effecten kan zich opnieuw op het historische gemiddelde aligneren, wat in de praktijk een forse waardevermindering veronderstelt. Ook hier is het mogelijk dat liquiditeitsproblemen de kop opsteken. De markt in veel

van die beleggingen is niet groot; een plots, belangrijk aanbod kan uitmonden in een gebrek aan kopers.

4) Hoewel de Chinese economie op korte termijn schijnbaar probleemloos een BBP groeiritme van meer dan 6% volhoudt, bestaat de kans dat hier in de loop van 2018 verandering in komt. Op het 19<sup>de</sup> congres van de Chinese communistische partij dat in oktober de bevestiging zag van de machtspositie van voorzitter Xi Jinping, werden plannen gemaakt voor een 'nieuw tijdperk'. Gedaan met het creëren van groei door het almaar toekennen van extra leningen, gedaan met het ongebreideld opkopen van buitenlandse ondernemingen, gedaan met bouwen van steden die nauwelijks bevolkt geraken... Indien deze plannen werkelijkheid worden (eerst zien en dan geloven...), komt dit neer op het terugdraaien van machtige financiële hefboomen. Dit zal ongetwijfeld afstralen op de wereldhandel en op de verwachte prijzevolutie van heel wat grondstoffen (koper, olie, ijzererts...). Zelfs sociale onrust in China kan eruit voortvloeien.

**Het is niet mogelijk te voorspellen waar en wanneer de volgende economische recessie of crisis zal ontstaan; misschien is dit iets voor 2019 of nog later.** We kunnen slechts vaststellen dat hoe langer de huidige expansie voortduurt, hoe waarschijnlijker een Minsky moment wordt. Bovendien hoeft niet een enkele gebeurtenis dit moment te creëren. Het ligt veel meer voor de hand dat een paar voorvallen samenspannen om de sneeuwbal aan het rollen te brengen, net zoals dat in 2007 is gebeurd. **Als het zover komt, is de vraag hoe de centrale banken en andere overheden zullen reageren.** Want veel ruimte voor een sterke versoepeling van de monetaire politiek is er niet: de rente kan opnieuw iets omlaag (Fed) of nog verder onder nul (ECB). Nieuwe rondjes kwantitatieve versoepeling zijn niet uitgesloten, maar zijn toch minder waarschijnlijk omdat de huidige herhaalde geldinjecties door de centrale banken dan zullen bewezen hebben niet afdoende te zijn (injecties die bovendien de inkomensongelijkheid sterk hebben verhoogd)<sup>2</sup>. Innovaties op het vlak van de monetaire politiek zullen de kop opsteken, waarbij gedacht kan worden aan het opleggen van een negatieve rente ook aan particulieren, aan het anders gaan belasten van ondernemingen bijv. door de vennootschapsbelasting te vervangen/aan te vullen door een minimale belasting of door een omzetbelasting, aan het anders financieren van de sociale zekerheid, bijv. door de RSZ bijdragen te berekenen op de toegevoegde waarde die ieder bedrijf creëert in plaats van op de loonmassa, aan het instellen van een vlaktaks in de personenbelasting enz. Ten slotte moet men er mee rekening houden dat een nieuwe economische recessie, laat staan erger, de sociale spanningen niet alleen in China ten top zal drijven. Nu al zijn er de tekenen aan de wand van de Brexit, van de verkiezing van Donald Trump en van het onafhankelijkheidsstreven van onder meer Catalonië. In een volgende recessie/crisis bestaat de kans dat de klassieke macro-economische technieken het laten afweten; het herdenken van het internationaal financiële systeem is dan mogelijk... het is op dat ogenblik immers niet uitgesloten dat ieder vertrouwen in de centrale banken is verdampt. Maar zoals gezegd, de timing van dit alles is hoogst onduidelijk. Het is best mogelijk dat we nog enkele jaren een opgaande trend kennen vooraleer de verwachte correctie zich aandient. **Dus, wat is de economische stand van zaken vandaag en wat zijn de consensusvooruitzichten voor 2018?**

---

<sup>2</sup> De stijging van de inkomenskloof tussen arm en rijk vloeit voort uit het feit dat minder kapitaalkrachtige personen (d.w.z. de overgrote meerderheid van de bevolking), naar verhouding veel meer in vastrentende waarden beleggen. Echter, deze beleggingen renderen nauwelijks nog. Houdt men bovendien rekening met de inflatie, dan is er zelfs sprake van aanzienlijke verliezen. Aandelen en vastgoed - die met voorsprong het grootste deel vertegenwoordigen van de beleggingen van de vermogenden - leveren het laatste decennium wel een ruim positief rendement af. Dit mechanisme zorgt ervoor dat de kloof tussen arm en rijk (ook in België) almaar toeneemt.

## 1.2. Stand van zaken

De beste manier om zich een beeld te vormen van het wereldwijd macro-economische potentieel, is i) de meest recente economisch-financiële indicatoren aan een onderzoek te onderwerpen, waarna ii) projecties worden gemaakt over de verwachtingen voor volgend jaar. Daarom worden achtereenvolgens de volgende gegevens tegen het licht gehouden:

- De groei van het bruto binnenlands product (BBP) in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten. Deze drie economische regio's vertegenwoordigen volgens de Wereldbank meer dan 50% van het wereldwijde BBP.
- De industriële productie in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten. Deze indicator meet de hartslag van de economie onder de vorm van de fabrieksoutput.
- De Baltic Dry Index meet de evolutie van de vrachttarieven in de bulkscheepsvaart. Dit is een objectieve waardemeter - niet beïnvloed door sentiment of door mogelijke methodologische kunstgrepen - die een directe indicatie geeft over de toekomstige wereldwijde groei en productie.
- Het consumentenvertrouwen in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten. In tegenstelling tot de industriële productie, geeft het consumentenvertrouwen weer hoe de man/vrouw in de straat de toekomstige economische gang van zaken beoordeelt. Het consumentenvertrouwen peilt dus naar emoties, niet naar harde cijfers.
- Het werkloosheidspercentage in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten laat zien welk deel van de werkwilligen geen baan heeft.
- Het verloop van de consumptieprijzenindex (CPI) in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten schetst een beeld van de evolutie van de levensduurte.
- Het renteverloop van de korte tot de heel lange termijn in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten.
- De evolutie van de overheidsfinanciën in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten, gemeten aan het jaarlijkse tekort en aan de totale schuld.

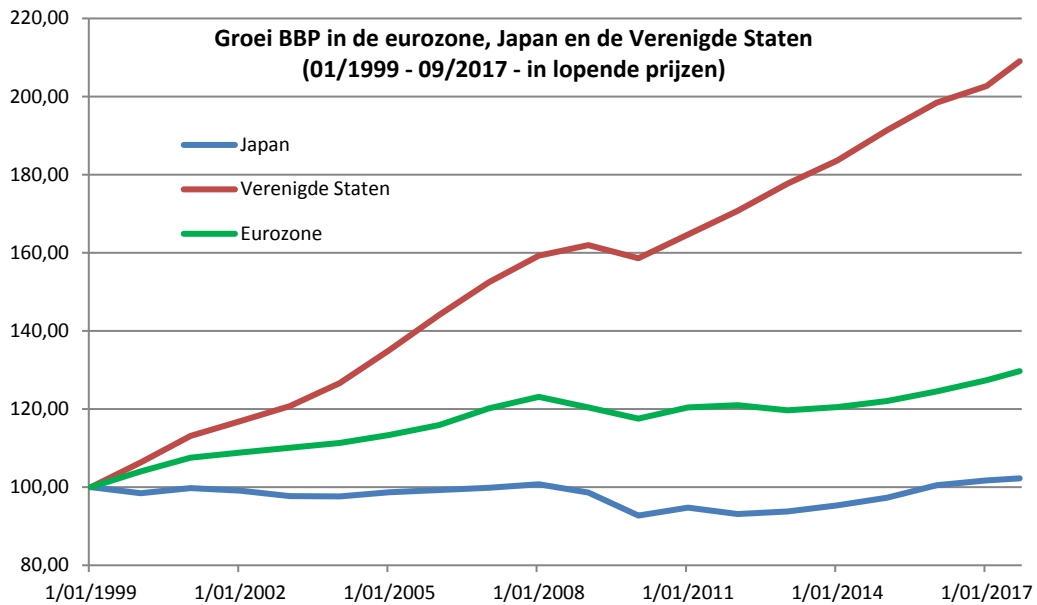
Deze reeks indicatoren streeft geen volledigheid na. Samen geven ze op wereldvlak echter een vrij realistisch beeld van de stand van zaken en verwachtingen op economisch-financieel gebied. De grafieken gaan bij voorkeur terug tot de datum van invoering van de EUR (4 januari 1999). Na iedere grafiek volgt telkens een korte bespreking en geven we de eraan gekoppelde macro-economische consensusverwachting voor 2018.

De vooruitzichten voor 2018, op de eerste plaats voor de eurozone, ogen veel beter dan de voorgaande jaren. Enerzijds is na de verkiezingen in Duitsland, Frankrijk en Nederland de politieke rust enigszins teruggekeerd, maar bovenal hebben bedrijven en consumenten na de jaren van negatieve of lage groei een inhaalbeweging ingezet die ook volgend jaar blijft duren. Buiten de eurozone lijkt de wereld de wat aparte stijl van de Amerikaanse president gewoon te worden, terwijl in China en Japan respectievelijk voorzitter Xi Jinping en eerste minister Abe hun positie hebben verstevigd zodat ook daar de politieke stabiliteit is verhoogd. Daarom kunnen we hopen dat in 2018 factoren eigen aan de economie zoals de verhoging van de Amerikaanse korte rente of hogere bedrijfswinsten meer gewicht in de economische schaal zullen leggen dan exogene zoals politieke onrust of terroristische dreigingen.

### 1.2.1. De groei van het BBP

Het bruto binnenlands product (BBP) is de in geld uitgedrukte som van wat een land of regio over een welbepaalde termijn (normaliter 1 jaar) aan diensten en goederen tegen marktprijzen (lopende prijzen) produceert, dus niet gecorrigeerd voor inflatie.





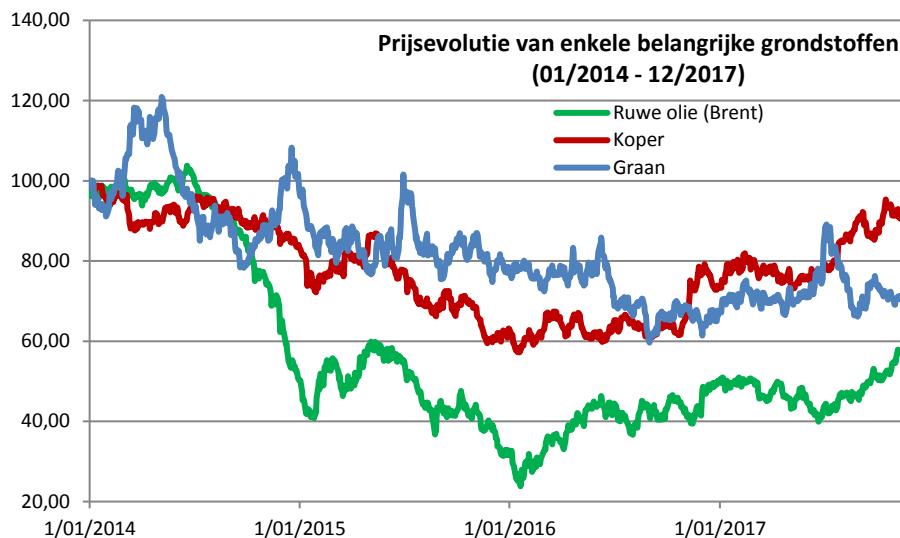
Van begin 1999 tot einde september 2017, groeit de Amerikaanse economie met gemiddeld 4,0% per jaar. De eurozone bezet de tweede plaats met een groei van 1,4% per jaar, terwijl Japan met minder dan 0,1% per jaar het rijtje sluit. Zoals hoger aangegeven, zijn dit data tegen lopende prijzen, d.w.z. inclusief inflatie. Zo de prijsstijgingen worden geëlimineerd, bedraagt de groei sinds begin 1999 in de Verenigde Staten gemiddeld 1,8% per jaar, terwijl hij voor de eurozone nauwelijks positief is. Daar waar de Verenigde Staten en de eurozone sinds 1999 inflatie kennen, is dit in Japan niet het geval: daar kennen de prijzen van begin 1999 tot en met einde september 2017 een licht negatief verloop. Hierom is de jaarlijkse BBP groei in Japan in reële cijfers ongeveer gelijk aan die in nominale termen (d.w.z. inclusief de veranderingen in het prijsniveau). De prestatie van de Japanse economie is sinds begin 2016 wat verbeterd, maar blijft ondermaats.

Men kan zich afvragen of hoge reële BBP groeicijfers (i.e. na inflatie) van 3% en meer zoals we die ook in België tot voor 2000 gekend hebben, nog realistisch zijn. De Franse econoom Thomas Piketty heeft hierover onderzoek gedaan. Hij komt tot het besluit dat over de heel lange termijn (van 1700 tot 2012) een reële BBP groei per hoofd van de bevolking van 1% per jaar aan de hoge kant is. Dit cijfer houdt rekening met de enorme expansie tijdens de Industriële Revolutie en met de hoge groeicijfers na de beide Wereldoorlogen. In dit verband kunnen we ook wijzen naar de economische ontwikkeling van Japan en China. Dit eerste land realiseerde tot zowat midden van de jaren 80 een BBP groei vergelijkbaar met die van China vandaag. Nadien zorgde de combinatie vastgoedbel, structurele problemen binnen de financiële sector en negatieve demografische groei voor de quasi stagnatie die tot op vandaag voortduurt. China gaat waarschijnlijk hetzelfde scenario tegemoet. Ook hier is er sprake van oververhitting van de vastgoedsector in combinatie met een financiële sector die sinds de crisis van 2008 heel wat slechte kredieten moet verteren. Bovendien volgt het land hetzelfde demografische parcours. In Japan neemt de bevolking af, iets wat in China - als gevolg van de één kind per gezin politiek - eveneens staat te gebeuren.

**Specifiek wat betreft de eurozone is het duidelijk dat de economisch-financiële crisis van 2008-2009 voor een breekpunt heeft gezorgd: de BBP groeipercentages van voorheen zijn nog altijd niet terug.** De ontwrichting gecreëerd door de financiële sector resulteerde in een vertrouwensbreuk bij consumenten en bedrijven, die op haar beurt uitmondde in het voor een stuk stilvallen van de kredietvraag en in een streven naar schuldvermindering. Omdat de beroepsbevolking ook in veel Westerse landen (België, Duitsland, Frankrijk, Italië...) vermindert, is het onwaarschijnlijk dat de economische groei structureel aantrekt, al wil dit niet zeggen dat de vraag niet tijdelijk flink kan verbeteren (zoals nu gebeurt). Voor de Verenigde Staten liggen de kaarten beter, onder meer omdat

president Trump de eigen economie wil bevoordelen en een belastingverlaging wil doorvoeren voor bedrijven en gezinnen. Maar ook hier zijn de hoge groeicijfers (gezuiverd voor inflatie) van voor de eeuwwisseling ver weg.

Een factor van onzekerheid wat betreft de vooruitzichten van de Westerse economieën, is de toekomstige ontwikkeling van de grondstoffenprijzen. Dit betreft niet alleen ruwe olie, maar ook o.m. koper, nikkel, zink en landbouwgrondstoffen als graan en koffie, levend vee en hout. Onderstaande grafiek toont de prijsontwikkeling van ruwe olie, van koper en van graan sinds begin 2014 tot 15 december 2017.

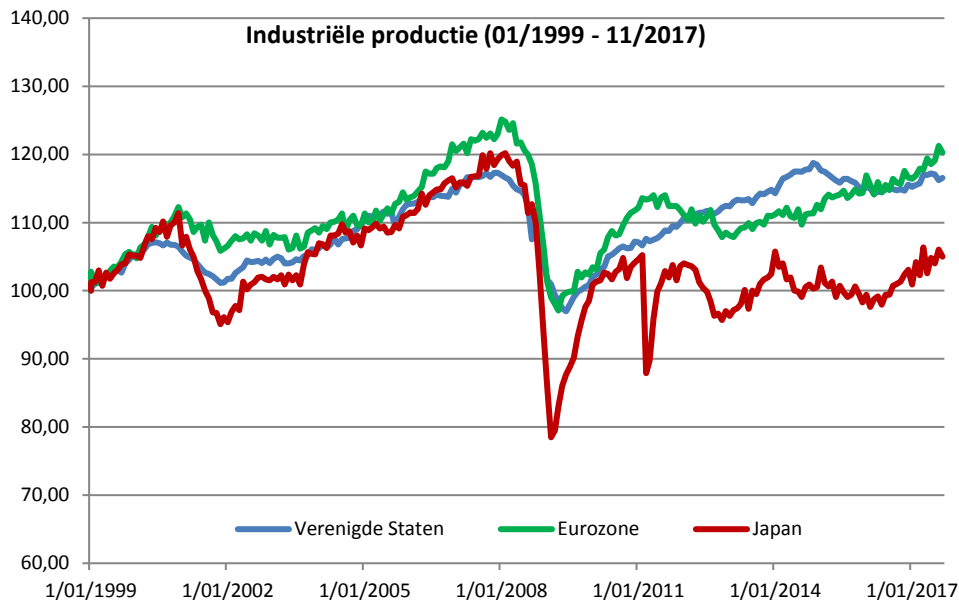


Daar waar granen hun negatieve trend van sinds begin 2014 verder zetten, kennen koper en ruwe olie sinds begin 2017 een duidelijk opwaartse trend, al ligt hun prijsniveau nog steeds onder dat van begin 2014. Deze voorzichtige ommekeer kan niet los worden gezien van het verdere herstel van de wereldeconomie. In de mate dat dit herstel doorzet, kunnen harde grondstoffen verder aantrekken. Anderzijds is een heuse boom in grondstoffen onwaarschijnlijk; daarvoor moet de wereldeconomie nog sterker groeien. Bovendien loopt bij hogere prijzen de productie van onder meer olie uit leisteelagen snel op (iets wat momenteel aan het gebeuren is), waardoor structureel hogere prijzen - meer dan 70 USD voor een vat ruwe olie - onwaarschijnlijk zijn, al zullen de OPEC leden en andere olieproducenten er wellicht alles aan doen om het aanbod niet te ver te laten doorschieten. Niettemin is de recente stijging van een aantal harde grondstoffen (koper, nikkel, zink...) goed nieuws voor landen als Brazilië en Rusland die massaal grondstoffen exporteren. Grondstoffenprijzen die in 2018 gemiddeld wat hoger liggen dan in 2017 zullen de wereldwijde economische groei ondersteunen. Dankzij de export van grondstoffen, verkrijgen landen als Brazilië extra deviezen die hen toelaten meer (luxe)goederen in te voeren. Deze import betreft vaak artikelen (van auto's tot handtassen en uurwerken) uit Westerse landen, zodat er sprake is van een multiplicatoreffect. Kijken we naar de groeiverwachtingen voor 2018 zoals geformuleerd door het IMF, dan spreekt deze instelling van een BBP groei van resp. 1,9% voor de eurozone, 0,7% voor Japan en 2,3% voor de Verenigde Staten. Deze voorspellingen zijn lager dan de geraamde reële groei voor 2017 voor de eurozone en Japan en lichtjes hoger voor de Verenigde Staten met dank aan de intussen gestemde belastingverlagingen. Voor het eerst sinds lang, lijken dit realistische IMF schattingen, al blijft er onzekerheid rond de gevolgen van de aangekondigde Amerikaanse renteverhogingen (zie verder).

**In 2018 zal de groei in de eurozone en in Japan wat terugvallen. Voor de Verenigde Staten zijn de prognoses iets rooskleuriger omdat de economie er de gunstige invloed zal ondervinden van de belastingverlagingen.**

### 1.2.2. De industriële productie

De industriële productie meet de output van de nijverheid (inbegrepen de nutsbedrijven), uitgedrukt in vaste prijzen. Dit is een objectieve waarmeder die weliswaar wordt beïnvloed door veranderingen in de voorraadniveaus, maar die op langere termijn zeer goed de werkelijke activiteit weergeeft.

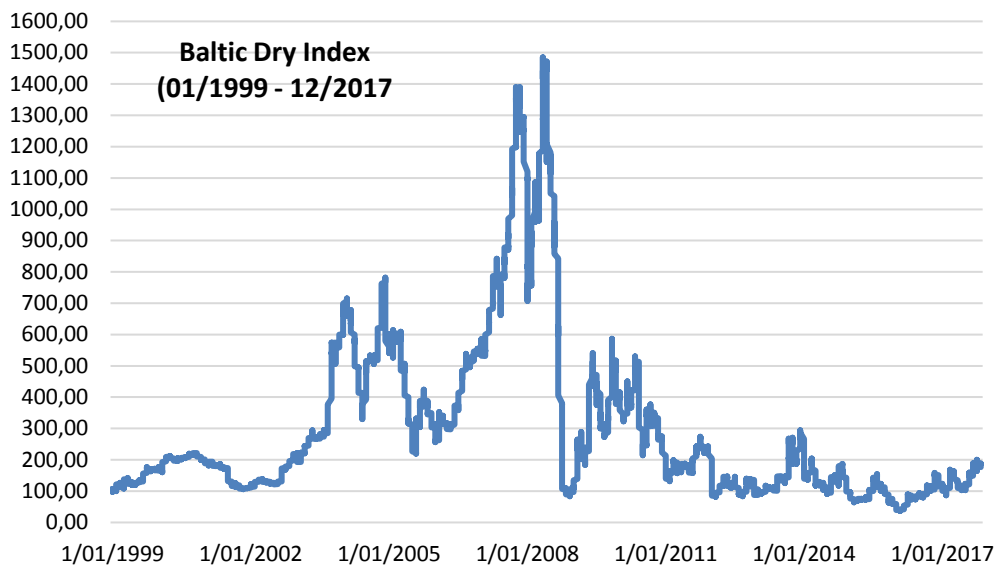


Duidelijker dan uit de evolutie van het BBP blijkt uit de historische evolutie van de industriële productie hoe verwoestend de crisis van 2008-2009 is geweest en nog is. Slechts in de Verenigde Staten ligt ze iets hoger dan een decennium geleden. Sinds begin 2015 stijgt de industriële output in de eurozone gestaag met een versnelling vanaf de lente 2017. Het maximum van begin 2008 komt hierdoor binnen bereik en zou normaliter in de loop van 2018 moeten worden overschreden. Ook in Japan stijgt de industriële productie sinds midden 2016 vrij sterk. De maxima van einde 2007 zijn echter nog ver weg. In de Verenigde Staten bereikte de industriële productie begin 2015 een historisch maximum. Sindsdien is er sprake van een zijdelings verloop, al is de verwachting dat de geplande belastingverlagingen voor bedrijven en particulieren de industriële productie een duw in de rug zullen geven.

**De industriële productie in de eurozone en Japan hinkt nog steeds achterop vergeleken met de toestand van voor de crisis 2008-2009, maar trekt duidelijk aan. In de Verenigde Staten was de groei van 2009 tot begin 2015 sterk. Sindsdien is er sprake van stagnatie. Voor 2018 spreekt de consensus van een licht stijgende industriële output in de drie beschouwde regio's.**

### 1.2.3. De Baltic Dry index

Deze index meet de evolutie van de vrachttarieven in de bulkscheepvaart. Hij heeft het voordeel objectief te zijn: de tarieven worden immers bepaald op basis van het aanbod van scheepscapaciteit en de vraag ernaar. Als de economie wereldwijd goed boert, stijgt de vraag naar capaciteit en omgekeerd. Daarom is de Baltic Dry Index een goede waarmeder voor het correct inschatten van de toekomstige wereldwijde groei en productie.

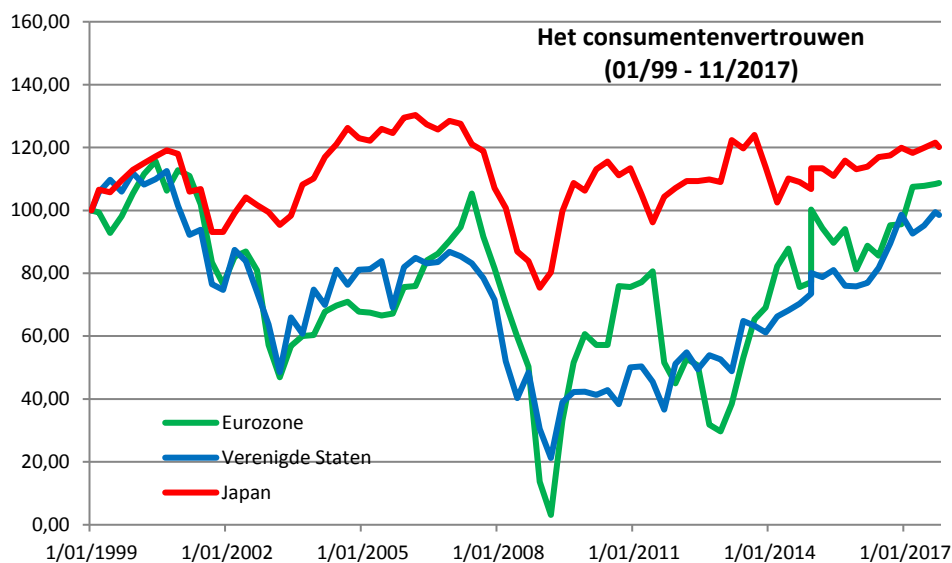


Over een periode van bijna 19 jaar is de evolutie van deze index per saldo weliswaar positief (hij verdubbelt ongeveer), maar in reële prijzen (d.w.z. rekening houdend met de geldontwaarding) is er nauwelijks groei. Bovendien kent deze index bijzonder sterke fluctuaties. De piek van midden 2008 ligt bijv. 15 keer hoger dan het indexniveau van begin 1999 of begin 2009. Ook op andere ogenblikken beweegt de Baltic Dry index extreem (zie de pieken in 2003-2005, begin 2010 en de opstoot begin 2014). Sinds de pieken van midden 2008 is de trend echter neerwaarts gericht. Voor een deel is deze neerwaartse trend het gevolg van het in de vaart brengen vanaf 2010 van veel nieuwe schepen, terwijl oudere schepen minder snel tot de schroothoop worden veroordeeld. Aan de andere kant - en ondanks de opleving sinds begin 2017 - is het zwakke koersverloop sinds 2011 een illustratie van het nog steeds moeilijk wereldwijd economische herstel. Weliswaar zal de wereldhandel volgens het IMF in 2017 met 4,2% groeien en zal deze groei zich volgend jaar doorzetten (+4,0%), maar deze positieve trend volstaat niet om de vrachttarieven de hoogte in te jagen: weliswaar voldoende om ze op te krikken, maar niet meer dan dat. Bepalend zal vooral de toekomstige prijsevolutie zijn van ruwe olie en van een aantal basismetalen. Zou bijv. de wereldeconomie sterker groeien dan verwacht, dan zal dit automatisch de internationale grondstoffenhandel activeren met wellicht positieve gevolgen voor de bulk-tarieven.

