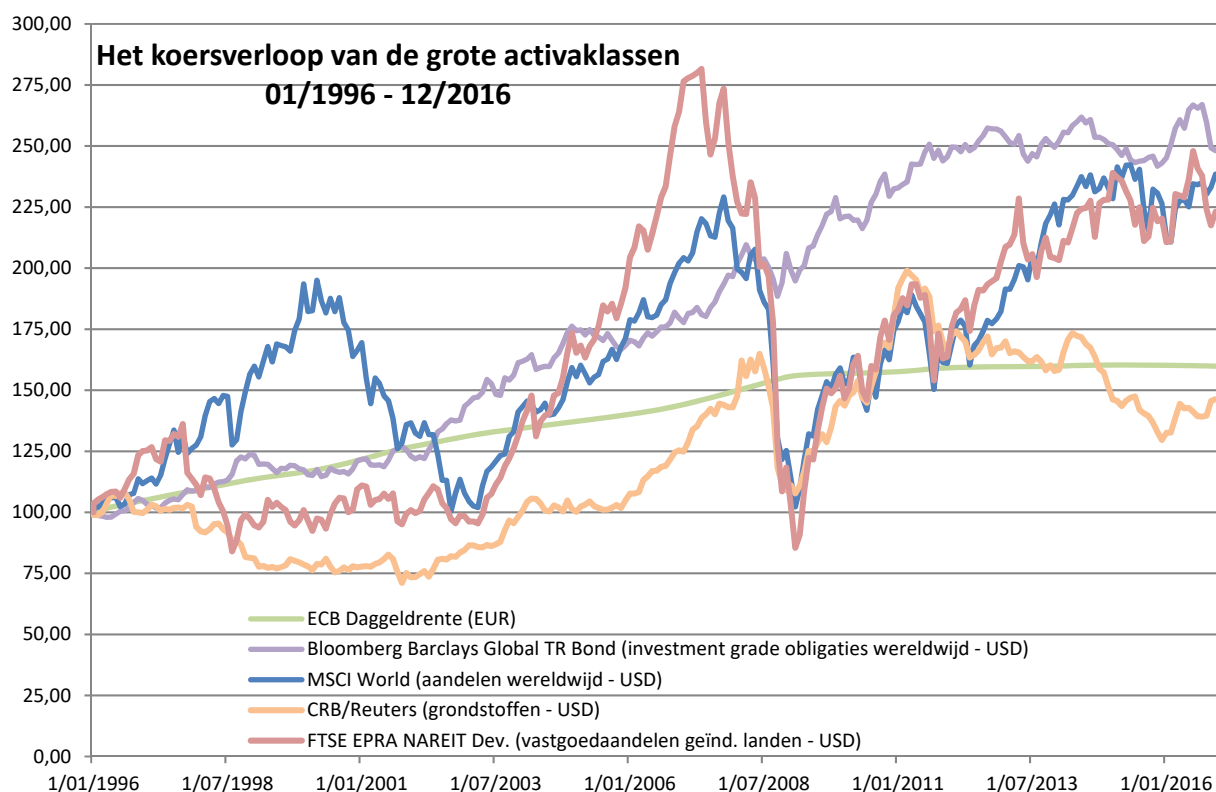




HET RENDEMENT VAN DE GROTE ACTIVAKLASSEN IN 2017



Januari 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. Dit document is met de meeste zorg samengesteld. Precisis aanvaardt geen aansprakelijkheid voor eventuele onjuistheden of fouten en vergissingen van welke aard ook. Deze publicatie - die gratis ter beschikking wordt gesteld - verleent geen rechten.