**De meest waarschijnlijke evolutie is dat de vrachttarieven voor bulkgoederen in 2018 goed ondersteund blijven met wellicht een verdere lichte stijging. Een fors herstel lijkt onwaarschijnlijk: de vloot groeit nog altijd en de grootste gebruiker van vrachtcapaciteit (China) zal misschien een wat lagere groei kennen (zie verder).**

#### 1.2.4. Het consumentenvertrouwen

Zo de industriële productie en de index van de tarieven in de bulkscheepvaart objectieve graadmeters zijn, is dat niet het geval met het consumentenvertrouwen. Deze maatstaf peilt naar gevoelens, naar de manier waarop huishoudens tegenover de gang van zaken in de economie aankijken, naar hun persoonlijke verwachtingen op het vlak van onder meer werkzekerheid en spaarvermogen. Het spreekt vanzelf dat extreme gebeurtenissen zoals terroristische aanslagen er een impact op hebben. Het consumentenvertrouwen is een voorlopende indicator: als consumenten weinig vertrouwen in de toekomst hebben, zullen ze minder uitgeven wat op zijn beurt nefast is voor de economische groei. Achteraf zal dit dan o.m. in een dalende industriële productie tot uiting komen. Het omgekeerde geldt natuurlijk ook zoals de actuele gang van zaken in de economie aantoont.

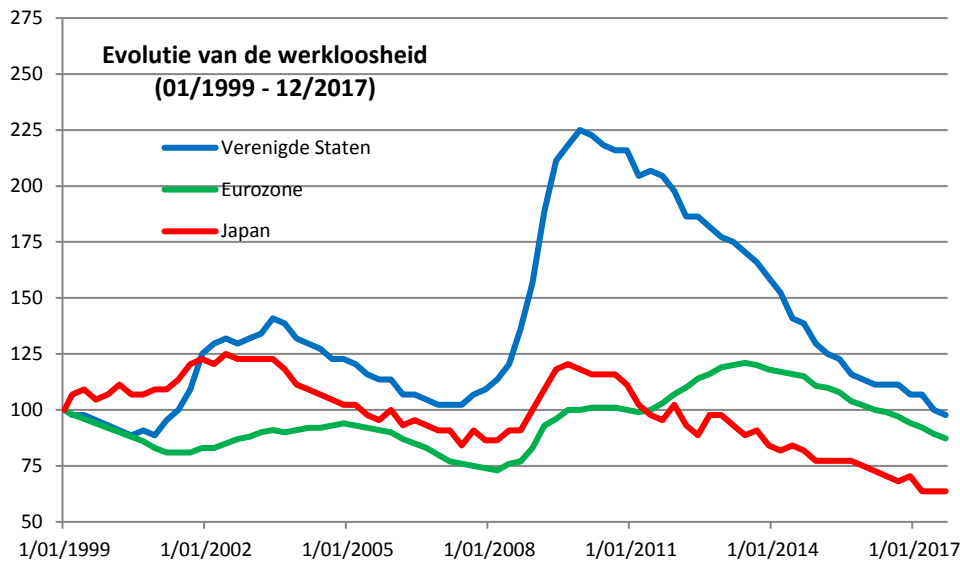


Daar waar het consumentenvertrouwen in de eurozone en in de Verenigde Staten sinds begin 2007 aan grote schommelingen onderhevig is, is de evolutie ervan in Japan per saldo eerder vlak. Ook in dit land is de impact van de diepe crisis van eind 2008 tot maart 2009 duidelijk zichtbaar, maar het consumentenvertrouwen herstelde er zich vrij snel om zich vanaf dan gelijkmatig tot licht opwaarts te ontwikkelen. Actueel ligt het ongeveer 20 procentpunten hoger dan begin 1999, waarbij men echter niet uit het oog mag verliezen dat vanuit historisch oogpunt de stand begin 1999 vrij laag was. Sinds het dieptepunt van begin 2013 - toen de vrees bestond dat de eurozone zou springen - klimt het Europese consumentenvertrouwen gestaag hoger, met ook hier een versnelling begin 2017 (er is sprake van een inhaalvraag na de magere jaren 2011-2015). In de Verenigde Staten is iets gelijkaardigs gebeurd, maar is de stijging het laatste paar jaar minder uitgesproken. Wat betreft de evolutie van het consumentenvertrouwen voor volgend jaar is de consensusverwachting dat de stijgende tendens in de eurozone, in de Verenigde Staten en in Japan voorzichtig zal doorzetten. Binnen de eurozone wordt het gestut door het wegebben van politieke onrust (de verkiezingen in Duitsland, Frankrijk en Nederland zijn zonder grote verrassingen verlopen), samen met een duidelijke verbetering in de werkgelegenheid. Het vertrouwen van de Amerikaanse consument zal de positieve invloed ondervinden van de belastingverlagingen. Na de verkiezingsoverwinning van de Japanse premier Abe, rekenen de consumenten daar op het verderzetten van de politiek van kwantitatieve versoepeling die tot uiting komt in zeer lage rentetarieven zodat hypothecair en ander krediet er gunstig zullen blijven.

**Een hoog blijvend consumentenvertrouwen zowel in de eurozone, in Japan als in de Verenigde Staten is in 2018 waarschijnlijk. Er zijn weliswaar kapers op de kust zoals de door de Fed geplande renteverhogingen en mogelijke geopolitieke strubbelingen, maar de consensus is dat deze geen grote impact op het consumentenvertrouwen zullen hebben.**

### 1.2.5. Het werkloosheidspercentage

Een parameter die het consumentenvertrouwen negatief kan beïnvloeden, is het aantal werklozen en vooral hoe dit aantal zich op termijn ontwikkelt. Hoe hoger het percentage werklozen is, hoe groter de vrees zijn baan kwijt te geraken en hoe voorzichtiger men is wat betreft consumptie- of investeringsuitgaven. Deze graadmeter loopt echter achter de feiten aan: aanwervingen gebeuren pas als er duidelijke signalen van een blijvend economisch herstel te zien zijn. Daarom is vooral de trend van belang. In de mate dat het werkloosheidspercentage maand na maand afneemt, blijkt de economie zich te herstellen, of net omgekeerd.



Geïndexeerd met als basis 1 januari 1999 = 100 (een periode van hoogconjunctuur in de eurozone en in de Verenigde Staten), blijkt dat het werkloosheidspercentage per begin december 2017 in de eurozone en de Verenigde Staten niet zoveel verschilt. In beide regio's houdt de verbetering van de tewerkstelling aan, wat erop wijst dat de economie verder herstelt. Opnieuw springt Japan uit de band. Het werkloosheidspercentage in het land van de Rijzende Zon ligt begin december 2017 bijna 40% lager dan begin 1999. Maar i.p.v. vooral een uiting te zijn van een positieve economische gang van zaken, wijst de lage Japanse werkloosheidsgraad eerder op een rigide economie, waarbinnen het ontslag van een werknemer niet eenvoudig is. Niet toevallig is het vrijmaken van de arbeidsmarkt een belangrijk aandachtspunt van de huidige Japanse regering. Bovendien stijgt het aandeel gepensioneerden in Japan, waardoor de vervangingsvraag naar arbeidskrachten toeneemt.

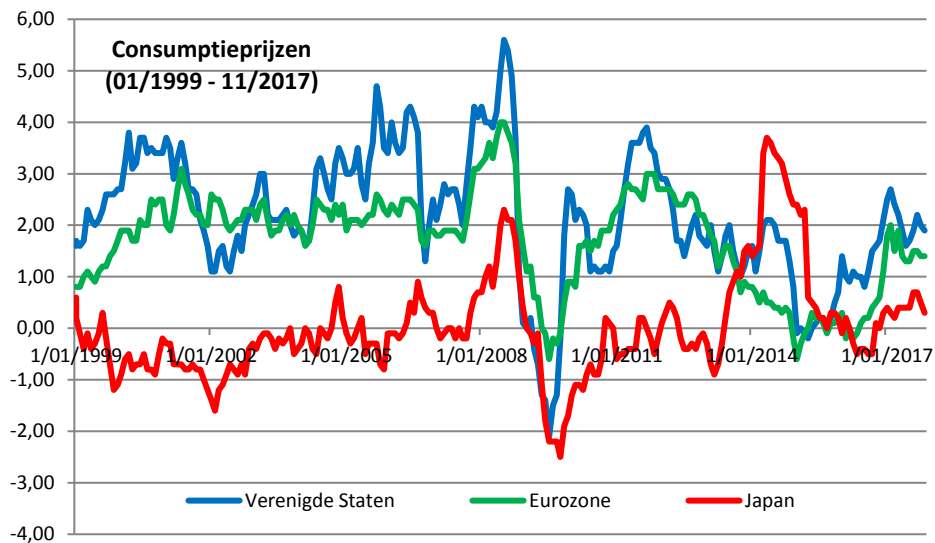
**Omdat het werkloosheidspercentage een achterlopende indicator is (extra personeel wordt pas aangeworven nadat de economie is hersteld), zal ook in 2018 in de eurozone de arbeidsmarkt verder verbeteren. Ook in de Verenigde Staten zal het officiële werkloosheidspercentage verder teruglopen, al is het toch afwachten hoe de economie de geplande renteverhogingen zal verteren. Ondanks de zwakkere groeivoorzichten, zal het Japanse werkloosheidspercentage laag blijven. Het stijgende aandeel gepensioneerden zorgt ervoor dat vrijgekomen plaatsen snel worden ingenomen.**

### 1.2.6. De consumptieprijzenindex

De stijging van het algemeen prijspeil wordt gemeten a.h.v. de consumptieprijzenindex (CPI). Hoewel de methodologie voor het berekenen van de CPI gemakkelijk kan bekritiseerd worden<sup>3</sup>, is hij een belangrijke economische indicator. Hij geeft als het ware de koortstoestand van een economie weer, waarbij een sterk stijgende waarde duidt op oververhitting en dus op een gebrek aan economisch evenwicht. Maar ook een lage of negatieve waarde is geen goed nieuws; men spreekt dan van deflatie. Dit duidt er evenzeer op dat het evenwichtspunt is verlaten en dat de economie in een negatieve spiraal kan terecht komen: als de verwachting is dat de prijzen dalen, heeft men er belang bij zijn uitgaven uit te stellen; kopen in de toekomst is dan immers voordeliger. Hierdoor riskeert de economische activiteit terug te lopen. Er moet worden aan herinnerd, dat licht stijgende prijzen (de ECB hanteert een inflatiedoelstelling van 2% per jaar) een essentieel element zijn van economische

<sup>3</sup> Welke goederen en diensten worden in de korf opgenomen, welke niet? Op welke basis gaat men over tot aanpassingen? Moet de korf voor een minder vermogend gezin dezelfde zijn als voor een welstellend?

politiek. Licht stijgende prijzen hollen (overheids)schulden uit en zijn daarom een verdoken vermogensbelasting. Is er geen inflatie (zoals tijdens het grootste deel van de 19<sup>de</sup> eeuw), dan daalt de koopkrachtwaarde van schulden niet. Het terugbetalen ervan - zelfs al is de rente ultralaag - is op dat ogenblik een zware last.



Sinds begin 2009 volgt de stijging van het prijzenpeil ongeveer hetzelfde parcours in de Westelijke wereld. Tijdens de periode van sterk economisch herstel (2009-2011), liepen de prijzen op tot bijna 4% in de Verenigde Staten en 3% in de eurozone. Van einde 2011 tot en met de lente van 2016 volgde een terugval, vooral onder invloed van de gedaalde grondstoffenprijzen. Sindsdien lopen de consumptieprijzen weer op, in sympathie met een aantal aantrekkende grondstoffenprijzen (olie en sommige metalen). Dat is ook in Japan actueel het geval, al dient hierbij opgemerkt te worden dat dit land van juli 2013 tot juli 2014 een inflatieopstoot meemaakte, veroorzaakt door de forse stijging van het basis Btw tarief. Voor 2018 is de consensusverwachting dat het inflatieritme in de eurozone (1,4%/jaar) en in de Verenigde Staten (2,1%/jaar) ongeveer op hetzelfde peil blijft als vandaag, terwijl het in Japan tot 0,9% op jaarbasis zal aantrekken als gevolg van de uitermate expansieve politiek van de Japanse centrale bank. Een bepalende factor voor het inschatten van het toekomstige inflatiepeil is de evolutie van de grondstoffenprijzen met op de eerste plaats ruwe olie. Het lijkt erop dat na de fikse stijging in 2017 van de prijs van een vat ruwe olie, verdere prijsstijgingen niet voor de hand liggen (zie verder). Het IMF verwacht voor 2018 zelfs een marginale daling van de prijs van olieproducten, onder meer als gevolg van het feit dat olie gewonnen uit leesteenlagen snel marktaandeel blijft winnen. Ook de prijsevolutie van andere grondstoffen is niet van die aard dat hierdoor sterke prijsstijgingen zullen worden geïnduceerd. Hetzelfde geldt voor de evolutie van lonen en salarissen; de globalisatie van de economie samen met immigratie en technologische ontwikkelingen zijn van die aard dat grote loonsverhogingen onwaarschijnlijk zijn. M.a.w. de consensus is dat ook 2018 geen grote inflatieopstoten zal zien. Op langere termijn is het verhaal helemaal anders. Dan begint de grote geldcreatie door de centrale banken haar rol te spelen en riskeert het prijzenpeil fiks de hoogte in te schieten.

**De impact van de lage energieprijzen op het prijzenpeil zal in 2018 in de eurozone en in de Verenigde Staten verder wegebben. Japan heeft in april 2014 een (inflatie)elektroshock gekregen als gevolg van de forse verhoging van het Btw tarief. De effecten hiervan zijn inmiddels volledig verdwenen. De terugkeer naar wat men een normaal inflatiepeil van 2% per jaar noemt, komt steeds dichterbij (eurozone) of is al bereikt (Verenigde Staten). Op middellange termijn is het waarschijnlijk dat inflatie - gedreven door de overmatige geldcreatie - verder doorstoot, richting 3 à 4% op jaarbasis.**

### 1.2.7. De rente op de korte tot de heel lange termijn

De rente is een van de belangrijkste instrumenten van het economische beleid. Een centrale bank zal de korte rente laag houden indien ze de activiteit wil aanzwengelen en omgekeerd te werk gaan indien haar bedoeling is oververhitting te voorkomen. Het niveau van de lange rente is bepalend o.a. voor het bedrijfsleven dat hiermee rekening houdt voor het al dan niet plannen en uitvoeren van grote investeringen. Maar de lange rente is ook van belang voor private en institutionele spaarders; op lange termijn verwachten die als vergoeding voor het ter beschikking stellen van krediet een rente van zowat 2% bovenop het inflatiecijfer. Onderstaande tabel geeft de rente weer voor verschillende looptijden van overheids effecten (in percent, op 15 december 2017) en dit voor de eurozone, voor Japan en voor de Verenigde Staten.

Rente op:	1 jaar	2 jaar	5 jaar	10 jaar	30 jaar
Eurozone	-0,26	-0,19	0,20	0,84	1,56
Japan	0,01	0,04	0,09	0,26	0,83
Verenigde Staten	1,74	1,91	2,15	2,37	2,57

Rekening houdend met de verwachte inflatiepercentages voor volgend jaar (zie vorig punt), is het duidelijk dat de rentevergoedingen op korte tot heel lange termijn hiermee niet of nauwelijks rekening houden. Integendeel, de rente op korte tot middellange termijn wijst eerder op een dalend prijzenpeil. Gelet op de fenomenale geldcreatie in de eurozone, Japan, zowel als in de Verenigde Staten, zijn dit merkwaardige vaststellingen. Het is alsof het er niet toe doet hoeveel geld een centrale bank in omloop brengt: de rente blijft extreem laag. Dit onderstreept de primordiale rol van de grote centrale banken, die zich hoe dan ook verplicht zien de rol van repressie-agenten te blijven spelen. Immers, mochten ze de rente normaliseren, dan zouden de overheidsfinanciën in de kortste keren helemaal in het honderd lopen. Door een negatieve beleidsrente te hanteren, trekt de ECB m.a.w. niet op de eerste plaats de kaart van het economische herstel, maar dient ze vooral de noden van de Europese overheden. Inderdaad, ondanks de duidelijke verbetering van de economische toestand en vooruitzichten, is de ECB niet van plan snel de korte rente op te trekken. Integendeel, ze blijft een negatieve depositorente van -0,40% hanteren en gaat door met het opkopen van obligaties (weze het dat het tempo waartegen dit gebeurt volgend jaar afneemt). Omdat het economische herstel zich naar verwachting ook in 2018 verder doorzet, mikt de consensus op een lange rente die volgend jaar beperkt aantrekt, zowel in EUR, JPY als USD. In de Verenigde Staten zal de Fed de korte rente volgens consensus drie keer verhogen met in totaal 0,75%. Van de nieuwe voorzitter van de Fed, Jerome Powell<sup>4</sup>, wordt verwacht dat hij het beleid van zijn voorganger, Janet Yellen, zal verder zetten. In de eurozone en Japan is het zowat uitgesloten dat de beleidsrente wordt verhoogd. Dit toenemende renteverskil samen met het zachtjesaan terugschroeven van de monetaire versoepeling in de Verenigde Staten terwijl er in de eurozone en Japan nog meer versoepeling op het programma staat, zal er wellicht voor zorgen dat de USD wat verstevigt tegenover de EUR en de JPY, al dient men er rekening mee te houden dat de relatieve waarde van een munt tegenover een andere munt voor een goed stuk afhangt van het door de centrale bank in kwestie gevolgde valutabeleid. Bovendien bestaat uit grootste gedeelte van de internationale kapitaalstromen uit verrichtingen met een niet-handelskarakter. Onder die omstandigheden is het voorspellen van valutabewegingen een riskante bezigheid.

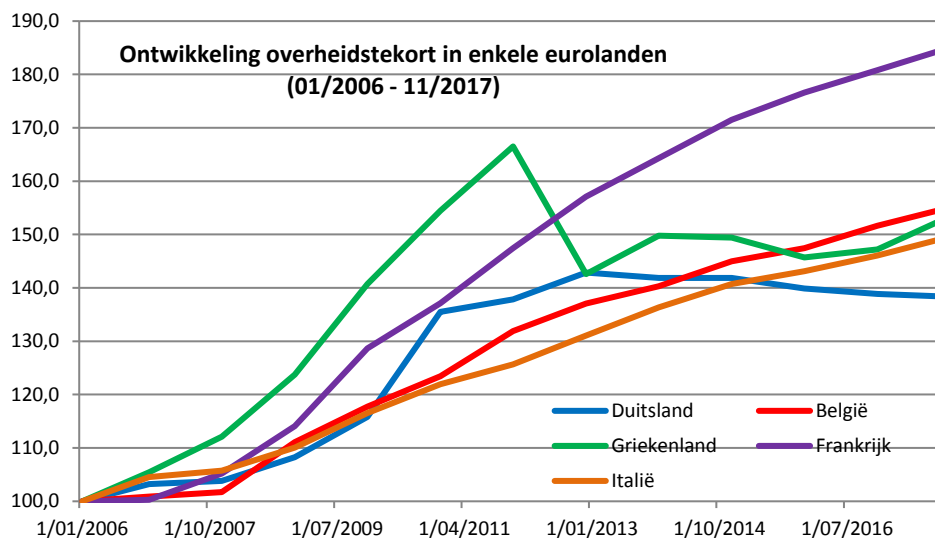
**Volgens de consensusverwachting zal de korte rente in 2018 in de Verenigde Staten drie keer worden verhoogd, maar niet zo in de eurozone en in Japan. Hoe dan ook betreft dit kleine verhogingen die het rentepeil nog steeds ruim onder het inflatiepeil houden. Aan de politiek van financiële repressie komt m.a.w. ook in 2018 geen einde.**

<sup>4</sup> Het mandaat van Jerome Powell gaat in principe in op 1 april 2018, op voorwaarde dat de voltallige Senaat zijn benoeming goedkeurt (dit was op 15/12/2017 nog niet gebeurd, maar zou probleemloos moeten verlopen).



### 1.2.8. De evolutie van de overheidsfinanciën

De overheden (inbegrepen de centrale banken) hebben wereldwijd alle registers open getrokken om de wereldeconomie eind 2008 - begin 2009 te behoeden voor een complete implosie. Ze zijn daarin geslaagd, maar de prijs die ze hiervoor dienden te betalen was een scherpe stijging van hun tekorten in combinatie met het oplopen van hun totale schuld. Vooral dit laatste baart zorgen; een jaarlijks deficit kan men immers relatief snel terugdringen, de gecumuleerde schuld blijft echter aangroeien. Onderstaande grafiek (bron: Eurostat) illustreert hoe de overheidsschulden in een aantal Europese landen sinds begin 2006 zijn gegroeid. Dit betreft geïndexeerde gegevens die uiteraard niets zeggen over de hoogte in absolute bedragen van de respectieve schulden. Wat vooral opvalt is de volgehouden, sterke stijging van de Franse overheidsschulden; op 12 jaar tijd stijgen ze met 85 procentpunt. De andere beschouwde landen doen het minder slecht; alleen in Duitsland is sprake van een echte schuldvermindering. Griekenland - dankzij de kwijtschelding van een deel van zijn schulden in 2013 - heeft de infernale schuldenaangroei een halt kunnen toeroepen, maar de prijs die hiervoor werd betaald onder de vorm onder andere van een negatieve economische groei en een torenhoge werkloosheid, is niet gering. Bovendien, sinds een paar jaar, zitten de schulden weer in de lift.



Buiten de eurozone, zijn de Amerikaanse en Japanse overheidsschulden sinds 1992 meer dan vervijfvoudigd. In Japan is bovendien sprake van een versnelling in de schuldenopbouw, onder meer als gevolg van de zogenaamde Abenomics, een poging van premier Abe om de economie op een hoger toerental te brengen door de overheidsuitgaven sterk te verhogen. Hoewel de wereldeconomie in de loop van 2017 is versneld, is het opvallend dat - enkele uitzonderingen niet te na gesproken (o.a. Duitsland en Zwitserland) - de totale schuldgraad maar blijft stijgen. Omdat ook de schulden van bedrijven en particulieren fors toenemen (vooral een gevolg van de ultralage rentepolitiek van de centrale banken), drijft de wereld op een steeds groter wordende schuldenocean. Het is best mogelijk dat die de komende jaren nog groter wordt, maar dit doet de vraag hoe interesten en kapitalen in de toekomst resp. betaald en afgelost zullen worden, alleen maar luider klinken.

**Het jaarlijkse overheidsdeficit vermindert in de eurozone en in de Verenigde Staten. Er is echter nog steeds een tekort waardoor de gecumuleerde schuld verder oploopt. Deze trend zal in 2018 niet keren. In Japan verslechtert de toestand van de overheidsfinanciën constant.**

### 1.2.9. Besluit

Volgens de consensus zal 2018 opnieuw een goed economisch jaar worden. Deze visie steelt op betere productiecijfers, een groter consumentenvertrouwen en op overheidsfinanciën die - met uitzondering van Japan - verder licht herstellen. Inflatie is geen probleem, wat de centrale banken toelaat hun politiek van financiële repressie verder te zetten. De wereldeconomie is echter nog niet teruggekeerd naar het groeipad van voor de economisch-financiële crisis van 2008-2009. Dat dit niet is gebeurd terwijl de rente nog steeds ultralaag is, de centrale banken met op kop de ECB en de BoJ nog steeds geld in de economie injecteren en de schuldenniveaus van bedrijven, gezinnen en overheden nog nooit zo hoog zijn geweest, is een grote zorg voor de toekomst.

### 1.3. De vooruitzichten van de wereldeconomie in 2018

Volgende tabel geeft het overzicht van de consensusprognoses wat betreft de wereldeconomie in 2018 en vergelijkt die met de verwachtingen voor het voorbije jaar.

	Verwachting 2017 (in %)	Prognose 2018 (in %)
Groei wereldhandel	4,2	4,0
BBP Eurozone	2,1	1,9
BBP Japan	1,5	0,7
BBP Verenigde Staten	2,2	2,3
BBP Brazilië	0,7	1,5
BBP China	6,8	6,5
BBP India	6,7	7,4
BBP Rusland	1,8	1,6
Inflatie geïndustrialiseerde landen	1,7	1,7
Inflatie opkomende landen	4,2	4,4

### 1.4. Algemeen besluit

Als gevolg van een soepeler budgettair beleid en - vooral - van het verdere herstel van het consumentenvertrouwen, zal de wereldeconomie in 2018 opnieuw groeien, weze het door de bank genomen iets minder snel dan dit jaar. In de hoog geïndustrialiseerde landen zal de inflatie zowat onveranderd blijven. Terwijl de Fed drie renteverhogingen zal doorvoeren, blijft de politiek van financiële repressie in Europa en Japan de dienst uitmaken: in deze regio's zijn renteverhogingen onwaarschijnlijk. Blijvende geopolitieke onzekerheden zoals rond de Brexit of de handelspolitiek van de Verenigde Staten, gaan hand in hand met stijgende macro-economische onevenwichten zoals de verder exponentieel oplopende schulden van bedrijven, consumenten en overheden en de steeds oplopende waardering van de financiële markten. Maar per saldo - en zonder zwarte zwanen - zou 2018 voor de wereldeconomie opnieuw een goed jaar moeten worden.

## DEEL II - DE VOORUITZICHTEN VAN DE GROTE ACTIVAKLASSEN

### 2.1. Hoever reikt de hausse?

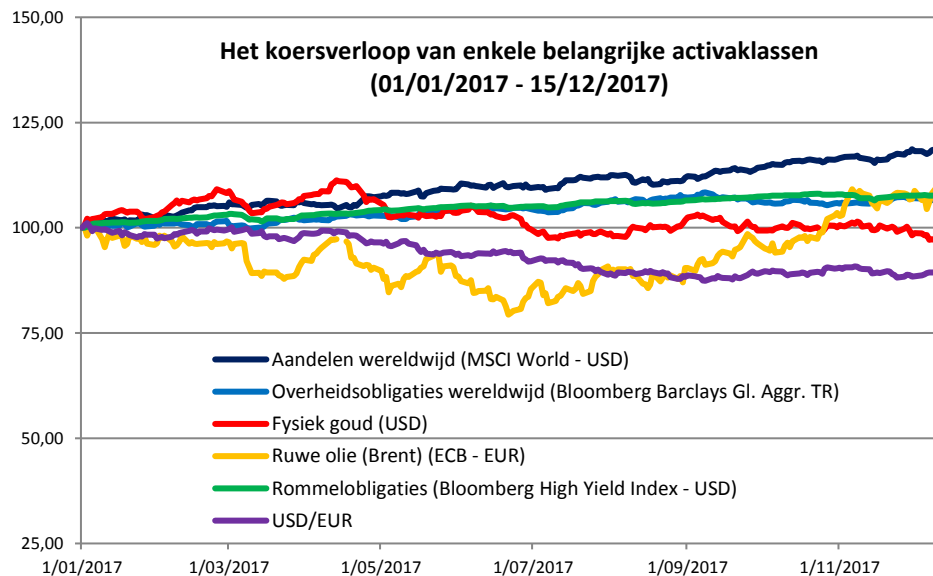
Net zoals wij kijken veel financieel analisten tussen half december en begin januari vooruit naar wat het volgende jaar van de financiële markten te verwachten. Deze vooruitzichten zijn goed onderbouwd, want steunen op de winstvooruitzichten van de bedrijven, op de verwachte ontwikkeling van een reeks macro economische variabelen (groei BBP, inflatie, werkloosheid...) en trachten zoveel mogelijk rekening te houden met de uitzonderlijke politiek van de grote centrale banken (de financiële repressie). Niettemin kan men slechts vaststellen dat die met de meeste zorg opgestelde prognoses in de realiteit maar al te vaak compleet waardeloos blijken te zijn. In de laatste maanden van 2016 zag het ernaar uit dat de verkiezing van Trump voor een heuse correctie zou zorgen. Het tegendeel gebeurde: de Amerikaanse beursgraadmeters bereikten in de loop van 2017 nieuwe historische hoogtepunten. Bovendien hebben niet alleen de aandelenmarkten uitbundig gereageerd; ook obligaties vierden mee, met op kop de meer speculatieve stukken. Dit doet de vraag rijzen hoever deze haussetendens nog kan dragen. Volgende voorbeelden (een selectie uit nog veel meer andere) zouden erop kunnen wijzen dat de bomen niet tot in de hemel groeien.

- In totaal hebben de drie grootste centrale banken per einde november 2017 voor meer dan 3.000 miljard USD activa opgekocht (merendeels overheidsobligaties, maar ook almaar meer bedrijfsobligaties, aandelen en trackers). Nochtans draait de wereldeconomie vandaag niet slecht en zijn de vooruitzichten voor 2018 goed. Waarom dan zo'n sterk expansief beleid handhaven?
- De wereldwijde schulden (bedrijven, consumenten en overheden) overschreden einde juni 2017 230.000 miljard USD. Dit komt overeen met ongeveer 330% van het wereldwijde BBP, een nieuw historisch record.
- Europese rommelobligaties waarvan de terugbetaling van de hoofdsom onzeker is (rating S&P's B en lager) worden verhandeld tegen een rente van nauwelijks 2%.
- De volatiliteit van de grootste beursindices (Dow Jones, S&P 500, FTSE100...) was sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog nog nooit lager. Hetzelfde geldt voor de volatiliteit van onder meer Amerikaanse en Duitse overheidsobligaties. Dit duidt op een zeer grote gemoedsrust bij beleggers.
- Leningen van bedrijven als AB-Inbev zijn zo duur dat de rentevergoeding tot op de eindvervaldag negatief is. Dit is uiteraard enkel mogelijk omdat de ECB ze opkoopt. Omdat de schulden van minder grote bedrijven niet in aanmerking komen om door de ECB te worden opgekocht, holt de ECB - een overheidsinstelling - de gezonde concurrentie uit.
- Op 15 november werd een aan Leonardo da Vinci toegeschreven werk (Salvator Mundi) voor 450 miljoen USD verkocht. Dit schilderij werd zwaar gerestaureerd. Bovendien twijfelen een aantal deskundigen aan zijn authenticiteit.
- ICO's (*Initial Coin Offering*) die virtuele betalingsoplossingen aanbieden op de manier van Bitcoin, halen honderden miljoenen dollar op. De prijs van één Bitcoin heeft op 12 december 17.000 USD overschreden: meer dan een vertienvoudiging op één jaar. Sommige analisten zien de prijs van een Bitcoin tot meer dan 50.000 USD stijgen.

Nog veel meer voorbeelden van overdrijving op de financiële markten liggen voor het rapen. **Daarom dienen de vooruitzichten van de grote activaklassen zoals besproken in de volgende pagina's te worden gelezen met in gedachten de hoge tot extreme waardering die vooral aandelen en obligaties intussen hebben bereikt.**

De ontwikkeling in 2017 van de grote activaklassen blijkt uit de volgende grafiek (van 1 januari tot en met 15 december 2017). In 2017 presteerden aandelen wereldwijd duidelijk het beste, gevolgd door

rommelobligaties en overheidsobligaties (resp. + 19,0%, +7,7% en +6,8%). Ook ruwe olie sloot met winst (+6,5%) na echter een tumultueus verloop (-20,2% op 22 juni). Fysiek goud (USD) presteerde het zwakst (-2,6%). Tegenover de eenheidsmunt verloor de Amerikaanse dollar over de beschouwde periode iets meer dan 11%. Omdat de koersevolutie van de MSCI World, de overheids- en rommelobligaties en het fysieke goud in USD zijn uitgedrukt, ligt de prestatie van deze indices in EUR ongeveer 11% lager en kan voor een EUR belegger bijgevolg negatief zijn.



Opnieuw dringt dezelfde conclusie als voor de voorgaande jaren zich op: **zonder het nemen van (veel) risico, is het realiseren van een noemenswaard rendement niet mogelijk.**

**Het gegeven dat risicoloos beleggen vandaag wordt beboet** (zie de negatieve rente op bijvoorbeeld Duitse overheidsobligaties met een resterende looptijd van vijf jaar), **staat haaks op de financiële theorie.** Deze zegt namelijk dat men hoe dan ook een vergoeding moet krijgen indien men een bedrag voor een bepaalde termijn risicoloos belegt: men kan er dan immers niet meer over beschikken. Onder risicoloos beleggen wordt doorgaans verstaan het beleggen in kortlopende schatkistcertificaten. De rente die hierop wordt verdiend, vormt dan de minimale rente. Per definitie moeten meer risicovolle beleggingen een hoger rendement opleveren; dit is de vergoeding die men krijgt om risico te willen nemen. Stel dat de risicovrije rente gelijk is aan 2%, dan zal een overheidsobligatie met een resterende looptijd van vijf jaar bijvoorbeeld 4% opbrengen, een bedrijfsobligatie van middelmatige kwaliteit met eenzelfde resterende looptijd 6% en blue chips aandelen 8% (inclusief dividenden). Een portefeuillebeheerder die in dit voorbeeld een rendement voor kosten van bijvoorbeeld 2,5% realiseert, zal dan zwaar onderpresteren, zeker indien hij op de koop toe in risicovollere effecten heeft belegd.

**Basisbegrippen uit de financiële economie zoals de Sharpe en informatieratio's of nog de moderne portefeuilletheorie (MPT) hanteren het concept 'risicoloze belegging met minimaal rendement' als hoeksteen om er een hele theorie op te bouwen.** Echter, wanneer een risicoloze belegging geen rendement meer oplevert maar integendeel geld kost, verliezen deze theorieën ieder praktisch nut. Immers, een veilige belegging genereert dan 0% tot zelfs een negatief rendement: waarom zou iemand hierin nog willen beleggen? Het is dan immers veel logischer het geld op een zichtrekening te laten staan. Slechts indien men ervan uit gaat dat men een nog grotere gek kan vinden om de eigen belegging met negatief rendement duurder over te kopen (*'greater fool theory'*), kan men dergelijke

belegging rationeel noemen<sup>5</sup>. Het is dan echter geen belegging meer, maar zuivere speculatie. Aangezien beleggers doorgaans rationeel handelen (behalve in perioden van grote onzekerheid zoals tijdens de crisis 2008-2009) kunnen hieruit de volgende besluiten worden getrokken.

- i) De politiek van monetaire repressie ondergraaft de belangrijkste financiële theorieën.
- ii) Aangezien beleggen met de bedoeling een negatief totaalrendement te realiseren induist tegen iedere (economische) logica, dwingen de grote centrale banken beleggers tot het nemen van meer risico, d.w.z. ze dwingen beleggers te kiezen voor meer volatiele activaklassen dan anders wellicht het geval zou zijn.
- iii) De curve die het totaalrendement afzet tegenover het genomen risico, verschuift naar beneden: voor een conservatieve belegger is geen kapitaalverlies lijden al een succes, terwijl meer risicotolerante beleggers genoeg moeten nemen met veel lagere totaalrendementen.

**Het langjarig historische rendement van aandelenbeleggingen** (gemiddeld ongeveer 9% per jaar inclusief dividenden, maar zonder verrekening van inflatie) **is niet realistisch meer**. Hiermee rekening houdend, zijn de gerealiseerde rendementen in 2017 in USD van 19,0% voor wereldwijde aandelen en van 6,8% voor overheidsobligaties (zie hoger - per 15/12/2017), helemaal niet zo laag, integendeel zelfs<sup>6</sup>. Daarom is de kernvraag of deze grote activaklassen ook in 2018 nog positief zullen evolueren. Met andere woorden, **wordt er een vervolg gebreed aan de hausse die wat de Amerikaanse beurzen betreft als sinds maart 2009 voortduurt? Of hebben de financiële markten een voorschot genomen op toekomstige ontwikkelingen en staan nu enkele magere beursjaren voor de deur?**

## 2.2. Geldmarktbeleggingen

**De Verenigde Staten hebben op 13 december de derde renteverhoging in 2017 doorgevoerd; de korte rente bedraagt nu 1,50%**. Afscheidnemend voorzitter Janet Yellen (ze wordt in principe op 1 april 2018 opgevolgd door Jerome Powell, nu al Fed bestuurder) heeft laten verstaan dat er in 2018 drie bijkomende renteverhogingen van ieder 0,25% zijn gepland. **De korte rente zou hierdoor per 31/12/2018 uitkomen op 2,25%**. Tegelijkertijd zal de Fed de politiek om geleidelijk aan de monetaire versoepeling terug te draaien, verder zetten. Ook werden de economische vooruitzichten voor de Verenigde Staten door de Fed op 13 december opwaarts herzien, onder meer omdat de senaat de door president Trump voorgestelde belastingverlagingen in eerste lezing had goedgekeurd. Dit doet sommige analisten besluiten dat misschien zelfs vier renteverhogingen volgend jaar mogelijk zijn. Politiek is Powell een Republikein (Yellen was een Democraat), maar de markt verwacht niet dat de toekomstige Fed voorzitter een sterk verschillende koers van die van Yellen zal varen. Een factor van onzekerheid is dat president Trump nog drie bijkomende Fed bestuurders moet benoemen. Indien die een meer traditionele monetaire koers zouden voorstaan, stijgen de kansen van een vierde renteverhoging. **Hoe dan ook nemen de Verenigde Staten het voortouw wat betreft het verlaten van het tijdperk van monetaire repressie**, uiteraard voor zover de Amerikaanse economie het verwachte groeppad volgt en geen 'zwarte zwanen' de vooruitzichten onderuit halen.

Hoewel de economieën van de eurozone en die van Japan een duidelijk herstel vertonen, zijn de respectievelijke centraal bankiers niet van plan de korte rente te verhogen. Vooral wat de ECB betreft, is dit onbegrijpelijk omdat de economie sinds midden 2016 almaar versnelt, de werkloosheid constant daalt en de inflatie oploopt. Slechts tot het licht terugschroeven van het opkoopvolume van allerlei

---

<sup>5</sup> Al dient dit genuanceerd: sommige institutionele beleggers zoals verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen worden door de overheid verplicht in overheidsobligaties te beleggen, zelfs al kennen die dus een negatief eindrendement. Dit kan de solvabiliteit van die instellingen op termijn in het gedrang brengen.

<sup>6</sup> Uiteraard moet voor een EUR belegger rekening worden gehouden met de evolutie van de EUR tegenover de USD.

obligaties tot 30 miljard EUR per maand, werd beslist. Aan de andere kant, werd dit programma verlengd tot minstens einde september 2018. Met andere woorden het normaliseren van de ECB balans is verre toekomstmuziek. Ook de BoJ koopt verder allerlei effecten op, van overheidsobligaties, over beursgenoteerde aandelen tot vastgoedtrusts. **De kwantitatieve versoepeling die in de Verenigde Staten wat wordt afgezwakt, viert in de eurozone en Japan nog steeds hoogtij: netto pompen de drie grote centrale banken dus nog steeds veel extra geld in de economie<sup>7</sup>. De consensusverwachting voor einde van 2018 wat betreft het korte tarief voor de eurozone en Japan, is resp. 0,00% en -0,10%, m.a.w. in de loop van 2018 worden er geen aanpassingen verwacht.**

Wat betreft de particuliere belegger, blijft er het alternatief van hoogrentende spaarboekjes. Op 15 december 2017 is het op die wijze mogelijk een bruto rendement binnen te halen van 1,20% (Deutsche Bank België DB Saving Plan). Dankzij de fiscale vrijstelling van de roerende voorheffing tot een interestinkomen van 940 EUR per persoon en per instelling (vanaf inkomsten 2018), is voor veel spaarders dit bruto bedrag ook een netto bedrag. **Dergelijke rendementen zijn aantrekkelijk vergeleken met deze van termijrekeningen of obligaties (zie verder)**, waarop steeds de roerende voorheffing (RV) van 30% van toepassing is. Anderzijds mag men niet uit het oog verliezen, dat zelfs 1,20% netto opbrengst niet volstaat om het Belgische inflatieritme van ongeveer 2% goed te maken.

## Besluit

**De ECB en de BoJ zullen de korte rente in 2018 behouden op het ultralage peil van resp. 0,00% en -0,10%. De Fed zal de korte rente tegen einde 2018 wellicht optrekken tot 2,25%. Liquiditeiten (EUR, JPY, USD) belegd op spaarboekjes, op termijrekeningen, in kasbons of in tak 21 verzekeringen moeten daarom niet worden gezien als rendementsgeneratoren, maar als veilige havens. In de huidige omstandigheden kiezen voor deze grote activaklasse, is dus op de eerste plaats kiezen voor kapitaalbescherming, niet voor rendement. Echter, zelfs hoogrentende spaarboekjes beschermen niet tegen koopkrachtverlies. Geldbeleggingen zijn daarom nog steeds niet aangewezen.**

## 2.3. Vastrentende beleggingen op halflange en lange termijn (obligaties)

### 2.3.1. Obligaties in EUR

In theorie weerspiegelt de lange rente de inflatievooruitzichten. Omdat deze voor 2018 licht oplopen, zouden normaliter ook de obligatierendementen moeten aantrekken, volgens de vuistregel dat de rente op lange termijn gelijk is aan 2% verhoogd met de inflatievooruitzichten. M.a.w. een lange rente rond 3,7% voor de eurozone is dan de uitkomst. **Maar het rentepeil van overheidsobligaties is steeds meer functie van ingrepen door de centrale banken.** Ze zorgen ervoor dat de rente abnormaal laag blijft tot zelfs negatief is, ook voor landen waar de economie flink groeit. Na verrekening van de verwachte inflatiestijging, is de reële rentevergoeding op alle looptijden tot 30 jaar negatief. **Als gevolg van de ingrepen van de ECB die o.a. bestaan uit het systematisch opkopen van EUR overheidsobligaties, zal hierin in 2018 geen verandering komen.** Integendeel, deze acties verschrallen het obligatieaanbod waardoor de marktwerking nog verder scheef wordt getrokken.

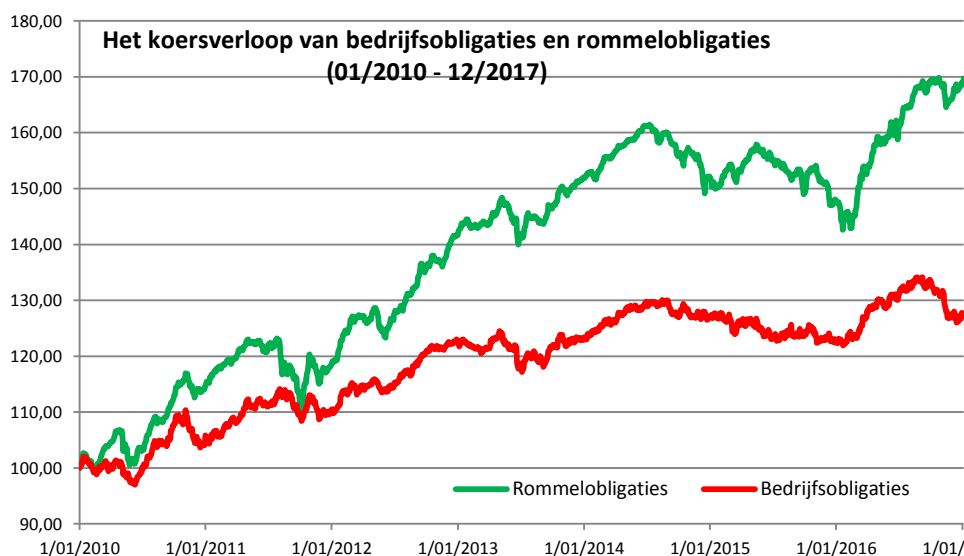
Overheidsobligaties in EUR van de beste kwaliteit zijn daarom minder dan ooit aan te raden, des te meer omdat ze tegen alle verwachtingen in ook in 2017 een positief rendement (interest + koerswinst) hebben laten zien. Hierdoor is hun overwaardering nog verder toegenomen<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Ook andere centrale banken met op kop de Chinese, blijven dit doen.

<sup>8</sup> Daarom is het een goed idee om obligaties die ruim boven 100% noteren, te verkopen. Men stelt op die manier niet alleen de verworven meerwaarde veilig, maar ontloopt ook de 30% RV op alle toekomstige coupons.

**De consensusverwachting voor de opbrengst van Duitse tienjarige overheidsobligaties (interestcoupon + meer/minderwaarde) is per einde 2018 met -0,10% licht negatief.** Deze prognose is gebaseerd op het zich versneld doorzetten van het economische herstel in de eurozone en het wegblijven van ontwrichtende gebeurtenissen. Mochten deze zich toch voordoen, dan zullen Duitse *Bunds* nog meer dienst doen als veilige haven, wat zal leiden tot nog lagere (lees 'negatievere') rendementen en hogere koersen. Aan de andere kant kan niet worden uitgesloten dat het economische herstel nog meer vaart krijgt dan algemeen verwacht. Zou dit gebeuren, dan kan de Duitse lange rente oplopen richting 1,5% tegen einde 2018 en dit ondanks het verder opkopen van EUR overheidsobligaties door de ECB. Dergelijke ontwikkeling zal op de obligatiekoersen wegen (een hogere rente leidt tot lagere koersen). Wat de zuidelijke eurolanden betreft, is de consensus dat de interventies van de ECB de lange rente laag zullen houden. Deze verwachtingen steunen op de overtuiging dat de ECB bij machte is het renteverloop ook op de lange termijn naar haar hand te zetten, o.m. dankzij het systematisch opkopen van EUR overheidsobligaties. We delen dat optimisme niet. Er is een grens aan wat een centrale bank kan doen om het economisch gebeuren te beïnvloeden; **de 'maakbaarheid' van de financiële toekomst is beperkt.** Specifiek wat de eurozone betreft, is de eenheidsmunt onderhevig aan middelpuntvliedende krachten onder andere wat betreft het sociale beleid en de economische politiek in ieder euroland. Bovendien werkt de rentestijging in de Verenigde Staten als een magneet: het is onwaarschijnlijk dat de lange EUR rente niet zal stijgen zo de Fed ook volgend jaar nog minstens drie keer de rente verhoogt.

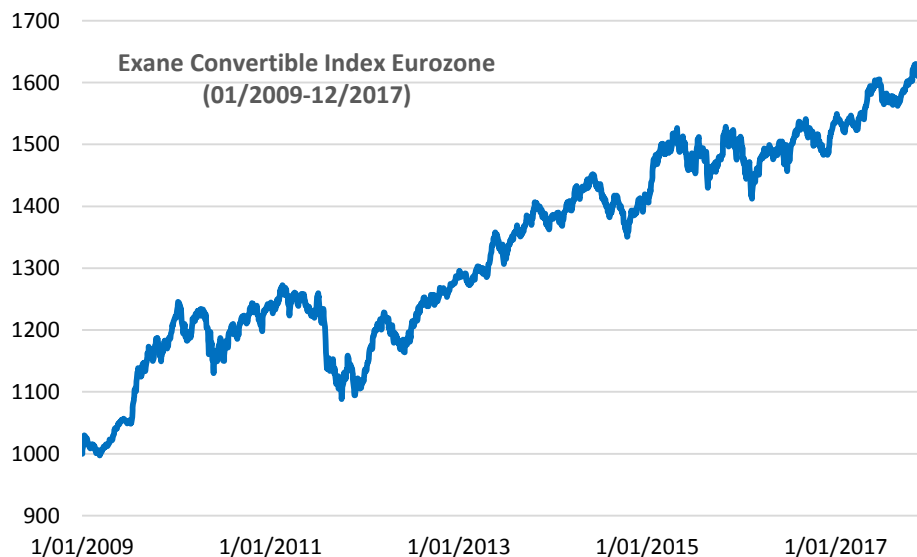
**Het obligatielandschap is verscheiden.** Bedrijfsobligaties en hoogrentende obligaties hebben sinds het losbarsten van de financiële crisis een ander parcours afgelegd dan overheidsobligaties van topkwaliteit. Eerst werden deze stukken geslachtofferd in een onstuitbare vlucht naar de schijnbaar veilige haven van overheidsobligaties van de beste kwaliteit. Nadien - toen beleggers zich realiseerden dat de overheden de economie voor een complete meltdown gingen behoeden - herstelden ze spectaculair. Vandaag noteren bedrijfsobligaties en rommelobligaties op recordniveau (zie grafiek hieronder - Bloomberg Barclays Global Investment Grade Corporate Bond Index en Bloomberg Barclays Global High Yield Index, in USD). Als gevolg van de politiek van monetaire repressie, hebben ze sinds begin 2010 een mooi parcours afgelegd. **Dit is vooral zo voor rommelobligaties. Deze noteren almaar duurder en vertolken allerminst het gelopen risico. Rommelobligaties zijn gevaarlijke beleggingen.**



Naarmate de eindvervaldag van een obligatie nadert, zal de koers hoe dan ook naar 100% tenderen. Bovendien, zo de rente stijgt, zullen de koersen dalen. Zo men na verkoop in obligaties wil blijven beleggen, kiest men best voor kortlopende stukken die rond 100% noteren.