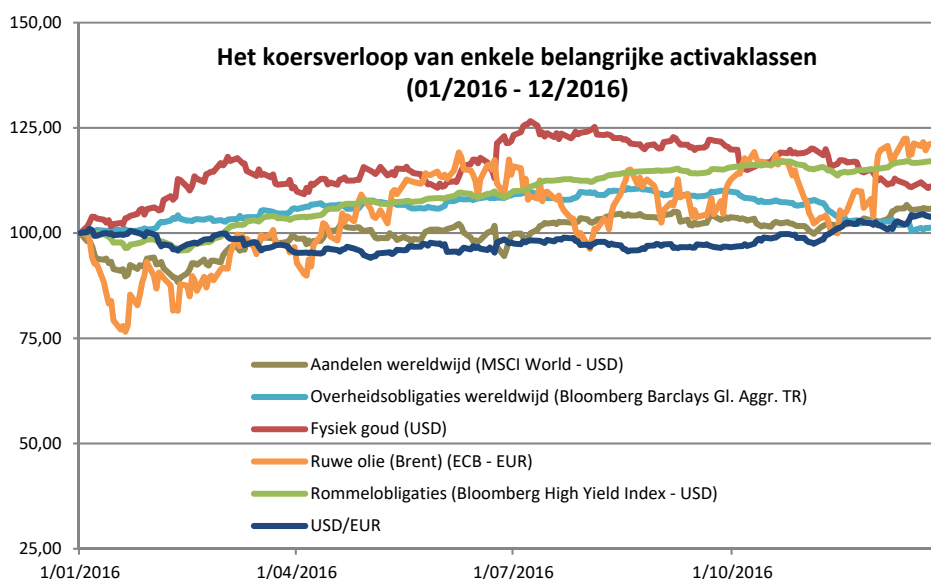
HET RENDEMENT VAN DE GROTE ACTIVAKLASSEN IN 2017

1. Is beleggen koffiedik kijken?

Net zoals wij kijken heel wat macro-economen 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. Het aflopende jaar is hiervan een nieuw voorbeeld. De consensus sprak van een stijging in 2016 van de EuroStoxx50 met 8% tot 10%. In werkelijkheid sluit deze index einde december 2016 ongeveer vlak, met negatieve uitschieters van meer dan -10% in februari (twijfels omtrent de houdbaarheid van de Chinese schuldenbel) en juni (uitslag Brexit referendum). Anderzijds mondde de door het analistenheir gevreesde overwinning van Donald Trump niet uit in een crash. Integendeel, sinds dan zijn de wereldbeurzen duidelijk opwaarts gericht.

De vaststelling dat op de eerste plaats gebeurtenissen vreemd aan het eigenlijk economische reilen en zeilen het verloop van de financiële markten bepalen, is frustrerend. Immers, waarom dan nog stilstaan bij koers/winstverhoudingen, bij de verwachte rente-evolutie of bij wisselkoers-aanpassingen? En ook in 2017 lijkt het erop dat de financiële markten eerst en vooral zullen bewegen op het ritme van geopolitieke ontwikkelingen. Eerst zijn de Verenigde Staten aan zet. Hoewel vandaag zeker nog niet alle plannen van president-elect Trump bekend zijn, is de kans groot dat zijn presidentschap een breuk betekent met de zienswijzen van de Obama administratie. Niet alleen op economisch-financieel gebied, maar vooral op geopolitiek vlak. De vlees noch vis politiek van Obama (bijvoorbeeld de revolutie prediken in Noord-Afrika en het Midden-Oosten, maar niet thuis geven als de situatie er compleet ontspoord), zal wellicht worden vervangen door een meer isolationistische politiek (de oprichting van een muur op de grens met Mexico), gelardeerd met protectionistische uitschieters (bijvoorbeeld het instellen van toltarieven op auto's die in Mexico zijn geassembleerd). Ook in de eurozone dreigen politieke ontwikkelingen de economische te overschaduwen. Er zijn immers verkiezingen in Nederland, Frankrijk en Duitsland, en wellicht ook in Italië, alle kernlanden van de eurozone. In navolging van de verrassende verkiezingsuitslagen in Groot-Brittannië (Brexit) en in de Verenigde Staten (verkiezing van Donald Trump), kan niet worden uitgesloten dat ook in deze landen een onverwachte overwinnaar uit de bus komt. Hoewel zo'n uitslag vandaag onwaarschijnlijk lijkt, zou hij een grote impact op de economie hebben, zeker indien de overwinnaar de toekomst van de euro in vraag stelt. De vooruitzichten voor de grote activaklassen zoals besproken in de volgende pagina's worden dus best gelezen met in het achterhoofd deze onverwachte, maar niet onmogelijke ontwikkelingen.