**Achtergestelde, eeuwigdurende obligaties zijn een verhaal apart.** Veelal uitgegeven door financiële instellingen, waren ze een van de grote slachtoffers van de financiële crisis. Stukken uitgegeven door banken die in de problemen geraakten, verloren zwaar of werden waardeloos. Bovendien respecteerden een aantal financiële instellingen de ongeschreven regel niet om op de tussentijdse vervaldag (doorgaans 5 of 10 jaar na uitgiftedatum) deze effecten tegen pari terug te kopen. Anderzijds gingen andere banken over tot gedeeltelijke vervroegde terugkoop. Ook hier doet de financiële repressie zich gevoelen: de politiek van ultra lage rente jaagt beleggers naar dit soort effecten - die weliswaar ook obligaties zijn - maar die een heel ander risicoprofiel kennen dan niet achtergestelde effecten van dezelfde emittent. **Hun huidig rendement vertolkt bijlange na niet het risico dat ze vertegenwoordigen.**

Converteerbare obligaties van 'investment grade' kwaliteit hebben sinds 1996 kunnen genieten enerzijds van de constante daling van de rentevoeten en anderzijds van de stijging van de aandelenmarkten (zie grafiek hieronder - Exane Convertible Index Eurozone). Half december 2017 noteert deze index op een historische topkoers.



**Inmiddels noteren ook converteerbare EUR obligaties zeer duur. Hun interestcomponent is in veel gevallen marginaal geworden, zodat hun verdere stijging vooral afhankelijk van het klimaat op de aandelenmarkten (zie verder).** Bovendien kopen veel bedrijven uitstaande convertibles met hoge interestcoupon vervroegd terug en vervangen ze door goedkoper schuldpapier. Voor 2018 achten we hun potentieel niet groot, gelet op het al hoge niveau van de beurzen en de onwaarschijnlijkheid dat de rente nog daalt.

Wat betreft **inflatiegekoppelde obligaties** ('*Treasury Inflated Protected Securities*' of TIPS), gelden een aantal waarschuwingen. Op de eerste plaats hoeft voor deze obligaties - die bijna allemaal overheidsobligaties zijn - hetzelfde voorbehoud gemaakt te worden als voor iedere overheidsobligatie: de kwaliteit van de emittent primeert (de kwaliteit van een Amerikaanse TIPS kan moeilijk vergeleken worden met een Griekse inflatiegekoppelde obligatie). Daarnaast loopt de Amerikaanse lange rente wellicht verder op (zie hoger), resulterend in lagere koersen voor bestaande stukken. Inflatiegekoppelde obligaties ontsnappen hier niet aan. Tenslotte mag men niet vergeten dat de rentecoupon van inflatiegekoppelde obligaties afhankelijk is van het optreden van inflatie (de nominale coupon is veel lager dan die van een niet inflatiegekoppelde obligatie met dezelfde looptijd en uitgegeven door dezelfde emittent). **Het voorgaande geeft aan dat inflatiegekoppelde overheidsobligaties een extra risico kennen bovenop de risico's van klassieke overheidsobligaties:** het risico dat de inflatie niet stijgt, laat staan negatief wordt (deflatie) en men bijgevolg belegt in

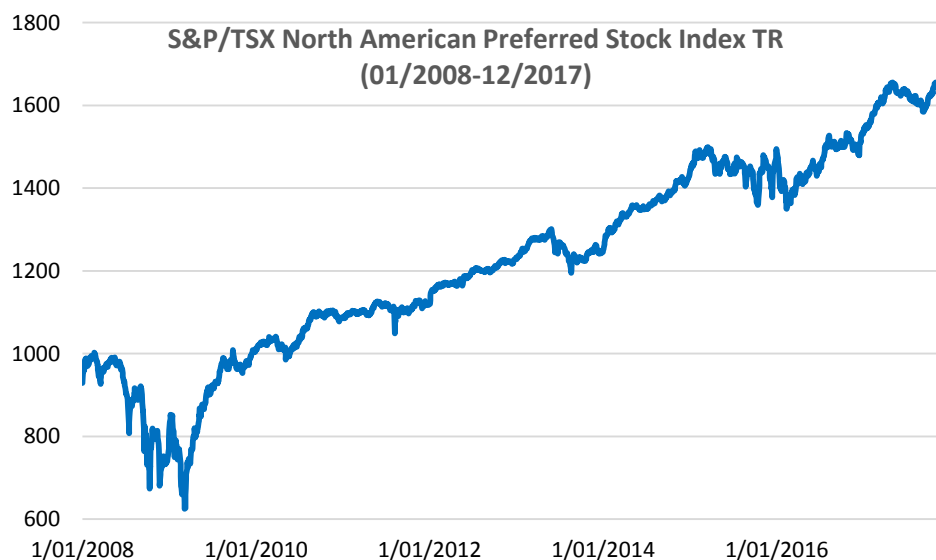


stukken met een lager rendement dan dat van klassieke overheidsobligaties. **Omdat inflatie en inflatieverwachtingen een grote rol spelen** voor de koersvorming van TIPS, **kennen deze stukken een meer volatiel verloop** dan gewone overheidsobligaties, uitgegeven door dezelfde soevereine staat en met dezelfde looptijd.

### 2.3.2. Obligaties in USD

In tegenstelling tot EUR en JPY obligaties, is de verwachting dat de lange rente in USD in de loop van 2018 in sympathie met de groeiende economie verder oploopt om tegen het einde van het jaar rond 3% te schommelen. Indien deze consensusverwachting wordt bewaarheid, betekent dit dat alle Amerikaanse obligaties met koersverlies zullen geconfronteerd worden. Nog minder dan obligaties uit de andere grote monetaire blokken, zijn Amerikaanse obligaties daarom aanraders. Niettemin is het onwaarschijnlijk dat de rente op korte tot lange termijn sterk stijgt. **De consensusverwachting voor wat betreft de totale opbrengst van Amerikaanse overheidsobligaties op tien jaar ligt per einde 2018 op -1,4%.** Dit cijfer impliceert dat de interestcoupon meer dan wordt opgegeten door verliezen als gevolg van dalende koersen.

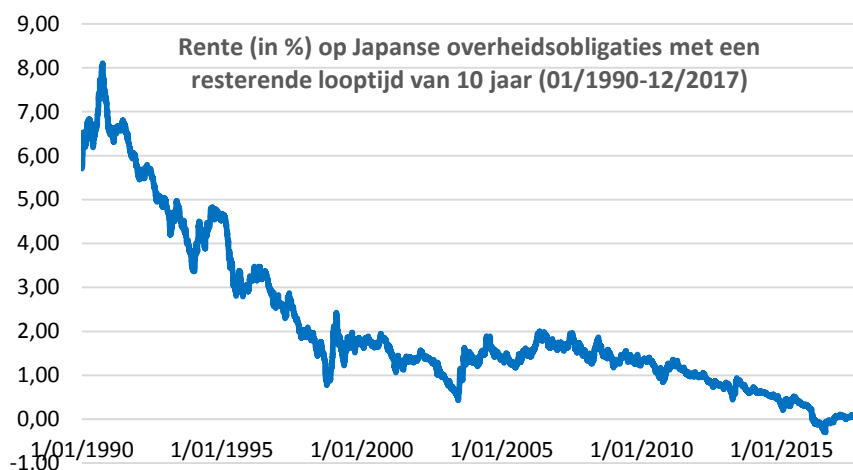
**Een bijzonder type effecten dat vooral in de Verenigde Staten geliefd is, betreft preferente aandelen.** Hoewel het vanuit juridisch oogpunt aandelen zijn, bezitten deze effecten heel wat eigenschappen van obligaties zoals een vaste looptijd en een vast rendement (ze hebben tegelijkertijd kenmerken van schuldinstrumenten en van eigendomstitels). Daarom behandelen we ze hier kort. Preferente aandelen zijn effecten die bevoorrecht zijn tegenover gewone aandelen (vandaar de naam) omdat ze bij de mogelijke liquidatie van het bedrijf dat ze heeft uitgegeven voor de gewone aandelen worden terugbetaald. Preferente aandelen kennen een vaste looptijd, betalen een dividend dat is vastgelegd als een percentage van de nominale waarde (doorgaans 25 of 50 USD per effect), kunnen eventueel worden omgezet in gewone aandelen, en kunnen door de emittent eventueel vervroegd worden terugbetaald.



Preferente aandelen zijn voor veel beleggers een aantrekkelijk alternatief omdat ze een hoog rendement (dat vaak om het kwartaal wordt uitgekeerd) koppelen aan een minder volatiel koersverloop. De voorkeur gaat naar preferente aandelen die onder hun nominale waarde van doorgaans 25 of 50 USD noteren, die nog minstens enkele jaren lopen en die zijn uitgegeven door bedrijven met een goede kredietwaardigheid. Zoals de grafiek bovenaan aantoon, heeft de crisis van 2008-2009 ook hier voor veel volatiliteit en tijdelijk zware koersverliezen gezorgd. Daarom verdient het aanbeveling in dit type obligaties uitsluitend via fondsen te beleggen.

### 2.3.3. Obligaties in JPY

De Bank of Japan (BoJ) is in de voorgaande jaren uitgegroeid tot de kampioen van de kwantitatieve versoepeling, die in Japan niet alleen betrekking heeft op de aankoop van overheidsobligaties, maar ook op die van aandelen en vastgoedfondsen (zie verder). Officiële bedoeling hiervan is de economische groei aan te zwengelen door een gevoel van rijkdom te creëren (dankzij hogere beurskoersen - het zgn. *'wealth effect'*) en de inflatie permanent op een niveau van rond 2% te brengen zodat de consumptie wordt aangemoedigd. Tot nog toe heeft dit beleid niet de bedoelde gevolgen gehad. Hoewel de Japanse beursindices flink zijn gestegen en de inflatie wat is aangetrokken, blijft de economie slechts matig groeien; het IMF verwacht voor 2019 zelfs een terugval. **De realiteit is dat de BoJ niet anders kan dan Japanse overheidseffecten op te kopen, zo niet stevent het land op het faillissement af.** Door Japanse overheidsschulden in steeds grotere mate op te kopen<sup>9</sup> monetariseert ze de overheidsschuld. Dit betekent dat ze een steeds groter percentage van de overheidsuitgaven (zowel investeringen als courante uitgaven) financiert. Omdat de BoJ voor 55% in handen is van de Japanse overheid (het is net zoals de Nationale Bank van België een van de weinige centrale banken die op de beurs noteert<sup>10</sup>), komt dit neer op een broekzak/vestzak operatie. Daarnaast zijn er steeds minder houders van Japanse overheidsobligaties buiten de BoJ zelf en de door de Japanse overheid gecontroleerde financiële instellingen. Daarom zou op termijn kunnen worden besloten om deze schulden te vernietigen<sup>11</sup>. Dit is de reden waarom de financiële wereld niet erg ongerust is over de optisch torenhoge Japanse overheidsschulden en bijv. de yen zich sterk houdt. Niettemin is deze gang van zaken op termijn nefast voor de interne financiële evenwichten. Het in de economie geïnjecteerde geld (rechtstreeks door de overheid en onrechtstreeks door de BoJ via het opkopen van allerlei effecten) verhoogt de geldhoeveelheid in grote mate. Daarom is het essentieel dat de rente ultralaag tot negatief blijft. Op die manier wordt vermeden dat de overheid wordt verplicht almaar meer schuld te maken (om oplopende interesten te kunnen betalen) die dan door de BoJ moeten worden opgekocht. Daarom is een van de belangrijkste doelstellingen van de BoJ de lange rente zo laag mogelijk te houden, iets waar ze volgens onderstaande grafiek bijzonder goed in slaagt.



**Beleggen in Japanse overheidsobligaties met een verwacht totaalrendement per einde 2018 van 0,0%, is af te raden omdat de marktwerking compleet is verstoord door de acties van de BoJ. Bovendien is er voor de EUR belegger het risico dat de JPY aan waarde inboet.**

<sup>9</sup> De BoJ koopt quasi alle nieuw uitgegeven overheidsleningen op en bezit midden december 2017 bijna 60% van de totale Japanse overheidsschuld. Buitenlanders bezitten nauwelijks Japanse overheidsobligaties.

<sup>10</sup> De andere zijn de Griekse en de Zwitserse nationale bank.

<sup>11</sup> Als de Japanse overheid tegelijkertijd schuldenaar is (via de uitgegeven obligaties) en schuldeiser (dankzij de door de BoJ gekochte obligaties), zijn er geen praktische belemmeringen om in die richting te denken.

## 2.3.4. Besluit

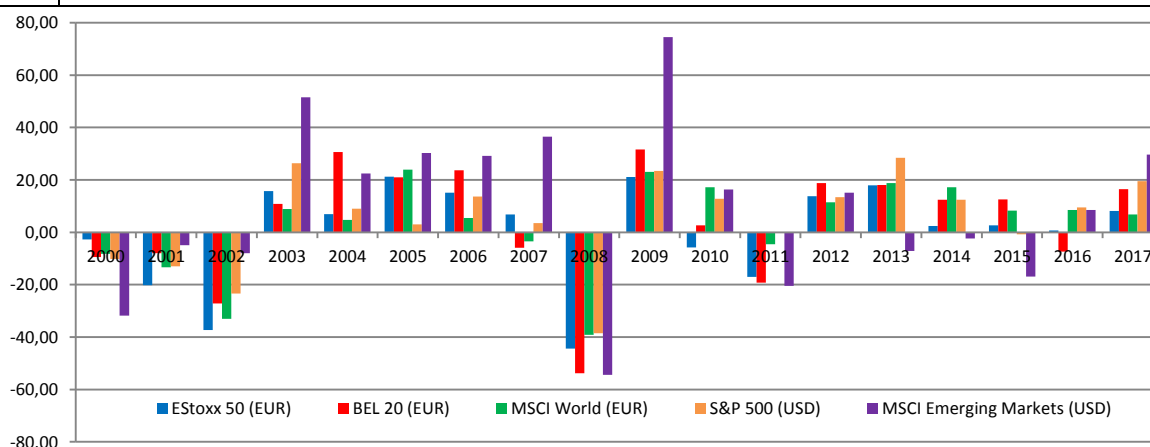
Volgens de consensus bieden obligaties in 2018 weinig kansen. Niettemin, dit was ook de verwachting voor 2016 en 2017, jaren waarin obligaties goed scoorden. De rol van de centrale banken voor wat betreft de toekomstige prestaties van deze grote activaklasse is allesbepalend. Ze komen actief op de markten tussen zodat een correcte prijsvorming niet mogelijk is en normale waarderingen worden bemoeilijkt, zo niet onmogelijk gemaakt. De neerwaartse druk op de rente vooral in de eurozone en in Japan kan dus nog even aanhouden.

## 2.4. Aandelen

### 2.4.1. Aandelen - Algemeen

In 2017 hebben een reeks aandelenindices waaronder de S&P500, de Dow Jones Industrials (DJI) en de FTSE100 - opnieuw - historische maxima bereikt. De belangrijkste Europese index, de EuroStoxx50, is op 15 december 2017 met een verlies van 34,8% nog ver verwijderd van zijn historische topkoers van 6 maart 2000 (5464,43 punten). Volgende tabel, resp. grafiek, lichten de prestaties van een aantal beursindices toe (data 2017 t.e.m. 15 december).

Jaar	ESToxx50 (EUR)	% verschil per jaar	BEL 20 (EUR)	% verschil per jaar	MSCI World (EUR)	% verschil per jaar	S&P 500 (USD)	% verschil per jaar	MSCI Em. Mks. (USD)	% verschil per jaar
1999	4904.46		3340.43		144.75		1469.25		489.42	
2000	4772.39	-2.69	3024.49	-9.46	132.83	-8.23	1320.28	-10.14	333.79	-31.80
2001	3806.13	-20.25	2782.01	-8.02	115.09	-13.36	1148.08	-13.04	317.4	-4.91
2002	2386.41	-37.30	2025.04	-27.21	77.09	-33.02	879.82	-23.37	292.09	-7.97
2003	2760.66	15.68	2244.18	10.82	83.9	8.83	1111.92	26.38	442.78	51.59
2004	2951.01	6.90	2932.62	30.68	87.85	4.71	1211.92	8.99	542.17	22.45
2005	3578.93	21.28	3549.25	21.03	108.89	23.95	1248.29	3.00	706.48	30.31
2006	4119.94	15.12	4388.53	23.65	114.89	5.51	1418.3	13.62	912.65	29.18
2007	4399.72	6.79	4127.47	-5.95	110.97	-3.41	1468.36	3.53	1245.59	36.48
2008	2447.62	-44.37	1908.64	-53.76	67.6	-39.08	903.25	-38.49	567.04	-54.48
2009	2964.96	21.14	2511.62	31.59	83.16	23.02	1115.1	23.45	989.47	74.50
2010	2792.82	-5.81	2578.6	2.67	97.43	17.16	1257.64	12.78	1151.38	16.36
2011	2316.55	-17.05	2083.42	-19.20	93.02	-4.53	1257.6	0.00	916.39	-20.41
2012	2635.93	13.79	2475.81	18.83	103.67	11.45	1426.19	13.41	1055.2	15.15
2013	3109.00	17.95	2923.82	18.10	123.09	18.73	1831.37	28.41	979.49	-7.17
2014	3146.43	2.43	3287.91	12.45	144.28	17.22	2058.90	12.42	956.31	-2.37
2015	3267.52	2.60	3700.30	12.54	156.30	8.33	2043.94	-0.73	794.14	-16.96
2016	3290.52	0.70	3427.61	-7.37	169.54	8.47	2238.83	9.54	862.27	8.58
2017	3560.53	8.21	3992.27	16.47	181.00	6.76	2675.81	19.52	1118.50	29.72



Voor zover als nodig bevestigen bovenvermelde cijfers dat de ontwikkelingen op de aandelenmarkten sinds het jaar 2000 een volatiel verloop kennen. Tot 2003 implodeerden de beurzen als gevolg van het springen van de TMT-bel en het over de kop gaan van een aantal grote bedrijven (Enron, Consec, Worldcom...). Op de eerste plaats de Fed heeft hiertegen gereageerd door de korte rente sterk te verlagen en de kredietverlening te vergemakkelijken. Deze maatregelen ondersteunden de beurzen in de jaren 2003 t.e.m. 2006. Maar vooral de Amerikaanse huizenmarkt bleek te profiteren van deze politiek van goedkoop geld. Tot de subprimecrisis die ballon doorprikte. De beurzen crashten met die van de ontlukende landen op kop (-54,5% in 2008). Opnieuw togen de centraal bankiers aan het werk. De rentevoeten zochten nooit geziene dieptepunten op - sommige werden zelfs negatief - en de economie werd gestut door massale door de overheid gefinancierde relanceprogramma's. De geschiedenis herhaalde zich. In 2009 herstelden de beurzen, wat het jaar daarop magertjes werd overgedaan. Maar de overheden hadden hun krachten overschat: hun deficits liepen snel op evenals hun geaccumuleerde tekorten. Hogere belastingen en besparingen moesten het tij keren, maar net het tegengestelde gebeurde. In de Europese Unie kregen de economieën van de PIIGS landen flinke klappen. In die mate dat Griekenland in een depressie terecht kwam. De beurzen met uitzondering van de Noord-Amerikaanse, verloren in 2011 tot 20%. In de volgende jaren werd dit echter goedgemaakt, opnieuw met dank aan de grote centrale banken die op een nooit geziene schaal geld bijdrukken.

**Vandaag spelen de centrale banken overal ter wereld meer dan ooit de eerste viool.** Ze drukken de rentevoeten op korte en lange termijn en vooral - iets wat sinds de Tweede Wereldoorlog in het Westen en Japan nooit is gezien - ze kopen staatspapier op met de bedoeling de financiering van de overheid te vergemakkelijken. Vooral de BoJ bezondigt zich hieraan, maar de ECB steekt haar Japanse collega naar de kroon. Het programma van kwantitatieve versoepeling werd weliswaar tot 30 miljard EUR per maand verminderd, maar loopt nu minstens tot einde september 2018, d.w.z. een verlenging met 9 maanden. Daarnaast blijft ze een negatieve rente van 0,40% aanrekenen wanneer commerciële banken bij haar geld tijdelijk onderbrengen. Bij de Fed blaast de wind sinds november 2014 uit een andere hoek. Sinds dan staakte ze deze aankopen en trekt ze regelmatig de korte rente op. Bovendien, sinds oktober 2017, vervangt ze obligaties die op vervaldag komen niet langer door nieuwe aankopen. Dit betreft een bedrag van 50 miljard USD per maand. Indien ze dat ritme aanhoudt, zal haar balanstotaal tegen midden 2020 zijn gedaald tot ca. 3.000 miljard USD (actueel nog steeds 4.500 miljard USD). **De vraag die dergelijke afbouw meteen oproept, is welke impact hiervan zal uitgaan op de financiële markten.** Indien de centrale banken aan de grondslag liggen van het wereldwijd economische herstel dankzij hun politiek van ultralage rente en massale kwantitatieve versoepeling, dan is het niet onlogisch te denken dat een omgekeerde beweging een zwaar remmend effect op de economische activiteit zal hebben. Maar voorlopig zijn dit zorgen voor later. Aangezien financiële markten globale markten zijn, moet immers niet gevreesd worden dat de strengere Amerikaanse monetaire politiek in 2018 tot veel heisa zal leiden: de BoJ en de ECB zorgen voor tegengewicht, zodat **wat de Fed aan liquiditeiten uit de financiële markten haalt, door de beide andere meer dan wordt aangevuld.** Naarmate we verder in 2018 kijken, bestaat de kans dat deze voor de financiële markten ideale toestand verslechtert. De synchrone groei van de wereldeconomie (zelfs in Japan trekt de economie wat aan), zou kunnen uitmonden in prijsdruk (hogere looneisen, duurdere grondstoffen) waardoor de inflatie kan aantrekken. Dit zou de centraal bankiers uit hun comfortzone kunnen halen, zodat de rente sneller wordt opgetrokken dan vandaag ingeschat en de kwantitatieve versoepeling ook in de eurozone wordt stopgezet. Grote rentestijgingen zijn onwaarschijnlijk om reden van de hoge schuldgraad van vooral de overheden, maar het is vooral het besef dat het tijdperk van de ultralage rente (versneld) wordt beëindigd, dat de financiële markten tegen einde 2018/2019 pijn kan doen.

**De combinatie van een nog steeds uitermate soepel monetair beleid met een sterker stijgend wereldwijd BBP, heeft voor gevolg dat analisten met veel vertrouwen naar de prestaties van de aandelenmarkten in 2018 kijken, op zijn minst tot de zomermaanden.** Hoe het nadien verder moet, zal veel meer afhangen van de monetaire politiek van de BoJ, ECB en Fed dan van de feitelijke gang van zaken in de economie. **Meer dan ooit moet daarom gekeken worden naar de feitelijke**

**waardering van aandelen.** Zijn aandelen vandaag duur of niet, gemeten aan de winsten die de bedrijfswereld realiseert? Of wanneer hun koers wordt afgezet tegenover het rendement van vastrentende effecten?

Een indicator die aangeeft of een aandeel duur is of niet, is de koers/winst verhouding (K/W). De K/W wordt berekend door de koers van een aandeel te delen door de winst per aandeel. De K/W geeft dus weer hoeveel keer de winst die een bedrijf in een bepaald jaar maakt zich verhoudt tot zijn beurskoers. Hoe hoger deze verhouding, hoe duurder het aandeel. Het spreekt vanzelf dat de K/W slechts betekenis heeft indien een bedrijf winst maakt; een negatieve K/W is zinloos. Een gemiddelde K/W van 15 tot 16 wordt algemeen beschouwd als een neutraal peil, d.w.z. het aandeel (of de beurs, indien naar de K/W van een beurs wordt gekeken) is noch duur, noch goedkoop. Hogere K/W (van 25 tot 30) zijn aanvaardbaar indien het bedrijf in kwestie voor jaren van sterke groei staat: een belegger is dan bereid meer voor het aandeel te betalen omdat hij ervan uitgaat dat een sterke stijging van de winst in de sterren staat geschreven. **Hogere K/W impliceren een hoger risico omdat men meer betaalt voor iets dat zich nog niet heeft gerealiseerd.** Daartegenover geldt het omgekeerde evenzeer. Bedrijven actief in de nutssector of in de telecommunicatie waarvan analisten verwachten dat hun toekomstige omzet en winsten slabakken, zullen met een lager dan gemiddelde K/W noteren. De huidige en verwachte K/W zoals door Bloomberg op 15 december 2017 gepubliceerd, zijn als volgt.

Enter 1,2,3 or number <GO> for a historical graph of the earnings.

**World Equity Index Ratios** 97) WEI 98) EMEQ

Measure	Price/Earnings	Price	Net Chg	Price/Earnings	Curr Yr Est.	Nxt Yr Est.
<b>1) North/Latin America</b>						
4) INDU	DOW JONES INDUS.	24651.74	143.08	20.71	19.64	17.91
5) SPX	S&P 500 INDEX	2675.81	23.80	22.51	20.01	18.18
6) CCMP	NASDAQ COMPOSITE	6936.58	80.06	56.91	24.51	22.40
7) SPTSX	S&P/TSX COMPOSIT	16041.98	25.53	19.44	17.05	15.68
8) MEXBOL	S&P/BMV IPC	48081.55	-140.83	18.07	17.42	16.11
<b>2) Europe/Africa/Middle East</b>						
9) SX5E	Euro Stoxx 50 Pr	3560.53	4.31	18.55	15.44	14.10
10) UKX	FTSE 100 INDEX	7490.57	42.45	22.23	15.18	14.25
11) CAC	CAC 40 INDEX	5349.30	-7.84	17.57	15.70	14.67
12) DAX	DAX INDEX	13103.56	35.48	19.22	14.81	13.45
13) IBEX	IBEX 35 INDEX	10150.40	-26.10	15.25	14.26	13.13
14) FTSEMIB	FTSE MIB INDEX	22094.04	-97.70	464.26	15.10	13.05
15) AEX	AEX-Index	548.67	1.20	16.96	16.58	15.81
16) SMI	SWISS MARKET IND	9394.71	11.69	24.74	19.35	16.55
<b>3) Asia/Pacific</b>						
17) NKY	NIKKEI 225	22553.22	-141.23	19.34	18.99	16.88
18) HSI	HANG SENG INDEX	28848.11	-318.27	13.42	12.91	11.76
19) SHCOMP	SHANGHAI SE COMP	3266.14	-26.30	16.53	14.42	12.73
20) AS51	S&P/ASX 200 INDE	5996.97	-14.29	17.81	16.42	15.63
21) STI	Straits Times In	3416.94	-18.84	11.16	15.63	14.17

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2017 Bloomberg Finance L.P.  
SN 168090 CET GMT+1:00 H682-5259-0 16-Dec-2017 16:34:20

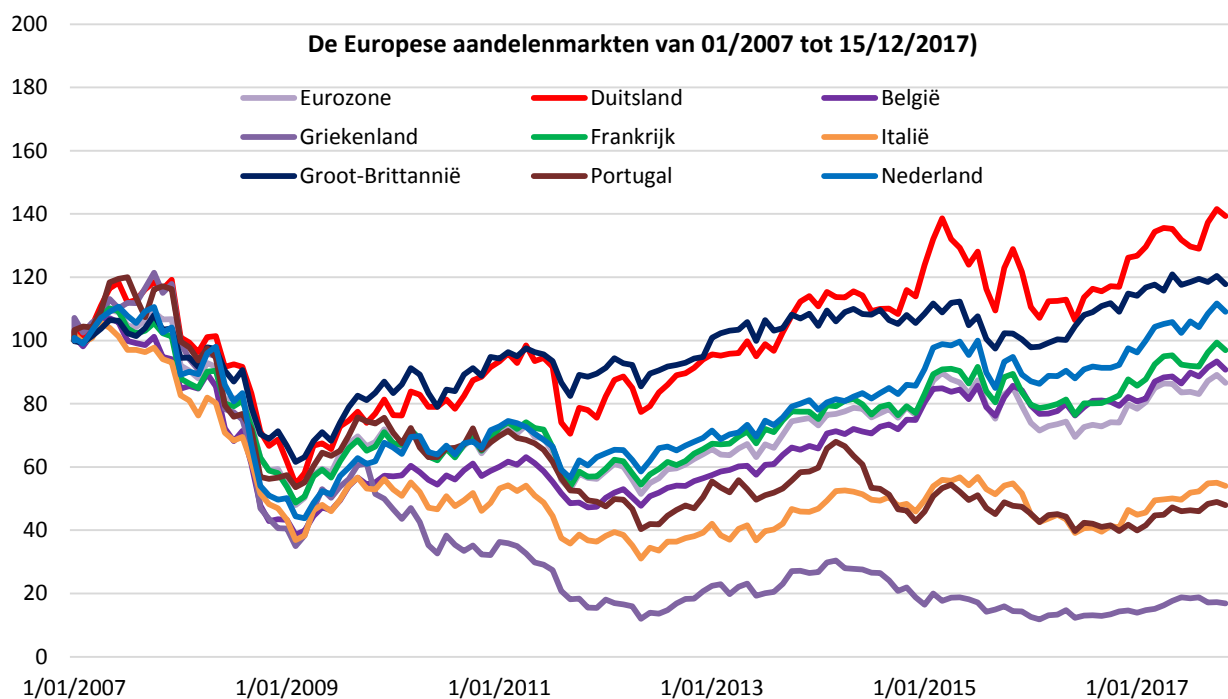
Gelet op het lange termijn neutrale K/W niveau van 15 tot 16 (zie hoger), zijn de Dow Jones, S&P500 en de Nasdaq zowel volgens de Bloomberg winstverwachting voor dit jaar (*'current year estimate'*) als voor 2018 (*'next year estimate'*) ronduit duur. Hetzelfde geldt voor de Nikkei voor dit jaar. Voor de Europese beurzen en een aantal belangrijke Aziatische beurzen liggen de kaarten anders. In deze landen noteren de beurzen nu al (2017) onder hun langjarige K/W peil. Volgend jaar duiken ze er nog verder onder. **De consensusverwachting is dat de bedrijven die deel uitmaken van de genoemde indices dit jaar en volgend jaar beduidend meer winst zullen maken.** De huidige, hoge K/W ratio van een aantal beurzen, moeten dus worden gerelativeerd; **er is nog geen spraak van overdrijving, toch niet in de brede beursindices, met uitzondering van de Nasdaq.**

De voor de hand liggende kritiek op de K/W zoals hierboven berekend, is dat deze indicator steeds betrekking heeft op slechts één jaar. De koers van een aandeel of index wordt gedeeld door de verwachte winst per aandeel bijv. voor 2017; er wordt geen rekening gehouden met de dynamiek over verschillende jaren, noch worden de cijfers gecorrigeerd voor inflatie (wat logisch is, gezien men slechts de data van een enkel jaar gebruikt). Om deze kritiek te ondervangen, ontwierp Robert Shiller (Nobelprijs economie 2013) een alternatieve K/W. Deze verhouding die inmiddels zijn naam heeft

gekregen, deelt de koers van een aandeel of index door de gemiddelde bedrijfswinst over de laatste tien jaar, gecorrigeerd voor inflatie. Deze werkwijze vermijdt een aantal problemen inherent aan de eenvoudige K/W berekening. Op de eerste plaats worden gebeurtenissen die tijdelijk op de winst wegen (bijv. eenmalig grote afschrijvingen) geneutraliseerd. Daarnaast dwingt de inflatiecorrectie te kijken naar de reële winstgevendheid, niet naar de nominale. **Wanneer de Shiller K/W voor de S&P500 wordt berekend, bevindt die zich met 32,5 (15 december 2017) op het tweede hoogste peil sinds het begin van de berekeningen in 1880<sup>12</sup>.** Vooral omdat de Shiller K/W rekening houdt met het voortschrijdend gemiddelde winstniveau over de laatste tien jaar, is hij een veel betere indicator dan de jaarlijkse K/W (zie bijv. de grote verschillen jaar op jaar in de door Bloomberg gepubliceerde tabel). Weliswaar is er nog geen spraak van echte zeepbelallures, maar het kan moeilijk worden ontkend dat de Shiller K/W hoog noteert. **Alleszins is het niet zo dat aandelen - en Amerikaanse aandelen in het bijzonder - goedkoop zijn; ze noteren duur. Indien het verband tussen de lange rente en de Shiller K/W verhouding ook in de toekomst wordt gerespecteerd en voor zover de Amerikaanse lange rente inderdaad verder oploopt, zouden de beurskoersen in de Verenigde Staten neerwaartse druk kunnen ondervinden.**

## 2.4.2. Aandelen - Europa

Als gevolg van eerst de subprime crisis, het snelle herstel nadien en dan de crisis rond de overheidsfinanciën en de euro, hebben de Europese aandelenmarkten sinds begin 2007 een spectaculair, maar tegelijkertijd uitermate hobbelig parcours afgelegd (zie onderstaande grafiek; dit betreft alle prijsindices, d.w.z. zonder kapitalisatie van de uitgekeerde dividenden).



Slechts drie beurzen noteren midden december 2017 hoger dan 10 jaar geleden: de Duitse, Britse en Nederlandse beurs. Een middengroep bestaande uit Frankrijk, België en de Eurostoxx50 index zelf, noteert nog altijd zo'n 10% lager dan begin 2007. De achterblijvers zijn Italië, Portugal en Spanje (niet op de grafiek weergegeven) en vooral Griekenland. De koersprestatie van de DAX onderstreept de goede economische gezondheid van de Duitse 'locomotief', terwijl Groot-Brittannië zich weinig zorgen maakt om de Brexit. Nederlandse aandelen genieten volop van het strenge herstelbeleid uit de jaren

<sup>12</sup> Slechts einde december 1999, net voor het klappen van de internetbel, lag hij met 44,2 nog een stuk hoger.

2011-2015 dat nu zijn vruchten afwerpt. **Opvallend is de voortdurende spagaat tussen de prestaties van de noordelijke en zuidelijke eurolanden.** Ondanks een duidelijk herstel van de zuidelijke economieën, blijven de desbetreffende beursindices ver achter op hun noordelijke collega's. Griekenland ondergaat nog steeds de gevolgen van het harde eurobeleid. Ook uit de beursevolutie van de jongste tien jaar, blijkt dat de eurozone allesbehalve een eengemaakte economische zone is. Vroeg of laat zal de euro daarvan de nadelen ondervinden. **Ook voor 2018 is de consensusverwachting dat de Europese beurzen goed zullen presteren.** Enerzijds zal de BBP groei relatief hoog blijven waardoor de bedrijfswinsten verder zullen aantrekken. Aan de andere kant is de waardering van de beurzen lager dan gemiddeld. Bovendien blijft de ECB minstens tot einde september 2018 maandelijks 30 miljard EUR in de economie pompen en zal ze de korte rente niet verhogen. Met andere woorden, er hoeft niet te worden gevreesd dat vastrentende beleggingen concurrentie zullen gaan betekenen voor aandelenbeleggingen. De goede economische vooruitzichten, samen met de ultralage rentevergoedingen zullen nog meer mensen overhalen om meer risico te nemen door voor aandelen te kiezen.

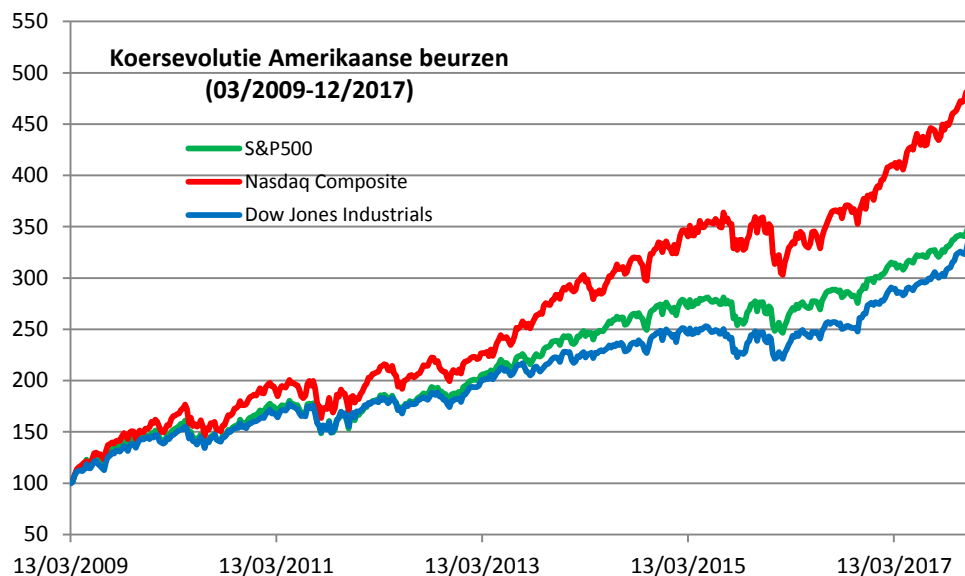
Na de goede prestatie in 2017 (+8,2%) en rekening houdend met het feit dat de beurzen uit de eurozone gemeten aan de EuroStoxx50 index al sinds 2012 zes jaar na elkaar zijn gestegen, **verwachten we voor 2018 een verdere klim met 5% tot 7% (voor inflatiecorrectie en inclusief netto-dividenden).** Omdat dit cijfer is gebaseerd op de Europese blue chip index bij uitstek, de EuroStoxx50, verbergt het grote verschillen. Enerzijds is er de Noord-Zuid tegenstelling (zie hoger) die in de loop van volgend jaar misschien nog meer uitgesproken wordt zo de verkiezingen in Italië een voor de eurozone nefaste uitslag kennen of zo de Catalaanse afscheidingsbeweging Spanje destabiliseert. De voorkeur gaat bijgevolg naar de noordelijke eurolanden en naar Groot-Brittannië (dat de voordelen plukt van het goedkope pond en de verwachting dat de Brexit gesprekken positief evolueren) en Zwitserland (waar de economie dankzij buur Duitsland flink aantrekt). Ook sectoraal moeten de juiste keuzes worden gemaakt. Een sector die in 2017 al sterk presteerde, is de transportsector. Bedrijven die tolwegen uitbaten, vliegtuigmaatschappijen, scheepvaartbevrachters... zullen alle profiteren van hogere volumes dankzij de verdere BBP groei. Het spreekt vanzelf dat hierin bij voorkeur belegd wordt via een fonds: een goede risicospreiding doet niets af aan het opwaartse potentieel. Hetzelfde geldt voor sectoren als media, gezondheidszorg (voorzover gekozen wordt voor een fonds dat zowel in biotech als in klassieke gezondheidszorg belegt) en energie (met de nadruk op grote oliebedrijven). Omdat de Europese economie ook volgend jaar zal blijven groeien, zijn weinig sectoren absoluut te mijden. Enig voorbehoud maken we rond technologie, telecom en nutsbedrijven. Ofwel zijn deze sectoren al sterk gestegen (technologie +28,6% sinds begin 2017, K/W verhouding van 43,2), ofwel overtuigen hun vooruitzichten minder omdat ze actief zijn in sterk concurrentiële markten en/of te maken hebben met technologische veranderingen (bijv. de gestage afkalving van het klassieke postverkeer).

**Zoals de evolutie van de Europese beursindices op de vorige bladzijde duidelijk aantoont, loont een 'kopen & houden' politiek - zelfs op lange termijn - niet.** Als we België als voorbeeld nemen, verliest een 'kopen & houden' belegger op 15/12/2017 nog steeds 9,2% vergeleken met begin 2007 en dit ondanks een Bel 20 index die de laatste negen jaar zeven keer een positief resultaat heeft neergezet. **Het is met andere woorden noodzakelijk soms de beurs de rug toe te keren en langs de zijlijn af te wachten tot de stormbuien zijn voorbij getrokken.** Dit betreft niet alleen de diepe crisis van 2008-09 (zie grafiek op de voorgaande bladzijde), maar ook de crisis rond het voortbestaan van de euro (2011), of - vroeger - bijv. het springen van de TMT bel in 2000. **Het consequent toepassen van een stop loss methodologie vermijdt dat men jaren van negatieve returns moet ondergaan. Per saldo zijn hierdoor veel hogere rendementen mogelijk, terwijl het gelopen risico aantoonbaar lager is<sup>13</sup>. Het spreekt vanzelf dat deze aanpak niet alleen van toepassing is op Europese aandelen, maar op alle aandelen.**

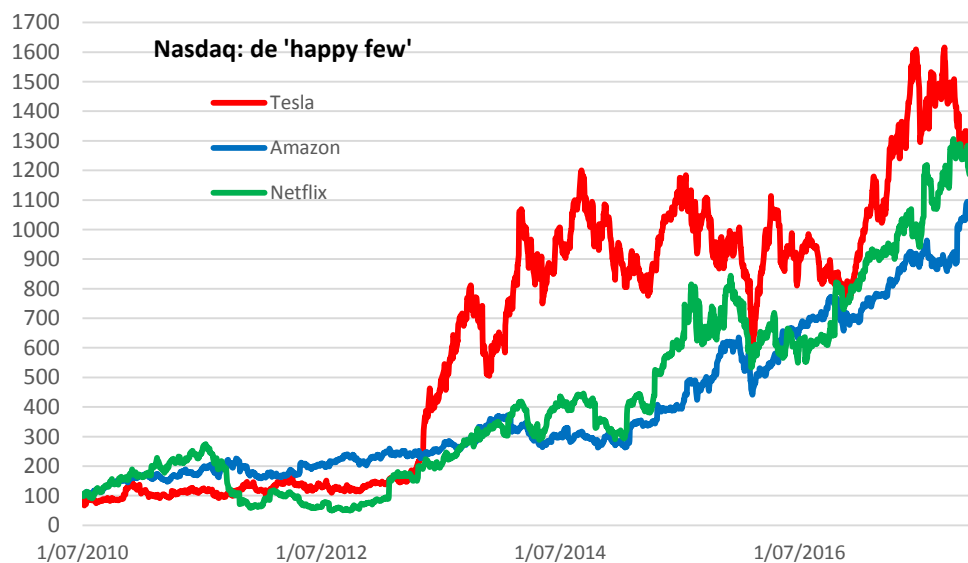
<sup>13</sup> Wanneer niet op de beurs wordt belegd, is de beweeglijkheid van de aandelenbelegging gelijk aan nul. Van zodra men wel belegt, ondergaat men de beweeglijkheid (volatiliteit) van de desbetreffende beurs. Per saldo, over de langere termijn, ligt daarom de totale volatiliteit lager dan die van een 'kopen & houden' belegger.

### 2.4.3. Aandelen - Verenigde Staten

Het economische herstel sinds maart 2009 heeft zicht ook in de Verenigde Staten met horten en stoten doorgezet, maar is tot nog toe krachtiger dan dat van de eurozone. Vooral de gestage verbetering van het werkloosheidscijfer toont dit aan. Daardoor heeft de Fed de kwantitatieve versoepeling niet alleen kunnen stop zetten, maar heeft ook de aanzet gegeven tot de afbouw ervan. Tegelijkertijd trekt ze de korte rente op. Dit gebeurde twee keer in 2016 en drie keer dit jaar. Voor 2018 zitten officieel drie verdere verhogingen in de pijplijn (zie hoger). Bovendien komt er een aanzienlijke belastingverlaging aan en wil de Trump administratie de investeringen in infrastructuur sterk opdrijven. **Dus, een positiever plaatje dan in Europa, al is het Oude Continent sinds een klein jaar aan een inhaalbeweging begonnen.** Dit grote vertrouwen blijkt uit de koersevolutie van de Amerikaanse beurzen gemeten aan de Dow Jones, de S&P500 en de Nasdaq (van 13/03/2009 t.e.m. 15/12/2017).



De prestatie van vooral de Nasdaq is spectaculair: op 8 jaar en 9 maanden vervijfvoudigt deze index bijna; dit komt overeen met een gemiddelde jaarlijkse prestatie van +19,7%. Het is echter vooral een krans 'lieverdjes' zoals Amazon, Netflix en Tesla dat hiervoor verantwoordelijk is (en in mindere mate Facebook, Apple en Google (Alphabet)). Op ca. 7 jaar werden deze aandelen alle minstens 10x duurder.





Na dergelijke koersexplosie overtreft de marktkapitalisatie van Tesla die van General Motors of Ford. Tesla is een voorbeeld van uitstekende marketing (met de regelmaat van een klok presenteert het echte innovaties zoals een elektrische vrachtwagen), maar operationeel is het tot nog toe een ramp. De output blijft systematisch achter bij de vooruitzichten, de kwaliteit van de producten laat te wensen over en ieder kwartaal wordt zwaar verlies geleden. Amazon maakt wel winst, maar noteert tegen een K/W verhouding (2017) van net geen 300 (!). Om deze waardering ietwat geloofwaardig te maken, zouden de toekomstige winsten moeten 'ontploffen'. In de praktijk wordt voor 2018 een verdubbeling voorspeld; dit is natuurlijk prima, maar ruim onvoldoende om de dure waardering te verantwoorden. Ook Netflix maakt winst en noteert zeer duur (verwachte K/W 2017 van 151,2). Hier is de consensus dat de winst in 2018 met ca. 75% zal toenemen. Opnieuw, niet goed genoeg om de dure koers te rechtvaardigen. **De koersontwikkeling van deze aandelen getuigt van een bijzonder sterk optimisme bij de marktdeelnemers.** Dit blijkt onder meer uit het totaal uitstaand financieringsbedrag om in aandelen te beleggen (hefboom), uit het historische laagterecord van 3% dat fondsmanagers aanhouden in cash, uit de lage volatiliteit van 9,2% van de S&P500 index; het laagste cijfer sinds het begin van de waarnemingen in maart 1990, of nog, uit de verhouding call versus put opties; er worden veel meer calls dan puts gekocht. **Het optimisme viert hoogtij, terwijl de waardering van de Nasdaq op basis van de K/W verhouding of van de S&P 500 op basis van de Shiller voortschrijdende K/W verhouding (zie hoger) zich nu al op een hoog niveau bevindt.** De Noord-Amerikaanse beursindices kunnen wellicht ook in 2018 nog wat hoger klimmen, maar de lucht op die grote hoogte wordt ijl. Veel moet niet verkeerd lopen om een stevige correctie op de sporen te zetten. Een van de triggers zouden de renteverhogingen van de Fed kunnen zijn. Indien de economie minder sterk groeit dan verwacht en de Amerikaanse centrale bank niettemin de rente verhoogt, zou de markt kunnen besluiten dat de waarderingen te hoog zijn geworden. **Hiermee rekening houdend ligt de consensusverwachting voor 2018 op een stijging van de Amerikaanse beurzen met +4% tot +6% (in USD, incl. kapitalisering van dividenden en voor verrekening van inflatie).** Voor een EUR belegger kan het rendement hoger uitkomen mocht de USD tegenover de EUR in waarde stijgen en vice versa.

#### 2.4.4. Aandelen - Japan

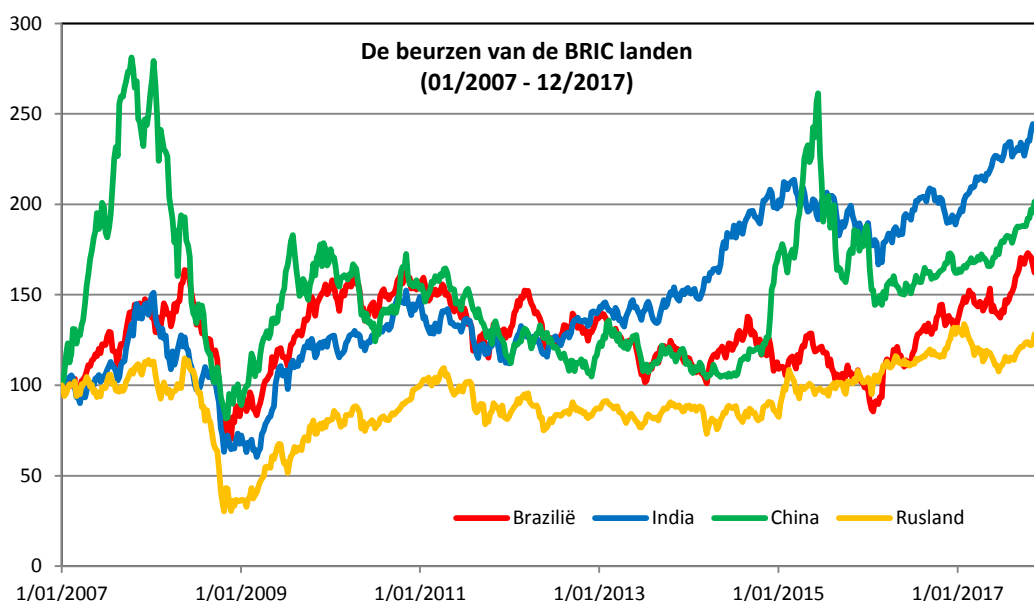
De Japanse beurs heeft zich sinds begin 1980 volgens onderstaande grafiek ontwikkeld (Nikkei 225 index tot en met 15 december 2017).



Het historische maximum dateert van eind 1989. Tot einde 2012 is er sprake van een neerwaartse trend op lange termijn, hoewel regelmatig forse oplevingen voor enig soelaas zorgden. Sinds einde 2012/begin 2013 lijkt die neerwaartse trend gebroken, dankzij - ook hier - het extreem expansieve beleid van de centrale bank, dat volgend jaar onverminderd wordt verder gezet. Deze massale monetaire versoepeling die in Japan veel verder reikt dan in het Westen omdat overheidsobligaties rechtstreeks van de staat worden gekocht en via beursaankopen ook aandelen worden verworven, staat er garant voor dat de beurs van Tokio in 2018 positief zal evolueren. In Japan liggen alle kaarten hiertoe goed: de partij van premier Abe heeft met groot machtsvertoon de verkiezingen van oktober 2017 gewonnen, de bedrijfswinsten stijgen fors, salarissen worden voor het eerst sinds lange tijd beduidend verhoogd. Maar het is vooral de BoJ die aan de basis ligt van dit positivisme. Volgens een prognose van Bloomberg zal de centrale bank einde 2017 ongeveer 80% van de activa bezitten van alle in Japan gevestigde indextrackers (ETF's) die de Nikkei 225 afspiegelen. Gevolg: nu al is de BoJ in 90% van de bedrijven die deel uitmaken van de Nikkei 225 een van de top10 aandeelhouders. **In de praktijk betekent dit, dat de BoJ een valnet spant onder de koersevolutie van de Japanse aandelen opgenomen in de Nikkei 225**, dat onrechtstreeks ook de andere marktsegmenten ondersteunt. Niet alles is echter rozengeur en maneschijn. Factoren die blijven wegen op de Japanse groei, zijn de verouderende bevolking en een rigide sociale structuur, terwijl ook de ontwikkelingen bij grote buur China voor onzekerheid kunnen zorgen: een groot deel van de Japanse export gaat immers die richting uit. Wanneer de afweging wordt gemaakt tussen de positieve en negatieve tendenzen, slaat de balans echter duidelijk over naar de eerste. **Daarom spreekt de consensus over een prestatie van de beurs van Tokio in 2018 van rond 8% (in JPY, inclusief kapitalisatie van netto dividenden, maar zonder verrekening van inflatie)**. Zou de JPY tegenover de EUR echter verzwakken, riskeert een EUR belegger niets van deze koersstijging over te houden. Om het wisselrisico (positief dan wel negatief) uit te schakelen, verdient het de voorkeur op de Japanse beurs te beleggen via een fonds dat zijn JPY valutablootstelling helemaal afdekt.