De ontwikkeling in 2016 van de grote activaklassen blijkt uit de volgende grafiek (van 1 januari tot en met 28 december 2016). In 2016 presteerde ruwe olie het best, gevolgd door rommelobligaties en door fysiek goud (resp. +24,1%, + 17,3% en +12,2%). Aandelen wereldwijd scoorden +5,9%, terwijl overheidsobligaties met 1,2% de hekkensluiter zijn. Opmerkelijk is de koersevolutie van de USD tegenover de EUR. Hoewel de Amerikaanse munt quasi het hele jaar door zwakker noteerde tegenover de eenheidsmunt, zette hij na de verkiezingsoverwinning van Donald Trump een sterke eindspurt neer, gedreven als hij is door de hogere Amerikaanse renteverwachtingen.



De conclusie is dezelfde als voor de voorgaande jaren : **zonder het nemen van (veel) risico, was 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.** Die 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 3%, 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 9% (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) gebruiken het concept 'risicoloze belegging met minimaal rendement' 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 zo gek zijn hierin nog te willen beleggen? 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, kan men dergelijke belegging rationeel noemen. 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 indruist tegen iedere 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 het geval zou zijn en 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 langjarige 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 2016 van 5,9% voor wereldwijde aandelen en van 1,2% voor overheidsobligaties (zie hoger), helemaal niet zo laag, integendeel zelfs. De hamvraag voor 2017 is of de geplande Fed renteverhogingen ook niet de ECB en de BoJ zullen verplichten hun beleid van financiële repressie bij te sturen, met als gevolg dat de rendementscurven opnieuw opwaarts beginnen te verschuiven.

2. Geldmarktbeleggingen

2.1. De Verenigde Staten hebben in december 2016 eindelijk de tweede renteverhoging sinds 2008 doorgevoerd. Hopelijk is hiermee definitief de weg naar boven ingeslagen zodat een einde komt aan de destabiliserende politiek van monetaire repressie. De economische vooruitzichten voor de Verenigde Staten - onder meer dankzij de stimulushoop die Donald Trump oproept - zijn beter dan die voor Europa of Japan. Bovendien heeft Janet Yellen, voorzitter van de Fed, verklaard dat in de loop van 2017 bijkomende renteverhogingen op het programma staan. **Dit zou de Amerikaanse korte rente einde 2017 tot 1,25% doen stijgen.**

In grote tegenstelling tot de verwachte renteontwikkeling in de Verenigde Staten, zullen de centrale banken van de eurozone (ECB) en van Japan (BoJ) de rente zo laag mogelijk houden. Bovendien hebben ze recent hun programma's van kwantitatieve versoepeling uitgebreid. **De consensus-verwachting voor einde van 2017 wat betreft het korte tarief voor de eurozone en Japan, is resp. 0,00% en -0,10%**, m.a.w. in de loop van 2017 worden er geen wijzigingen verwacht. Het is duidelijk dat de politiek van ultralage tot negatieve rente onbedoelde gevolgen heeft. Ze creëert onzekerheid bij spaarders die als reactie nog meer sparen met de bedoeling hetzelfde rente-inkomen te behouden. Ze plaatst beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeringsinstellingen voor moeilijkheden wat betreft het honoreren van hun lange termijn verplichtingen. Ze moedigt beleggers aan risico's te nemen die ze anders nooit zouden willen lopen. **Vanuit macro-economisch gezichtspunt kan de ultra lage interestpolitiek van de ECB dus gemakkelijk worden bekritiseerd.** De ECB en de BoJ blijven echter voorrang geven aan het bevoordelen van overheden bovenop het voeren van een evenwichtig en verantwoord rentebeleid.