#### 2.4.5. Aandelen – Opkomende landen

Met uitzondering van de Russische beurs die in 2017 (tot en met 15/12/2017) licht verloor (-4,2%), hebben de andere belangrijke opkomende landen dit jaar een prima beursprestatie laten zien: Brazilië +26,2%, China +20,4% en India +21,9% (prestatie in USD; in EUR zo'n 11% minder). Ook kleinere opkomende landen zoals Singapore, Taiwan en Zuid-Korea scoorden goed.



De aanjagers waren het wegebben van de angst voor een beduidende Chinese afkoeling, samen met het verder massaal injecteren van liquiditeiten door de meeste centrale banken, inbegrepen de Chinese. **De economische vooruitzichten voor de opkomende landen zijn in de loop van dit jaar stelselmatig verbeterd**, ook voor landen als Brazilië en Rusland, met dank aan de oplopende grondstoffenprijzen (zie verder). De verwachting is dat die verbetering zich in 2018 doorzet. Hierdoor zullen de bedrijfswinsten stijgen en de beurskoersen verder goed ondersteund blijven. Volgend overzicht (Bloomberg consensusverwachtingen) vat dit samen. Ter vergelijking voegen we er de cijfers voor de eurozone, Japan en de Verenigde Staten aan toe.

	Economische groei (in %)			Inflatie (in %)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
<b>Brazilië</b>	-3,5	0,8	<b>2,5</b>	8,8	3,5	<b>3,9</b>
<b>China</b>	6,7	6,8	<b>6,4</b>	2,0	1,6	<b>2,3</b>
<b>India</b>	7,5	6,7	<b>7,4</b>	5,0	3,5	<b>3,9</b>
<b>Mexico</b>	2,3	2,1	<b>2,2</b>	2,8	6,0	<b>3,9</b>
<b>Rusland</b>	-0,2	1,8	<b>1,8</b>	7,1	3,7	<b>3,8</b>
<b>Turkije</b>	2,9	5,5	<b>3,8</b>	7,8	10,9	<b>8,9</b>
<b>Zuid-Afrika</b>	0,3	0,8	<b>1,2</b>	6,3	5,3	<b>5,1</b>
<b>Zuid-Korea</b>	2,8	3,1	<b>3,0</b>	1,3	2,0	<b>1,9</b>
<b>Eurozone</b>	1,8	2,3	<b>2,1</b>	0,2	1,5	<b>1,5</b>
<b>Japan</b>	0,9	1,6	<b>1,3</b>	-0,1	0,5	<b>0,8</b>
<b>Verenigde Staten</b>	2,3	2,6	<b>2,2</b>	1,5	1,7	<b>2,0</b>

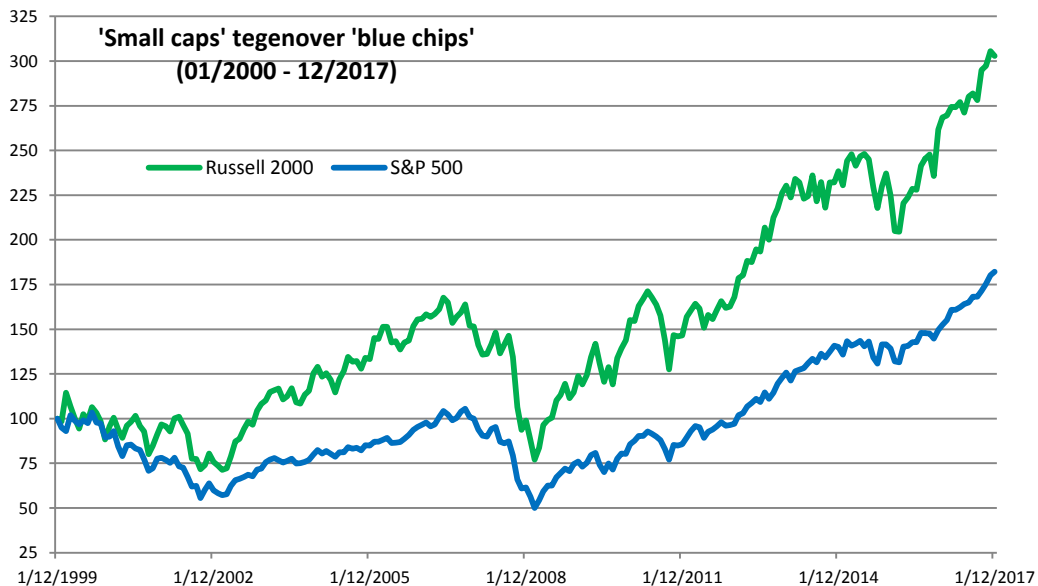
Zoals in de vorige jaren, komen ook in 2018 de beste prestaties van India en China. Het verdere verwachte herstel van de grondstoffenprijzen geeft Brazilië en Rusland in 2018 een boost. Zuid-Afrika blijft achter. Dit is het lelijke eendje tussen de opkomende landen. Turkije groeit weliswaar stevig, maar worstelt met te hoge inflatie. De Turkse centrale bank wil onder druk van de regering de rente niet verhogen (nodig om de inflatie te temmen), waardoor de munt (lira) dit jaar al meer dan 22% tegenover de EUR is kwijt gespeeld. Ook Zuid-Afrika is in dat zelfde bedje ziek (teveel inflatie en een te lage rente om die te counteren) zodat de rand tegenover de EUR bijna 8% goedkoper werd. **De opkomende landen die de voorkeur genieten zijn China, India en een aantal kleinere landen zoals de Filipijnen en Maleisië** (BBP groei van meer dan 6%). In Latijns-Amerika groeien de meeste landen weliswaar, maar tegen een beduidend lager tempo dan in het Verre Oosten. Oost-Europa (Bulgarije, Hongarije en Roemenië) neemt een tussenpositie in (BBP groei van 3% tot 5%). Intussen lopen de K/W verhoudingen voor de aantrekkelijkste opkomende landen echter op, zodat de 'koopjesperiode' voorbij is. **Relatief gesproken** (d.w.z. wanneer de economische groei en de winstvooruitzichten van de opkomende landen worden vergeleken met die van het Westen en Japan), **blijven de opkomende landen beloftevol**. Gelet op de grote onderlinge verscheidenheid, wordt in deze landen bij voorkeur belegd via fondsen, waarbij gebruik kan gemaakt worden van i) enerzijds een fonds dat actief wordt beheerd en in principe in alle opkomende landen kan beleggen, en ii) anderzijds van een specifiek Verre Oosten (ex Japan) fonds.

Een gevaar van te beleggen in opkomende landen is de grote schuldgraad in USD van sommige overheden en bedrijven. In de mate dat de Amerikaanse munt zou verstevigen en tegelijkertijd de USD rente oploopt, stijgen de rente- en kapitaallasten op dergelijke leningen. Immers, deze overheden beschikken vaak niet over voldoende USD reserves en ondergaan hoe dan ook de rentestijging. Dit gevaar is in de loop van 2017 wat naar de achtergrond gedrongen, maar kan snel weer acuut worden. **Met andere woorden, ook voor beleggen in opkomende landen is de toepassing van een stop loss methodologie van groot belang**. Omdat het in het kader van deze studie niet mogelijk is de vooruitzichten voor 2018 van de beurzen van de opkomende landen verder te detailleren, gebruiken we de MSCI Emerging Markets Index (MSCI EM) als meetstok voor het bepalen van het potentieel van

deze markten. De consensusverwachting voor wat betreft de koersevolutie van de MSCI EM ligt voor 2018 op 8 tot 10% (in USD, inclusief kapitalisering van dividenden, maar zonder inflatieverrekening).

#### 2.4.6. Aandelen - Kleinere bedrijven

Hoewel het koersverloop van kleinere bedrijven meer volatiel is, presteren ze op lange termijn beduidend beter dan 'blue chips' aandelen. Onderstaande grafiek die van begin 2000 tot en met 14 december 2017 de Russell 2000 index (Amerikaanse 'smallcaps') vergelijkt met de S&P500, illustreert dit. Hoewel aandelen van kleinere bedrijven in de periode september 2008 tot maart 2009 meer verloren, was hun herstel krachtiger. Op lange termijn - vanaf begin 2000 tot 15 december 2017 - scoren 'smallcaps' 120,7 procentpunten beter, al ligt hun beweeglijkheid (volatiliteit) beduidend hoger. De redenen van de op lange termijn betere prestatie van 'smallcaps', zijn de volgende: i) De schaalgrootte speelt in hun voordeel. Het is gemakkelijker de winst te verdubbelen van 1 naar 2 miljoen dan van 1 naar 2 miljard, ii) Kleinere bedrijven noteren vaak tegen een lagere K/W verhouding ('onbekend is onbemind'), iii) Hun dividend stijgt doorgaans sneller en iv) Hun meer risicovol business model (ze zijn innovatiever) speelt in hun voordeel wanneer ze succesvol zijn.



In een positief beursklimaat zoals dat met dank aan de grote centrale banken wellicht ook nog in 2018 zal bestaan, zijn overdrijvingen echter niet uit de lucht. Zo noteren in de Verenigde Staten een hele rits bedrijven uit de biotechnologie- en sociale media sector tegen astronomisch hoge K/W verhoudingen. Hierdoor zijn ze veel gevoeliger voor correcties dan 'blue chips'. De consensus zegt dat gelet op de goede economische vooruitzichten voor 2018, 'smallcaps' ook volgend jaar gemiddeld beter zullen renderen dan hun sinds lang gevestigde collega's. **We ramen de meerprestatie van 'smallcaps' t.o.v. 'blue chips' in 2018 op gemiddeld 3,0%.** Ook hierin wordt bij voorkeur via fondsen belegd. Immers, niet alle 'small caps' zijn succesverhalen. Erin beleggen via fondsen verlaagt dankzij de spreiding aanzienlijk het risico, terwijl het opwaartse potentieel onaangestast blijft.

**Een bijzondere soort 'small caps' zijn bedrijven die risicokapitaal, of 'venture capital' verschaffen aan andere, kleinere bedrijven.** Terwijl almaar meer analisten beursgenoteerde 'small caps' volgen en hierdoor het ontdekken van 'achterblijvers' almaar moeilijker wordt, is het ontdekken van niet-beursgenoteerde 'pareltjes' specialistenwerk. In de huidige macro-economische omgeving (positieve BBP vooruitzichten, stijgende winsten, positief momentum), is een belegging in een 'venture capital' fonds een veelbelovend alternatief. Een mogelijkheid hiertoe biedt Aurelius Equities Opportunities, een in Duitsland gevestigd fonds dat vooral in Europa belegt in niet genoteerde bedrijven.

## 2.4.7. Besluit

De consensusverwachting voor de aandelenmarkten in 2018 is quasi unaniem positief, gesteund op goede economische vooruitzichten en op de nog steeds sterk expansieve monetaire politiek van vooral de BoJ en de ECB. Voor een EUR belegger liggen de beste kansen bij Europese aandelen: i) omdat die minder duur zijn en ii) omdat het wisselrisico nihil is. De Amerikaanse beurzen zijn onder invloed van een beperkt kransje technologiewaarden (te) duur geworden. Japan is een aanrader omdat de BoJ door haar systematische aandelenaankopen als het ware een vangnet onder de beurs spant. Ook de beurzen van de opkomende landen zullen in 2018 wellicht prima presteren. Hier gaat de voorkeur naar Azië, vooral naar China en India. De wisselkoersevolutie tegenover de EUR kan de prestatie in een plaatselijke munt (zwaar) negatief beïnvloeden. Dit risico kan men vermijden door te kiezen voor fondsen die het afdekken. Mogelijk negatieve beursontwikkelingen worden opgevangen door een beroep te doen op een stop loss mechanisme.

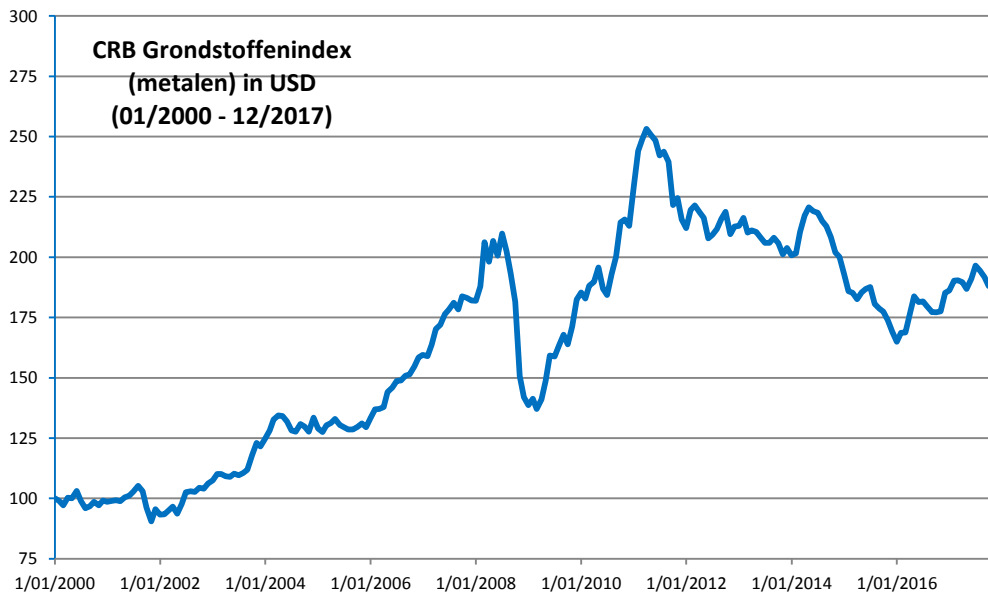
## 2.5. Grondstoffen

Als afzonderlijke activaklasse hebben grondstoffen sinds zowat 2004 almaar aan belang gewonnen. Dit uit zich onder meer in de creatie van talrijke 'Exchange Traded Commodities - ETC', beursgenoteerde afgeleide producten, waardoor zelfs de kleinste belegger in zo diverse dingen als koper, graan of vloeibaar gas kan handelen.

### 2.5.1. Harde grondstoffen

Onder harde grondstoffen worden alle metalen verstaan (inclusief edelmetalen, maar die bespreken we verder afzonderlijk) en de energiedragers, waaronder steenkool en ruwe olie. Kenmerkend voor deze activaklasse is de tijd nodig om bij een aantrekkende vraag de productiecapaciteit te verhogen. Eens de beslissing genomen om bijv. een nieuwe mijn te bouwen, kan het tot drie jaar duren eer het eerste erts wordt gedolven. Bovendien moet dat erts nadien worden verwerkt waarvoor eventueel een nieuwe fabriek dient te worden gebouwd. Tenslotte zijn harde grondstoffen niet onbeperkt voorradig zijn. Anderzijds, bij een overaanbod en zwakke prijzen, kunnen mijnen op korte termijn worden gesloten, waardoor het evenwicht tussen vraag en aanbod zich relatief snel herstelt.

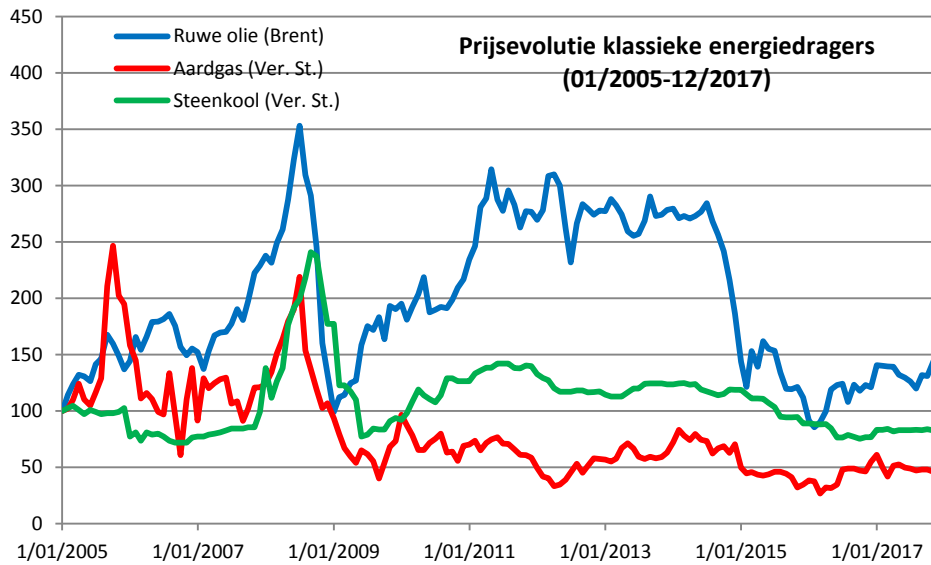
De prijzen van harde grondstoffen (metalen) waren tot augustus 2008 flink gestegen zoals de grafiek op de volgende bladzijde aangeeft (CRB grondstoffenindex - metalen - van begin 2000 tot en met 15 december 2017). Vanaf dan zijn ze scherp gedaald, om vanaf de lente van 2009 tot midden 2011 opnieuw fors te stijgen. Sindsdien is de trend opnieuw dalend, al lijkt midden 2016 een stabilisering/kentering te zijn ingetreden die tot december van dit jaar aanhoudt. Het is echter te vroeg om van een heuse trendomslag te spreken. De vraag naar allerlei goederen en producten trekt dankzij de hogere wereldwijde BBP groei weliswaar aan, maar in tegenstelling tot bijv. 20 of 30 jaar geleden resulteert dit niet automatisch in een stijgende vraag naar grondstoffen. De industrie werkt veel efficiënter (m.a.w. er zijn minder grondstoffen nodig om een gelijkaardig product te maken), terwijl op de koop toe de recyclage veel belangrijker wordt (m.a.w. er ontstaat een supplementair aanbod). Ruwe olie illustreert goed deze veranderende vraag/aanbododynamiek (zie verder). Maar hetzelfde geldt voor andere grondstoffen zoals staal dat meer en meer door composietmaterialen wordt verdrongen. Bovendien liggen de metaalprijzen vanuit LT perspectief nog steeds op een hoog niveau, ongeveer dubbel zo hoog als het gemiddelde van de periode 1980 - 2000. **Samengevat, de prijzen van harde grondstoffen zullen in 2018 gemiddeld wellicht verder aantrekken, maar het bereiken van nieuwe maxima, is niet vanzelfsprekend.**



Tenslotte moeten we wijzen op het grote belang van China en India wat betreft het prijsverloop van harde grondstoffen. Zo die landen de verwachte hoge groei waarmaken, zullen de harde grondstoffenprijzen wellicht verder aantrekken. Gebeurt dit niet of minder dan vandaag verwacht, dan is neerwaartse druk op de prijzen van industriële metalen waarschijnlijk. **De consensus spreekt per einde 2018 van verder oplopende prijzen (+7,5% in USD) voor harde grondstoffen.** Opgelet! Dit is een gemiddelde voor de gehele sector. Individuele harde grondstoffen kunnen in functie van de eigen vraag/aanbodverhouding een heel ander parcours afleggen.

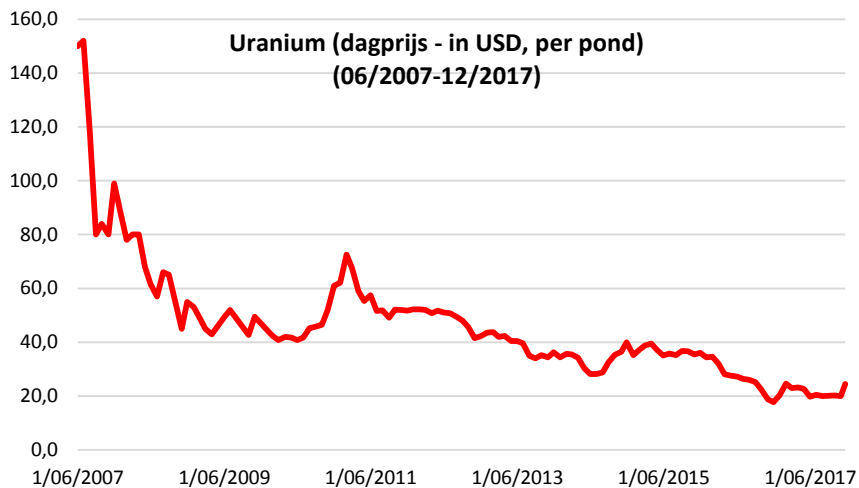
Sinds 2013 heeft de productie van gas en olie uit leesteenlagen almaar aan belang gewonnen. Vooral de Verenigde Staten profiteren hiervan. Dit land is in 2015 voor het eerst overgegaan tot uitvoer van ruwe olie, daar waar het in de decennia ervoor van import afhankelijk was. **Vergeleken met de toestand van pas vijf jaar geleden, is dit een sensationele ommekeer met echter niet alleen positieve gevolgen.** In eerste instantie heeft de OPEC onder leiding van Saoedi-Arabië de productie van olie uit leesteen willen beperken door extra eigen olie op te pompen en zo de Amerikaanse schalieolieproductie onrendabel te maken: de kostprijs van Arabische olie bedraagt immers maar een fractie van die van leesteenolie; m.a.w. de OPEC kon zich de luxe veroorloven die weg te bewandelen. Begin 2017 en vanuit de vaststelling dat die politiek op de eerste plaats de eigen inkomsten onderuit haalde (Saoedi-Arabië boekte over 2016 een recordoverheidstekort van 12,6%), besliste de OPEC in samenspraak met niet-leden zoals Rusland en Venezuela, productiebeperkingen in te voeren. Deze beperkingen - die intussen tot einde maart 2018 verlengd werden - waren succesvol. De prijs van een vat ruwe olie steeg van een dieptepunt van 46,2 USD op 21 juni 2017 tot 63,7 USD op 15 december (+37,5% - Brent kwaliteit). Dit is een gunstige ontwikkeling voor iedereen die ruwe olie produceert, maar doet aan de andere kant niets af aan het feit dat schalieolie tegen deze prijzen heel rendabel is. Omdat schalieoliebronnen vrij gemakkelijk in productie kunnen worden gezet, is de consensus dat het aanbod van dit type ruwe olie almaar zal groeien. Zo de wereldeconomie goed boert, zoals nu het geval is, stijgt de globale vraag naar ruwe olie. **Dit extra aanbod wordt door de extra productie echter geneutraliseerd, waardoor het opwaartse prijspotentieel van ruwe olie beperkt is. De consensus spreekt van een maximum richting 70 USD per vat.** Maar hogere prijzen (100 USD en meer) lijken uitgesloten. Bovendien, die vaststelling gebeurt niet alleen op basis van het sterk groeiende aanbod van schalieolie, maar ook omdat het belang van andere energiebronnen steeds meer doorweegt. Alternatieven voor ruwe olie als energiebron zijn op de eerste plaats de andere klassieke energiebronnen (aardgas en steenkool), maar ook milieuvriendelijke alternatieven zoals hydro-energie, wind- en zonne-energie. **En misschien tot veler verrassing, ook kernenergie.**

Onderstaande grafiek toont de evolutie van de klassieke energiedragers ruwe olie, aardgas en steenkool van begin 2005 tot en met 15 december 2017.



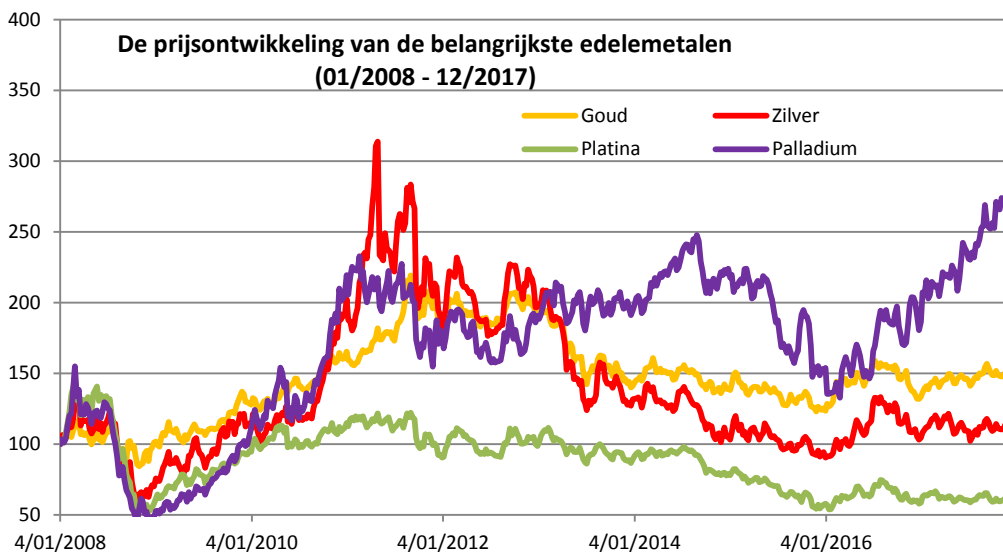
**Wat betreft de verwachte prijzevolutie van ruwe olie, spreekt de consensus van een vrijwel gelijke prijs tegen einde 2018. M.a.w. vergeleken met de toestand half december 2017, komt dit neer op een prijs voor een vat ruwe olie (Brent kwaliteit) van zo'n 65 USD.** Maar ook hier hoeft eraan te worden herinnerd, dat dit de prijzevolutie in USD betreft. In EUR kan de prijzevolutie heel anders zijn.

**Voor kernenergie tekent zich vanuit macro-economisch oogpunt een interessante ontwikkeling af.** In het Westen wordt deze vorm van energieproductie met in het achterhoofd de ongelukken in Tsjernobyl (1986) en Fukushima (2011) overladen met alle zonden Israëls. Duitsland heeft gekozen voor de volledige sluiting van al zijn kerncentrales, België wil vanaf 2025 hetzelfde doen. Zonder een standpunt in te nemen of dit vanuit ecologisch standpunt überhaupt wenselijk is (klassieke olie- of steenkoolcentrales spuwen tonnen CO<sub>2</sub> uit, terwijl een kerncentrale geen CO<sub>2</sub> uitstoot; daarentegen blijft kernbrandstof gedurende heel lange tijd sterk radioactief), stellen we vast dat kernenergie in heel wat landen aan een heuse opmars is begonnen. Dit betreft op de eerste plaats China (actueel 21 centrales in aanbouw, 39 bijkomende gepland in de komende vijf jaar), maar ook een aantal andere Aziatische en Latijns-Amerikaanse landen nemen gelijkaardige initiatieven. Zelfs Japan - nochtans slachtoffer van een zwaar kernongeval - start de stilgelegde centrales progressief opnieuw op. **Deze ontwikkelingen houden in dat de vraag naar kernbrandstof (verrijkt uranium) de komende jaren sterk toeneemt.** Omdat het aanbod pas op halflange tot lange termijn hierop voldoende kan reageren (er werd de voorbije jaren veel te weinig geïnvesteerd in de winning en verrijking van uranium), dreigt de prijs van uranium op te lopen. Vandaag is dit nog niet het geval (zie grafiek op de volgende pagina), maar naarmate vooral vanaf 2019 de in aanbouw zijnde centrales in gebruik komen, kan zich een scherp aanbodtekort ontwikkelen. Dit tekort zal vanaf 2022 geleidelijk aan verdwijnen (er zit wereldwijd meer dan genoeg uranium in de grond), maar tot dan biedt zich een 'window of opportunity' aan. Beleggen in uraniumerts kan in principe rechtstreeks door het aankopen van de grondstof, maar dit is een omslachtige werkwijze. Gelukkig bestaat er een fonds dat op zijn beurt uitsluitend belegt in aandelen van bedrijven actief in de prospectie, ontginning, productie en verrijking van uraniumerts, Global X Uranium ETF. **Terwijl de opwaartse rit van vooral ruwe olie grotendeels lijkt te zijn gereden, biedt een belegging in aan uranium gerelateerde bedrijven potentieel.** Als we de prijsontwikkeling van een pond uranium volgen, bedraagt het verlies half december 2017 vergeleken met tien jaar geleden, bijna 86%. Weinig grondstoffen hebben dergelijk catastrofaal parcours afgelegd, terwijl de vooruitzichten nochtans flink verbeteren.



## 2.5.2. Edelmetalen

Hoewel ze thuishoren bij de harde grondstoffen worden edelmetalen (vooral goud en zilver) vaak afzonderlijk beschouwd, niet in het minst omdat bijvoorbeeld goud door talrijke centrale banken wordt opgepot als onderdeel van hun reserves. Goud heeft in 2017 (per 15/12/2017) de mooie prestatie van het voorgaande jaar kunnen herhalen: +8,9% in USD, maar zilver noteert op 15 december ongeveer vlak vergeleken met het jaarbegin (zie grafiek hieronder). In EUR is de prestatie echter licht negatief (goud), tot zwaar negatief (zilver). Tussen de minder courante edelmetalen volgt platina het prijsverloop van zilver. Palladium daarentegen heeft een uitermate sterke prestatie neergezet (+50,2% in USD). Dit edelmetaal is met voorsprong het best presterende harde metaal. De oorzaak van die hausse ligt in het intensievere gebruik van dit edelmetaal in auto uitlaten, en dit ten nadele van platina.



Wat goud en zilver betreft, is ondanks de herleving van dit en voorgaand jaar nog altijd geen sprake van het hernemen van een opgaande trend; daarvoor is het herstel te voorzichtig. Op de koop toe dreigt hun prijsevolutie op korte tot middellange termijn, de nadelige invloed te ondervinden van de opwaartse trend van de aandelenmarkten, van het wegblijven van fors oplopende inflatie en van de verwachting dat de Fed in 2018 de korte rente nog drie keer verhoogt<sup>14</sup>. Tenslotte is het een feit dat de grote centrale banken het gebruik van goud en zilver als middel om vermogen in te bewaren niet

<sup>14</sup> Daarnaast ondervinden edelmetalen meer en meer concurrentie van virtueel geld zoals de bitcoin. Deze betaalmiddelen ontsnappen (voorlopig?) aan iedere controle door de centrale banken.

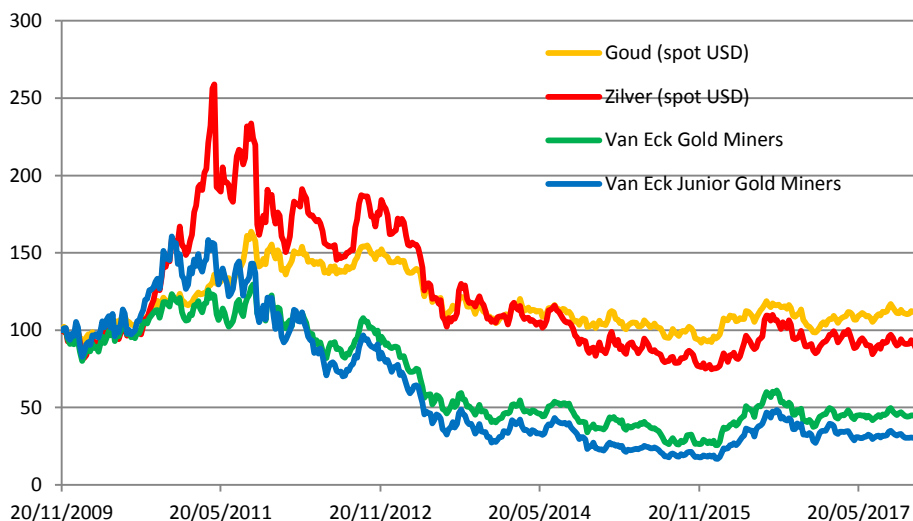


gunstig gezind zijn. Hoe meer de bevolking immers een beroep doet op fysieke vermogensdragers zoals edelmetalen, hoe minder grip ze hebben op de controle van de totale chartale en girale geldhoeveelheid. **De vraag over de prijsevolutie op korte tot middellange termijn van fysiek goud en zilver is vooral functie van de verwachting dat er morgen geen sterke inflatieopstoot optreedt en dat er geen 'zwarte zwanen' aan de horizon verschijnen.** Lage of geen inflatie betekent dat de centrale banken hun uiterst meegaande monetaire politiek kunnen verder zetten, ja zelfs nog kunnen versterken (zie de ECB en de BoJ). Hierdoor kan het beursfeest voortduren en blijven goud en zilver onaantrekkelijk: edelmetalen betalen geen rente of dividend uit en moeten het uitsluitend hebben van meerwaarden. Onverwachte ontwikkelingen kunnen dit verhaal echter in de kortste keren veranderen. Hierbij kan gedacht worden aan de ontsporing van de uitermate agressieve Japanse monetaire politiek of aan een veel sterker herstel van de Amerikaanse of Europese economie uitmondend in fiks aantrekkende inflatie.

**Op lange termijn zijn er verschillende factoren die pleiten voor een stijging van de goud- en zilverprijzen.** Op de eerste plaats is er sprake van een dreigend structureel onevenwicht in de vraag/aanbodverhouding. Als gevolg van de daling van vooral de goudprijs sinds 2011 en de stijging van de productiekosten, worden her en der mijnen (tijdelijk) gesloten en nieuwe projecten in de koelkast gestopt (een evolutie die men ook bij industriële metalen vaststelt). Deze ontwikkeling zal op termijn de prijs van fysiek goud en zilver ondersteunen. Daarnaast hebben beide edelmetalen als beleggingsobject aan populariteit gewonnen dankzij de lancering van ETF's (*'Exchange Traded Funds'*) die hun prijsverloop kopiëren. Tenslotte is het prijsverloop van beide edelmetalen slechts weinig gecorreleerd met dat van de andere grote activaklassen, zodat ze meer en meer worden gebruikt met de bedoeling het totale portefeuillerisico te verminderen. **Ondanks de daling sinds 2011 van de prijs van fysiek goud en zilver, blijven deze edelmetalen een manier om zich te beschermen tegen groot economisch onheil**, zoals bijvoorbeeld een beurscrash of sterk oplopende inflatie. Vooral goud biedt immers de zekerheid van een zeldzaam metaal, wat ook de economische gang van zaken is. Deze elementen bij elkaar opgeteld wijzen op termijn op hogere goud- en zilverprijzen. De verwachtingen wat betreft de evolutie in 2018 van de prijs van goud en zilver kennen een grote spreiding, waarbij sommige analisten veel lagere koersen voorspellen (tot 800 USD per ons), terwijl anderen een verder herstel zien tegen eind 2018 tot 1500 USD per ons. **In het licht hiervan mikt de consensus op een prijs van 1.250 USD per ons tegen het einde van 2018 voor goud (+0,0%) en van 16,75 USD per ons voor zilver (+3,5%).**

Een laatste woord geldt de op de beurs genoteerde goud- en zilverproducenten. Grosso modo vallen die in twee groepen uiteen: zij die actief edelmetalen delven en verkopen, en zij die er op zoek naar zijn of - in het beste geval - die zich in de pre-productie fase bevinden. De koersen van de eerste lijden onder een zwakke goud- en zilverprijs en onder stijgende productiekosten; de tweede ook, echter des te meer omdat de waarde van eventueel gevonden maar nog niet ontgonnen reserves, door de gedaalde goud- en zilverprijs en de gebruikte evaluatiemethode (doorgaans discounted cashflow) scherp achteruit gaat.

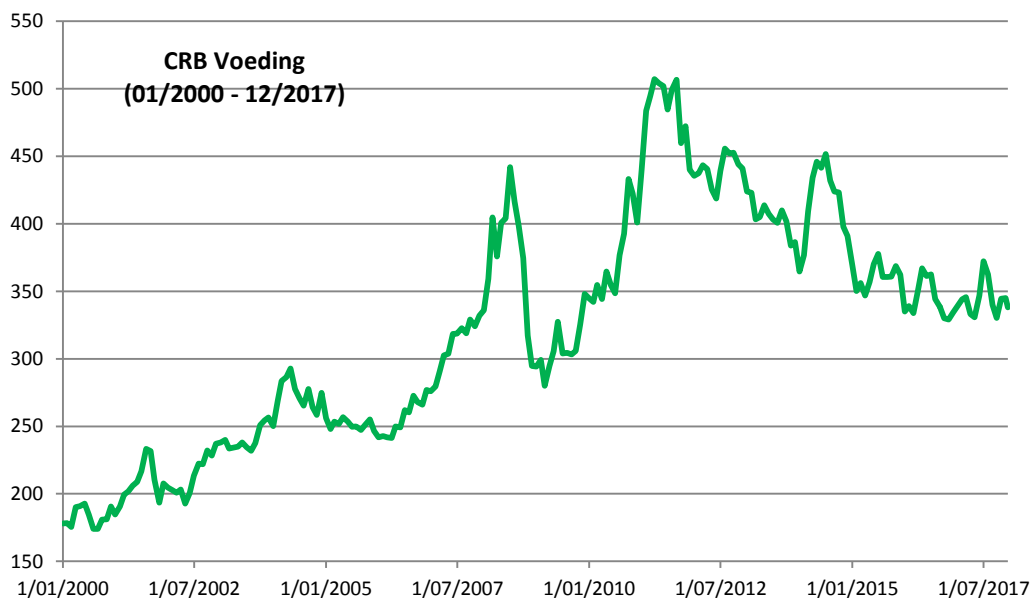
Twee ETF's die respectievelijk beleggen in aandelen van bedrijven uit de eerste groep (producerende goudmijnen) en in aandelen van de tweede (pre-productiebedrijven) geven een goed beeld van hoe gevoelig deze sector is voor het prijsverloop van edelmetalen. Beide ETF's worden gepromoot door het Amerikaanse Van Eck Associates en noteren in USD. De eerste ETF is de Van Eck Gold Miners (symbool GDX), de tweede de Van Eck Junior Gold Miners (symbool GDXJ). Startdatum is 20 november 2009 (lancering van GDXJ). Ter vergelijking herneemt onderstaande grafiek tevens de prijsevolutie van fysiek goud en zilver (alles in USD; data tot en met 15 december 2017).



Terwijl de prijs van fysiek goud van 20 november 2009 tot 14 december 2017 licht stijgt, evolueren de aandelenkoersen van de producerende en explorerende goudmijnen dramatisch. Beide zitten gevangen in een langjarig dalende trend. Beleggen in goudmijnaandelen is dus bijzonder risicovol. Niettemin lijkt het laatste paar jaar sprake te zijn van uitbodeming. **Indien men in goudmijnaandelen wil beleggen, dan via een gespreid fonds waarop men een stop loss techniek toepast.**

### 2.5.3. Zachte grondstoffen

Zachte grondstoffen zijn producten van de landbouw (graan, koffie, veeteelt...). Zoals de grafiek hieronder aangeeft (CRB Food Index - van begin 2000 tot 15 december 2017, in USD), hebben de landbouwproducten van begin 2000 tot de lente van 2011 een scherpe opwaartse rit meegemaakt. Nadien gaat het echter bergaf: op 15 december 2017 verliezen ze ongeveer 1/3<sup>de</sup> van hun waarde vergeleken met hun top van begin april 2011. De trend is sinds de toppen van 2011 nog altijd dalend.



Zoals voor de metalen, verbergt de CRB index van de voedingsmiddelen sterke individuele verschillen. Zo werden rijst en hout in 2017 meer dan 20% duurder, terwijl suiker, rubber en oranjesap meer dan 20% verloren. Het spreekt vanzelf dat klimatologische omstandigheden vaak tekenen voor deze tegengestelde prijsontwikkelingen. Op lange termijn lijkt het onafwendbaar dat zachte grondstoffen

hun opwaartse trend die meer dan 30 jaar geleden van start is gegaan, verder zetten. De redenen hiervan zijn op de eerste plaats de snel groeiende vraag vanuit de opkomende landen als gevolg van de stijgende bevolking. Bovendien treedt in deze landen een verschuiving van de vraag op van basisvoedingsmiddelen naar duurder zoals vlees en bereide producten. Zo de prijzen van zachte grondstoffen structureel opwaarts zijn gericht, liggen grote schommelingen voor de hand (zeer rijke of zware misoogsten). De consensus ziet in 2018 zachte grondstoffen gemiddeld niet veel duurder worden. **Een stijging van de CRB Food index met 2% (in USD) wordt vooropgesteld.**

#### 2.5.4. Besluit

**De opgaande trend op lange termijn van de grondstoffenprijzen blijft intact. De reden hiervan is het structurele onevenwicht tussen vraag en aanbod. Sectoraal hoeft te worden gewezen op de massale winning in Noord-Amerika van gas en olie uit leisteen. Hierdoor stoten de prijzen van energiedragers zoals ruwe olie voor enige tijd wellicht tegen een glazen plafond aan. Met uitzondering hiervan voorspelt de consensus voor volgend jaar stijgende grondstoffenprijzen in USD en dit vooral voor de basismetalen. De prijsevolutie van edelmetalen is onzeker omdat ze veel minder in de industrie worden gebruikt en dus veel meer de speelbal zijn van de politiek van de centrale banken en van de zich soms snel wijzigende verwachtingen van de marktparticipanten. De consensus gaat uit van een quasi-stabilisatie. De prijzen van zachte grondstoffen zullen niet veel oplopen.**

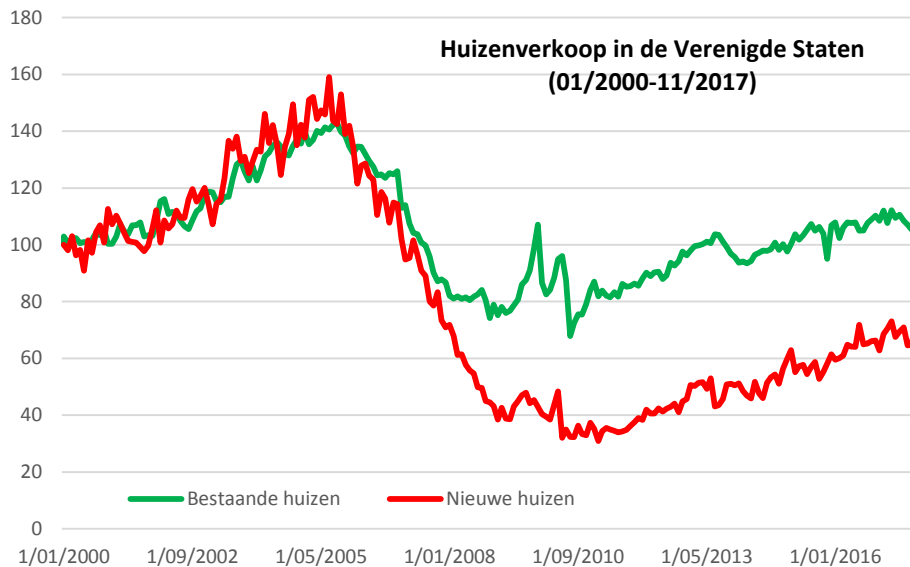
## 2.6. Vastgoed

### 2.6.1. Stand van zaken

Ongeveer omgekeerd evenredig met de neergang van de beurzen in de periode maart 2000 tot maart 2003, stegen de vastgoedprijzen in het Westen tot begin 2007. Deze forse stijging - gevoed door overvloedig en goedkoop krediet - mondde uit in een zware correctie. Vooral landen waar de toegang tot krediet gemakkelijk was (Ierland, Nederland, Spanje, de Verenigde Staten...) kenden sterke prijsdalingen. De meeste van deze vastgoedmarkten zijn inmiddels niet alleen uitgebodemd (zie infra het voorbeeld van de Verenigde Staten), maar zijn begonnen aan een indrukwekkende opwaartse rit. Sommige regio's hebben de prijstoppen van voor de crisis achter zich gelaten en noteren tegen nieuwe *'all time highs'* (de Amsterdamse binnenstad of bepaalde wijken in steden als Toronto en Oslo). In Vlaanderen rijzen appartementsgebouwen, assistentiewoningen en studentenkotens tegen hoog tempo uit de grond, waarbij men zich kan afvragen wie die allemaal moet gaan bewonen.

De politiek van ultralage rente en kwantitatieve versoepeling van de grote centrale banken ligt ook hieraan ten grondslag. Niet alleen de ECB en de BoJ zijn op dit ogenblik de grote voortrekkers, ook de Chinese centrale bank voert nog altijd een sterk verruimend monetair beleid. **Bij gebrek aan rendement op vastrentende beleggingen, zoeken steeds meer mensen naar alternatieven waaronder vastgoed. Dit heeft als resultaat dat de vastgoedmarkten in grote delen van de wereld steeds meer tekenen van oververhitting vertonen.**

De verkopen van bestaande en nieuwe eengezinswoningen in de Verenigde Staten hebben zich sinds begin 2000 tot en met einde november 2017 als volgt ontwikkeld.



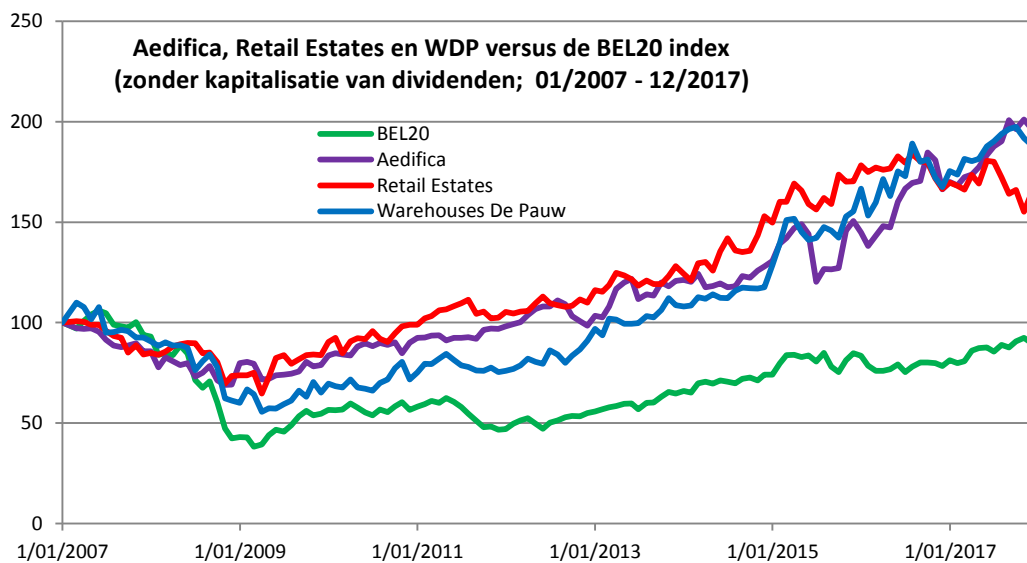
Verkopen van bestaande woningen hebben zich genormaliseerd (ze staan op het peil van begin 2000), maar de bouw van nieuwe eengezinswoningen loopt flink achter, al is er sinds de dieptepunten van 2011 een duidelijk herstel opgetreden. De achterstand vergeleken met de topjaren 2005 en 2006 is echter nog groot. Ook tegenover begin 2000 moet nog ongeveer 20 procentpunt worden goedgehaakt. Hetzelfde beeld komt naar voor in West-Europa, waar bijvoorbeeld de Nederlandse en Spaanse vastgoedmarkten in 2017 het herstel verder hebben doorgetrokken onder de vorm van hogere volumes en betere prijzen, uitmondend - wat Nederland betreft - in nieuwe excessen (cf. de prijsevolutie in de Amsterdamse binnenstad).

### 2.6.2. Toekomstige evolutie

Wat de prijsevolutie op lange termijn van vastgoed betreft, dient men een ruimere tijdshorizon te hanteren dan een paar jaar. **Op lange termijn beantwoorden vastgoedprijzen aan meer fundamentele trends** zoals demografische ontwikkelingen, de verstedelijking of - in West-Europa - de groeiende voorkeur voor kleinere woongelegenheden en de hoge immigratie. Bovendien moet tussen de verschillende soorten vastgoed een onderscheid worden gemaakt. De prijs van beter residentieel vastgoed gelegen buiten de grote steden loopt vandaag dikwijls nog niet fel op, maar in de binnenstad (Antwerpen, Gent, Brugge) is dat anders. Ook sommige bedrijfspanden zijn nog steeds erg gewild. Illustratief in dit verband zijn de beurskoersen van een aantal Belgische gereguleerde vastgoedvennootschappen (GVV). Hoewel deze fondsen de voorbije jaren al goed hebben gepresteerd en ze meestal flink boven hun boekhoudwaarde noteren, blijven ze aantrekkelijk omwille van hun vaak interessante dividend en de kans dat dit in de komende jaren zal stijgen. Overigens, de vergelijking met hun boekwaarde loopt mank omdat deze geen rekening houdt met de waardecreatie dankzij het actieve beheer, bijv. door het massale gebruik van zonnepanelen, of nog, door oudere panden systematisch op te waarderen.

In een omgeving van ultralage rente die wat de eurozone betreft minstens gedurende geheel 2018 zal aanhouden, springen Belgische GVV op het voorplan dankzij hun nog steeds uitermate attractieve risico-rendementsverhouding. **Voor 2018 kunnen ze naar verwachting een totaalrendement van 6% afleveren** (inclusief netto dividend). Als voorbeeld hiervan geeft onderstaande grafiek de prestaties weer van Aedifica (vooral seniorenflats, mikt op de verouderende bevolking), Retail Estates (baanwinkels, profiteert van de beperkte uitbreidingsmogelijkheden) en Warehouses De Pauw - WDP (opslag, geniet ten volle van de boom in de internethandel), vergeleken met de BEL20 index. Tot en met 15 december 2017 presteren deze GVV bijna dubbel zo goed als de BEL20. Bovendien betreft dit uitsluitend de koersevolutie: de dividenden uitgekeerd door de GVV liggen gemiddeld een stuk boven

die uitgekeerd door de bedrijven die deel uitmaken van de BEL20 index. De totale prestatie van de GVV overtreft die van de BEL20 index dus nog wat meer dan blijkt uit de grafiek op de volgende pagina. **Er moet echter gewaarschuwd worden voor bovenmatig enthousiasme.** De netto boekhoudwaarde van bijna alle GVV's (d.w.z. de waarde van de activa verminderd met de schulden) ligt een beduidend stuk onder de beurskoers. Dit is voor een stuk gewettigd (zie hoger), maar het is toch vooral het hoge dividend samen met de verwachting dat dit de komende jaren verder zal stijgen, dat de koers van deze effecten stuurt. Tegelijkertijd betekent dit dat de koersen van de meeste GVV's afhankelijk zijn van de evolutie van de rentevoeten. Zolang de ECB haar politiek van ultralage rente en kwantitatieve versoepeling verderzet, is er geen vuiltje aan de lucht. Van zodra hierin verandering komt, kunnen de koersen van vastgoedvennootschappen onder druk komen te staan. Maar zoals hoger gemeld, is het niet de verwachting dat de ECB snel het rentewapen van schouder verwisselt.