Tenslotte, wat betreft de particuliere belegger, blijft er het alternatief van hoogrentende spaarboekjes. Eind december 2016 is het op die wijze mogelijk een bruto rendement binnen te halen van 1,50% (Deutsche Bank België DB Saving Plan). Dankzij de fiscale vrijstelling van de roerende voorheffing tot een interestinkomen van 1.880 EUR per persoon en per instelling (inkomsten 2016), is voor veel spaarders dit bruto bedrag ook een netto bedrag. **Dergelijke rendementen zijn uiterst aantrekkelijk vergeleken met deze van termijnrekeningen of obligaties**, waarop steeds de roerende voorheffing (RV) dient te worden in mindering gebracht. Bovendien, op 1 januari 2017, stijgt de RV van 27% naar 30%.

2.2. Besluit

De ECB en de BoJ zullen de korte rente in 2017 behouden op het ultralage peil van resp. 0,00% en -0,10%. De FED zal de korte rente tegen einde 2017 wellicht optrekken tot 1,25%, wat een gemiddelde rentestand in 2017 van 0,875% veronderstelt. Liquiditeiten (EUR, JPY, USD) belegd op spaarboekjes, op termijnrekeningen, 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. Een uitzondering hierop zijn hoogrentende spaarboekjes in EUR. Vaak brengen die meer op dan obligaties van de beste kwaliteit met een resterende looptijd tot 10 jaar. Bovendien zijn ze veel meer liquide. Ze zijn daarom te verkiezen boven vastrentende beleggingen op korte tot lange termijn.

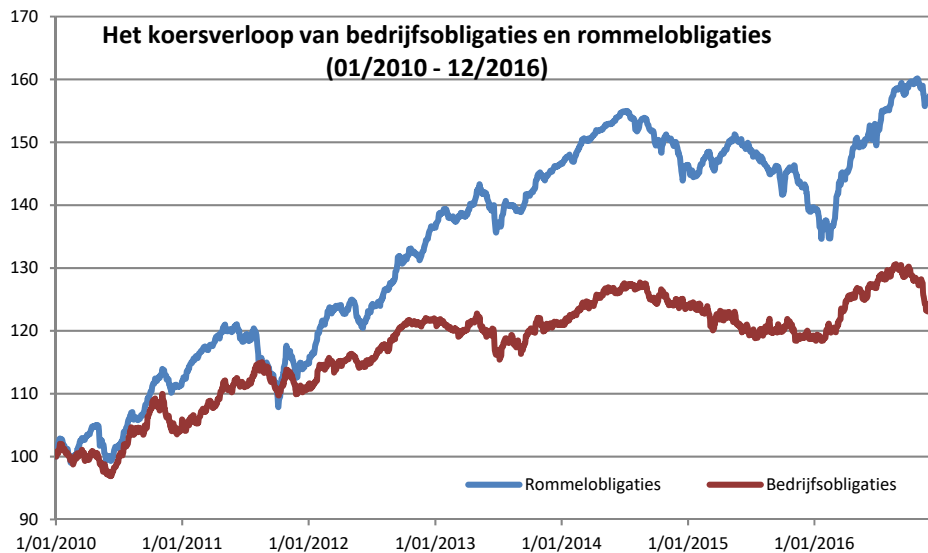
3. Vastrentende beleggingen op halflange en lange termijn (obligaties)