Naast het onderscheid tussen de soorten vastgoed (residentieel, kantoren, opslagruimten...) kan men een vastgoedbelegging ook indelen op basis van de gekozen investeringswijze. Een vastgoedbelegging kan immers direct gebeuren (men verwerft voor notaris de titel van het vastgoed), dan wel indirect (men verwerft aandelen of deelbewijzen die het eigendom van het vastgoed vertegenwoordigen). In tegenstelling tot voorgaande jaren presteerden in 2017 in Europa, maar vooral in de Verenigde Staten, roerende vastgoedbeleggingen (d.w.z. aandelen of deelbewijzen van vastgoedondernemingen) in doorsnee minder goed tot negatief vergeleken met rechtstreekse vastgoedbeleggingen. Dit is te wijten aan de vrees dat de rente (fors) zal stijgen. **Zeker in de eurozone is die vrees echter voorbarig. Bovendien hebben de GVV zich massaal tegen renteverhogingen ingedekt. Tenslotte keren ze een aantrekkelijk en stijgend dividend uit en beschermen ze tegen inflatie.**

### 2.6.3. Besluit

Rechtstreekse vastgoedbeleggingen zijn in een aantal regio's en steden de voorbije jaren flink duurder geworden zodat almaar meer stemmen spreken van oververhitting. Aandelen van ondernemingen die op hun beurt in een portefeuille vastgoed beleggen, zijn een ander verhaal. De redenen hiervan zijn de diversificatie, de grote zekerheid van de huuropbrengsten en de huurindexatie. Uiteraard dringt zich ook hier een strenge selectie op. Een aantal Belgische GVV's die investeren in baanwinkels, seniorenflats en logistiek, bieden een aantrekkelijk risicogecorrigeerd rendement. Hetzelfde geldt voor vergelijkbare fondsen in andere landen (Duitsland, Frankrijk...). Ook op dit vlak is de politiek van de ECB echter allesbepalend. Zouden de rentevoeten in euro oplopen, dan is het waarschijnlijk dat de koersen van quasi alle vastgoedvennootschappen hiervan de negatieve weerslag ondervinden. Maar dit is niet het consensusscenario.

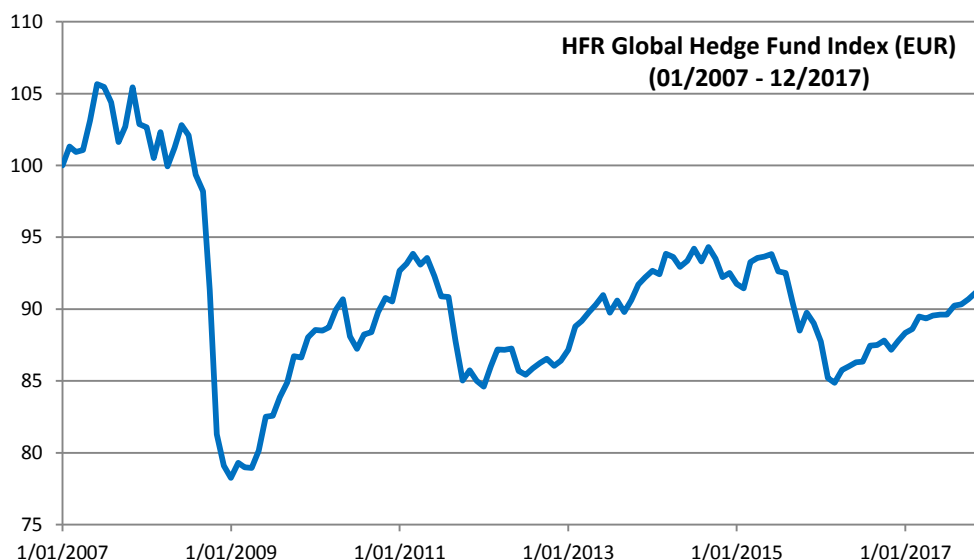
## 2.7. Hedgefondsen

### 2.7.1. Algemeen

Fondsen in afgeleide producten (d.w.z. fondsen die opties, futures en swaps gebruiken en die vaak een beroep doen op een hefboom), hebben geen smetteloze reputatie. Zo lokten ze sinds het begin van de 90er jaren van de vorige eeuw al verschillende keren financiële systeemcrisissen uit. Maar men moet een onderscheid maken tussen het gebruik van afgeleide producten met de bedoeling het rendement van bestaande beleggingen te verbeteren en/of te beschermen (bijvoorbeeld het gedekt schrijven van calls of het kopen van putopties) en het zuiver speculatieve gebruik ervan. De eerste toepassing geeft blijk van een gezonde visie wat betreft beleggen voor de lange termijn, terwijl bij de tweede speculatie de bovenhand heeft. In de volgende bladzijden houden we uitsluitend hedgefondsen tegen het licht. Dat wil zeggen beleggingsfondsen die - gebruikmakend van afgeleide producten - een strategie volgen die op zo diverse zaken betrekking heeft als beleggen in bedrijven in moeilijkheden, in wisselkoersontwikkelingen of in het shorten van aandelenkoersen.

### 2.7.2. Rendement

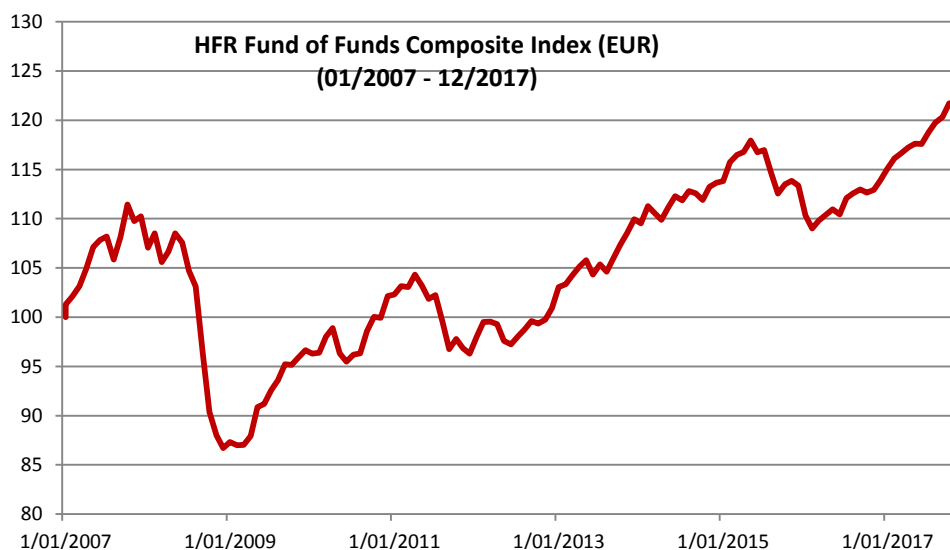
Onverminderd de systeemrisico's eigen aan hedgefondsen, heeft deze sector gemeten aan de HFR Global Hedge Fund Index (EUR) sinds begin 2007 (toen de financiële crisis zich aankondigde) een ontgoochelende koersontwikkeling laten zien (cf. grafiek hieronder). **Daar waar hedgefondsen verondersteld worden te beschermen tegen stormweer op de financiële markten, verliezen ze evengoed zwaar.** Op 15 december 2017 noteren ze bijna 10% onder het peil van voor de financiële crisis; erger, de relatieve toppen van begin 2011 en midden 2014 konden nog steeds niet worden overwonnen. Een van de belangrijkste oorzaken hiervan zijn de ultra lage rentevoeten. Immers heel wat hedgefondsen parkeren een groot deel van hun activa in risicoloze geldmarktfondsen, die dienen als waarborg ('margin') voor het openen van meer speculatieve posities. Aangezien risicoloze geldmarktbeleggingen nauwelijks een rendement afleveren (of als gevolg van de negatieve rente zelfs geld kosten), is deze inkomstenbron voor de hedgefondsen opgedroogd. Bovendien bereikt de volatiliteit op de financiële markten historische dieptepunten en wordt meer en meer via indexfondsen (ETF's) belegd. Beide ontwikkelingen zijn nefast voor het inkomstenmodel van een hedgefonds. De populariteit van hedgefondsen steunt bijgevolg eerder op het feit dat - wanneer het stormt op de financiële markten - deze alternatieve structuren minder verliezen dan de grote activaklasse van de aandelen, dan wel dan dat ze consistent goede prestaties afleveren.



**Bovendien rijzen een aantal vragen over de relevantie van de door sommige hedgefondsen geafficheerde rendementen.** Op de eerste plaats is de toegang tot de beter presterende hedgefondsen vaak gesloten: er worden geen nieuwe deelbewijzen meer uitgegeven. Vervolgens is beleggen in zo'n fonds dikwijls een daad van blind vertrouwen. De meeste hedgefondsen publiceren het detail van hun posities niet of in het beste geval met grote vertraging. Daarnaast is er de vaststelling dat de spreiding rond het gemiddelde van de rendementen geen normale verdeling (klokfiguur) volgt. In de praktijk bevindt de grote meerderheid van de returns van hedgefondsen zich onder het gemiddelde, terwijl slechts een beperkt aantal hoogvliegers (maar die dus vaak gesloten zijn voor nieuwe beleggers) verantwoordelijk is voor het gemiddelde rendement. Tenslotte gebruiken veruit de meeste hedgefondsen de USD als referentemunt, wat - bij afwezigheid van enige afdekking - een valutarisico impliceert voor niet-USD beleggers.

### 2.7.3. Dakfondsen van hedgefondsen

Dit type dakfondsen (fondsen van hedgefondsen) is een veiliger manier voor de doorsnee belegger om in hedgefondsen te investeren. **De gemiddelde opbrengsten van dakfondsen van hedgefondsen** zijn beter dan de returns van veel individuele hedgefondsen, maar **overtuigen doen ze evenmin** (zie onderstaande grafiek die de waardeontwikkeling weergeeft van de Hedge Fund Research International Composite Fund of Funds Index, in USD). Hun gemiddeld jaarlijkse rendement van 01/01/2007 tot 15/12/2017 bedraagt 1,82% in USD (voor inflatiecorrectie). Als gevolg van de daling in 2017 van de USD tegenover de eenheidsmunt, was het rendement in 2017 voor een EUR belegger licht negatief.



**De rendementsdoelstelling voor dakfondsen van hedgefondsen wordt voor 2018 vastgelegd op 1,5% in USD.**

### 2.7.4. Besluit

**Het grootste deel van de hedgefondsen slaagt er niet in om op een consistente wijze een positieve return neer te zetten. Deze vaststelling doet geen afbreuk aan het feit dat een beperkt aantal fondsen een positieve performance realiseert ook in dalende aandelenmarkten. Vaak zijn ze echter gesloten voor nieuwe investeerders. Concreet betekent dit dat deze alternatieve beleggingen bij voorkeur worden gebruikt binnen het totaalbeheer van een portefeuille, eerder dan dat ze voor de eigen merites als op zichzelf staande beleggingen worden gekocht.**

## 2.8. Rendementsverwachtingen 2018

De consensusverwachting op basis van de economisch-financiële vooruitzichten voor 2018, leidt tot de volgende prognoses wat betreft het totaalrendement van de grote activaklassen (= interest of dividend +/- de koersevolutie, maar voor verrekening van inflatie).

Omschrijving / valuta	Rendementsprognose 2018 (in %)
Basisrente - EUR (per einde 2018)	0,00
Basisrente - USD (per einde 2018)	2,25
Basisrente - JPY (per einde 2018)	-0,10
Obligaties topkwaliteit - EUR	-0,10
Obligaties topkwaliteit - USD	-1,40
Obligaties topkwaliteit - JPY	0,00
Aandelen Eurozone - EUR	5,0 tot 7,0
Aandelen Verenigde Staten - USD	4,0 tot 6,0
Aandelen Japan - JPY	8,0
Aandelen opkomende landen - USD	8,0 tot 10,0
Aandelen kleinere bedrijven	extra 3,0
Harde grondstoffen metalen - USD	7,5
Ruwe olie (Brent kwaliteit) - USD	0,0
Edelmetalen (goud) - USD	0,0
Zachte grondstoffen - USD	2,0
Belgische GVV - EUR	6,0
Dakfondsen van hedgefondsen - USD	1,5

**Opgelet!** Dit zijn niet meer dan ramingen op basis van de consensusverwachtingen midden december 2017. De werkelijkheid kan sterk verschillen als gevolg van wijzigingen op het vlak van het economisch-financiële scenario, als gevolg van wisselkoersevoluties of als gevolg van geopolitieke ontwikkelingen of grote rampen. In dit verband verwijzen we naar de 'disclaimer' op de titelpagina.

## 2.9. Afwijkende visies

De consensusvisie is de grootste gemene deler van de verwachtingen zoals verwoord door de geraadpleegde bronnen, aangevuld met enkele eigen interpretaties. Het spreekt vanzelf dat er afwijkende visies bestaan die soms heel wat rooskleuriger zijn, soms ronduit pessimistisch. **Als gevolg van de versnelde economische groei in grote delen van de wereld, neemt in 2018 het gewicht van de afwijkende visies toe.** De reden hiervan ligt bij de interpretatie van de conjunctuurencyclus. Sommige analisten zijn van mening dat in de Verenigde Staten - ondanks de belastingverlagingen en geplande massale publieke investeringen - de economie na 9 jaar onafgebroken groei een cyclisch maximum heeft bereikt. Anderen daarentegen denken dat de gelijktijdige groei in Europa, Noord-Amerika en het Verre Oosten, in 2018 een turbo effect gaat veroorzaken met als resultaat een veel sterkere economische groei. **Vergeleken met de consensusvisie, leidt een afwijkende visie tot beduidend andere uitkomsten wat betreft de economisch-financiële verwachtingen voor volgend jaar.**

### 2.9.1. Positieve bias (waarschijnlijkheid 20%)

De ultralage rente en de laag blijvende grondstoffenprijzen zwingelen het wereldwijde consumentenvertrouwen nog veel meer aan dan vandaag al het geval is. Bovendien blijven grootschalige natuurrampen of zware terroristische aanslagen achterwege en houden de meeste landen hun begrotingstekort beter onder controle, laat staan dringen het terug. China slaagt erin om



zijn economische problemen (schulden- en vastgoedbel) in te dammen, terwijl de Verenigde Staten een BBP groei van meer dan 4% realiseren, het hoogste cijfers sinds meer dan 20 jaar. Tenslotte ontstaat rond de Europese Unie onder leiding van de tandem Macron/Merkel een positiever sentiment, zodat consumptie en productie ook hier fors verbeteren en de EUR verder verstevigt. Dankzij dit alles krijgt de wereldeconomie vleugels. Het BBP stijgt veel sneller dan vandaag in het kader van de consensusvisie geschat. De bedrijfswinsten boomen, wat de beurskoersen nog veel verder opstuwt. In dergelijk scenario doen vastrentende beleggingen het slecht omdat de lange rente onder invloed van de goede economische prestaties snel oploopt en de centrale banken in het licht van de uitstekende economische prestaties niet anders kunnen dan de kwantitatieve versoepeling versneld af te bouwen (Fed) of versneld stop te zetten (ECB en BoJ) en de korte rente te verhogen. In heel wat regio's rijzen vastgoedprijzen de pan uit (maar de koersen van vastgoedvennootschappen boeten in ten gevolge van de oplopende rente) en de grondstoffenprijzen (vooral harde metalen) schieten naar boven.

### **2.9.2. Negatieve bias (waarschijnlijkheid 15%)**

Pessimistische scenario's over de economische evolutie in 2018 gaan ervan uit dat de synchrone wereldwijde groei in de loop van volgend jaar afzwakt. Aan de ene kant zou dit kunnen gebeuren omdat de jarenlange expansie op de eerste plaats in de Verenigde Staten niet goed reageert op de nieuwe impulsen (belastingverlagingen, extra overheidsinvesteringen). Anderzijds lopen de waarderingen van een aantal activaklassen zo fors op, dat een correctie zich opdringt. Bijvoorbeeld overheids- of rommelobligaties zouden hiervan het slachtoffer kunnen worden waardoor een golf van wantrouwen de financiële markten overspoelt. Tenslotte zien een aantal analisten problemen rond cryptomunten als de Bitcoin. De waardering van dergelijke virtuele munten die niet anders zijn dan een computercode en die soms frauduleuze aspecten vertoont, is extreem hoog opgelopen. Vergelijkingen met andere manies zoals de tulpengekte uit de 17<sup>de</sup> eeuw, zijn niet uit de lucht. Nog anderen vrezen dat de Chinese economie als gevolg van de overmatige schuldencreatie tot stilstand komt, uitmondend in zware interne politieke strubbelingen en in een ernstige economische terugval. Het spreekt vanzelf dat nog meer doemscenario's mogelijk zijn die niet per definitie in de economisch-financiële sfeer hun oorsprong vinden.

**Zelfs maar licht negatieve scenario's dreigen een grote impact te hebben op de verwachtingen voor de grote activaklassen.** Meer in het bijzonder de waardering van aandelen zou zwaar kunnen terugvallen, mocht het consensusscenario te positief blijken. Dit is vooral het geval in de Verenigde Staten waar heel wat aandelen gewaardeerd zijn op basis van uitermate positieve inschattingen wat betreft de Amerikaanse economische groei en de bedrijfswinsten. Maar ook obligaties kunnen onder druk komen te staan zo de centraal bankiers er niet langer in slagen de rente ultralaag te houden. Beide grote activaklassen zullen dan in neerwaartse richting bewegen.

**Het is niet realistisch om te denken dat mochten de Amerikaanse beurzen om een of andere reden stoom aflaten, de Europese, Japanse... hieraan zullen ontsnappen.** Het tegendeel zal het geval zijn, zelfs zo de *'fundamentals'* van de eurozone vandaag beter ogen: op dat ogenblik zullen alle aandelenbeurzen wereldwijd corrigeren.

In het algemeen kan men stellen dat de beurzen einde 2017 veel optimisme incalculeren wat betreft de economische gang van zaken voor volgend jaar. **Daarom: om zich tegen onverwachte neerwaartse ontwikkelingen op de aandelenmarkten te beschermen, is de beste strategie het toepassen van een stop loss techniek.**

### 2.9.3. Besluit

Economie is geen exacte wetenschap en daarom kan men niet uitsluiten - ondanks de lagere waarschijnlijkheid - dat een alternatief scenario werkelijkheid wordt. Maar aan de andere kant zullen politici en centraal bankiers dit niet zomaar laten gebeuren. Daarom is het consensusscenario dat in 2018 mikt op een verdere wereldwijde economische groei samen met lage tot ultralage rentevoeten, het meest waarschijnlijke.

### 2.10. Slotbeschouwingen

1. Deze studie steunt op de consensusverwachtingen van een groot aantal (supranationale) overheidsinstellingen en commerciële financiële instituten. Omdat de consensusverwachting de grootste gemene deler is, verbergt deze invalshoek visies die sterk verschillen. Daarom werden supra een meer positieve, resp. een meer negatieve analyse kort besproken.

2. De rode draad die doorheen deze voorspellingen loopt, is de groeiende onzekerheid gecreëerd door de centrale banken. Ze handelen met de beste bedoelingen, maar ze passen financieel-economische remedies toe die nog nooit in de moderne geschiedenis zijn gebruikt. De economische theorie zegt dat het ongebreideld creëren van extra geld moet eindigen in het fors oplopen van inflatie. Slechts indien de grote centrale banken er op het juiste ogenblik in slagen deze extra geldhoeveelheid opnieuw uit het economische systeem te halen, kan sterke geldontwaarding worden vermeden. Zo'n ingrepen zullen de rente op korte en lange termijn echter doen stijgen. Dergelijke werkwijze is niet in het belang van de overheden die de kostprijs van hun hoge schulden onder controle willen houden. Bovendien, als kwantitatieve versoepeling en ultralage rente volgens de centraal bankiers noodzakelijk zijn om de economie er opnieuw bovenop te helpen, dan kan men geredelijk aannemen dat een omgekeerde monetaire politiek (terugdraaien kwantitatieve versoepeling en hogere rentevoeten) zal aanleiding geven tot een economische terugval.

3. In het licht hiervan volgen een aantal slotbeschouwingen die partim teruggaan op studies van derden, partim op eigen analyses. Ze plaatsen een kritische noot bij de consensusverwachtingen zonder daarom in een van de alternatieve scenario's te vervallen.

- **Door de bank genomen blijven de overheidsuitgaven stijgen.** Zo slaagt bijv. de Belgische overheid er niet in een begroting in evenwicht in te dienen, terwijl de economische groei nochtans almaar oploopt. Een ander voorbeeld zijn de Verenigde Staten die op het ogenblik dat de economie boomt, uitpakken met een sterk expansief verhaal (lagere belastingen, hogere overheidsuitgaven), waardoor de overheidsdeficits flink zullen toenemen.

- **De centraal bankiers beseffen best dat hun uitermate expansief monetair beleid op termijn extra risico's creëert waaronder vooral het oplopen van inflatie.** Het geweer van schouder veranderen gaat echter (te) langzaam. Slechts de Fed is schuchter begonnen met het terugdraaien van de kwantitatieve versoepeling. De ECB en de BoJ doen rustig verder. Op die manier leggen ze de basis van grote, toekomstige financiële onevenwichten.

- **De geloofwaardigheid van de centrale banken kan snel verdwijnen zo hun monetaire politiek verkeerd uitpakt.** Gevolgen: een sterke stijging van de lange rente, crashende aandelenbeurzen en wild schommelende wisselkoersen.

- Omdat er nog steeds geen spraak is van voldoende convergentie op economisch, fiscaal en sociaal vlak tussen de eurolidstaten, **blijft de toekomst van de EUR zoals hij vandaag bestaat onzeker.**

- De Verenigde Staten genieten van een competitief voordeel dankzij de op massale schaal gewonnen schalieolie. Tegelijkertijd legt deze extra olieproductie een feitelijk plafond op aan de olieprijs, geraamd op zo'n 70 USD per vat. **Ondanks de verwachte verdere groei van de wereldeconomie, zal**

**de prijs van ruwe olie in 2018 niet veel stijgen.** Dit is niet alleen het gevolg van de sterk groeiende productie van schaalolie, maar ook van de doorbraak van alternatieve energiebronnen en van de revival die kernenergie vooral in de opkomende landen kent.

- **De Chinese groeicijfers blijven naar Westerse normen zeer hoog.** Een groot stuk van deze groei is echter krediet gedreven. Zou het schuldenbeheer ontsporen, kan dit resulteren in problemen die niet alleen China, maar ook de hele wereldeconomie treffen. De consensus kijkt vrij relax naar dit risico.

- **Ieder jaar moeten de financiële markten niet in te schatten gebeurtenissen verwerken. Het is onwaarschijnlijk dat 2018 hieraan ontsnapt.**

- De waardering van de EUR, respectievelijk de USD, zal nog veel meer dan in het verleden fluctueren op de golven van de acties van de centrale banken. Beide munten zijn intrinsiek zwak (kiezen tussen de pest of de cholera...). Alternatieven zijn dun gezaaid, vooral omdat de achterliggende economieën klein zijn (AUD, CAD, CHF, NOK, SEK...). Munten van grotere opkomende landen (BRL, INR, ZAR...) zijn echter geen alternatief omdat de centrale banken van deze landen niet machtig genoeg zijn om de wisselkoers van de eigen munt tegenover EUR, JPY en USD blijvend te beïnvloeden. **Als gevolg van de verwachting dat de Fed in de loop van volgend jaar de korte rente minstens drie keer verhoogt, spreekt de consensus per einde 2018 over een wat duurere USD tegenover de EUR.** Aan de andere kant boert de economie van de eurozone vandaag goed, zodat zelfs zonder enige renteverhoging de EUR aan aantrekkingskracht kan winnen. Met andere woorden, het voorspellen van de wisselkoers EUR/USD is natte vingerwerk, temeer daar speculatieve geldstromen een veelvoud vertegenwoordigen van de handelsstromen. Het zou daarom best kunnen dat de EUR eind volgend jaar veel steviger noteert tegenover JPY en USD dan de consensus inschat.

- Obligaties zullen op basis van de macro-economische verwachtingen in 2018 stevig inleveren. Maar die verwachting bestond ook voor de vorige jaren en werd niet bewaarheid als gevolg van de acties van de grote centrale banken. Deze hebben een ander speelveld gecreëerd, waarin ze de rente gedurende lange tijd op niveaus ver onder het inflatiepeil vastprikken. **Rendementen van (overheids)obligaties zouden daardoor ook in 2018 onnatuurlijk laag kunnen blijven.**

- Meer concreet en zonder extreme gebeurtenissen te verdisconteren, heeft het voorgaande tot gevolg dat **de consensus wat betreft de verwachte rendementen o.i. wat hoeft bijgestuurd te worden.** Aandelen zouden beter dan verwacht kunnen scoren, bij gebrek aan alternatieven en in het licht van de aanhoudende enorme geldcreatie door de centrale banken (waarbij de ECB en de BoJ de Fed hebben afgelost). De koersen van obligaties uitgegeven door overheden en bedrijven met de beste ratings zijn zo duur geworden dat een stevige correctie zich opdringt, die verder draagt dan de consensus verwacht. Harde grondstoffen - inclusief edelmetalen - hebben tot nog toe relatief weinig geprofiteerd van de geldcreatie. 2018 zou een inhaalbeweging kunnen zien, waarbij tegen het jaareinde de winsten een stuk hoger liggen dan opgenomen in de tabel 'Rendementsverwachtingen'.

- De financiële markten werden in 2017 gekenmerkt door een bijzonder lage volatiliteit (laagste peil in bijna 30 jaar). Dergelijk laag peil is onnatuurlijk en onmogelijk vol te houden. **In het verleden werden perioden van zeer lage volatiliteit steeds gevolgd door een beurscorrectie.**

- Terwijl de geboden rente onwaarschijnlijk laag is en de gegeven waarborgen almaar minder voorstellen, blijven de wereldwijde (obligatie)schulden snel oplopen. **Hoeveel meer lucht kan die ballon bevatten voor hij ontploft?**

- Kiezen voor aandelen en/of geëffectiseerd vastgoed, impliceert rekening houden met een hoge volatiliteit. **Om zich hiertegen te beschermen, is het aangewezen i) te beleggen via fondsen of ETF's en ii) een beroep te doen op een stop loss methodologie.**