3.1. Obligaties in EUR

In theorie weerspiegelt de lange rente de inflatievooruitzichten. Omdat deze voor 2017 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 3,5% voor de eurozone is dan de uitkomst. **Maar het rentepeil van overheidsobligaties is steeds meer functie van ingrepen door de grote centrale banken.** Ze zorgen ervoor dat de rente abnormaal laag blijft tot zelfs negatief is, ook voor landen waarvan de economie flink groeit en waar de inflatie aantrekt. Een voorbeeld hiervan binnen de eurozone is Duitsland. Dit land rekent met een BBP groei in 2017 van 1,4%, ziet de export met 3,8% stijgen en het prijzenpeil met 1,3% aanzwellen. Deze positieve ontwikkelingen vindt men echter geenszins terug in de rentevoeten. Op halflange termijn is de rente negatief (-0,52%); op lange termijn (10 jaar) is ze met 0,26% nauwelijks positief (data op 20 december 2016). Na verrekening van de verwachte inflatie, 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 overheidsobligaties uit de eurozone, zal hierin in 2017 geen verandering komen.** Integendeel, deze acties verschromen het obligatieaanbod waardoor de marktwerking nog verder scheef wordt getrokken. Overheidsobligaties in EUR van de beste kwaliteit zijn daarom nog steeds geen goede keus. **De consensusverwachting voor de opbrengst van Duitse overheidsobligaties op tien jaar eind 2017 (interestcoupon + meer/minderwaarde) is negatief.** Deze prognose is gebaseerd op het zich progressief verder doorzetten van het economisch 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 wat meer vaart krijgt en/of dat het vertrouwen in de acties van de grote centrale banken afbrokkelt. Zou dit gebeuren, dan kan de Duitse lange rente oplopen, richting 1,5% tegen einde 2017. Dergelijke ontwikkeling zal op de obligatiekoersen wegen (een hogere rente leidt tot lagere koersen).

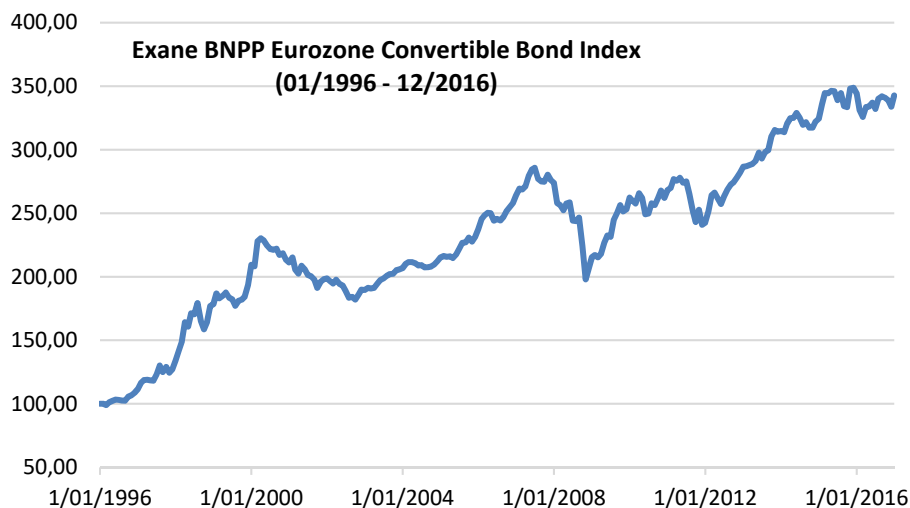
Wat de zuidelijke eurolanden betreft, is de consensus dat de interventies van de ECB de lange rente laag zullen houden. Deze verwachtingen steunen op de overtuiging dat de ECB bij machte is het renteverloop ook op de lange termijn naar haar hand te zetten, o.m. dankzij het systematisch opkopen van overheidsobligaties uitgedrukt in euro. 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: ook de lange rente in heel wat eurolanden is sinds de verkiezing van Donald Trump relatief sterk gestegen, en dit ondanks de massale obligatieaankopen door de ECB. Dit bewijst nogmaals dat de grote centrale banken, waaronder de ECB, tegen de grens van haar interventiemogelijkheden aanschurkt.

Het obligatielandschap is echter 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 Global Investment Grade Corporate Bond Index en Bloomberg 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 bijzonder duur en vertolken allermint het gelopen risico.**



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. 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 BNP Paribas Eurozone Convertible Bond Index). Eind 2016 noteert deze index nauwelijks onder zijn historische top.



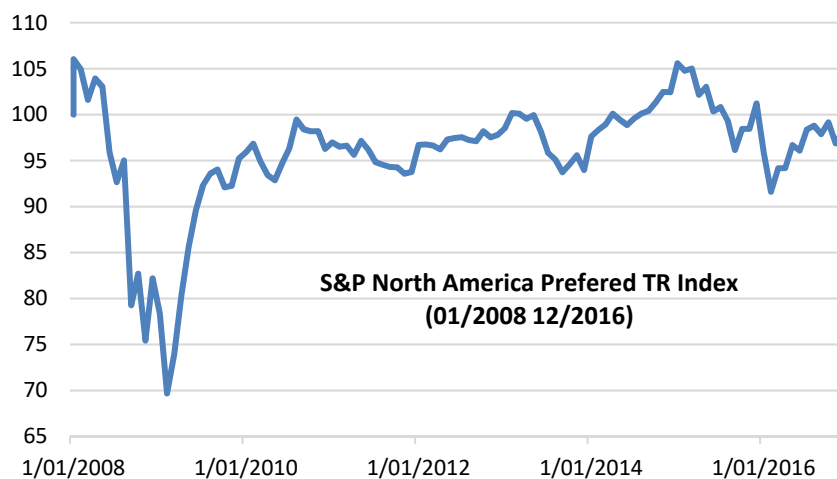
Inmiddels noteren converteerbare EUR obligaties duur. Hun interestcomponent is in veel gevallen marginaal geworden, zodat hun verdere stijging vooral afhangt van het klimaat op de aandelenmarkten (zie verder). Een groot potentieel dichtten we ze niet toe, gelet op het al hoge niveau van de beurzen en de bijna onmogelijkheid dat de rente nog veel daalt. Anderzijds zijn converteerbare obligaties minder onderhevig aan de soms wilde beurschommelingen.

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. Daarnaast loopt de Amerikaanse lange rente misschien wat op (zie hoger), resulterend in lagere koersen voor bestaande stukken. Ook 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 illustreert 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.

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 2017 nog wat verder oploopt om tegen het einde van het jaar bijna 3% te bedragen. 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 eind 2017 op -1,2%.** Dit cijfer impliceert dat de interestcoupon meer dan wordt opgegeten door koersverliezen als gevolg van de dalende koersen.

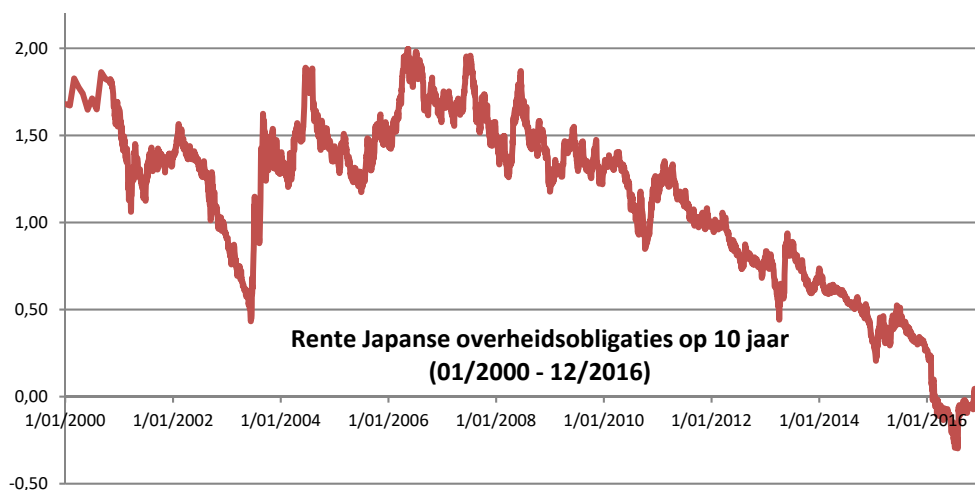
Een bijzonder type obligatie dat vooral in de Verenigde Staten geliefd is, zijn preferente aandelen. Hoewel het vanuit juridisch oogpunt aandelen zijn, bezitten deze effecten heel wat eigenschappen van obligaties zoals een vaste looptijd en een vast rendement (ze hebben tegelijkertijd kenmerken van schuldinstrumenten en van eigendomsrechten). Daarom behandelen we ze hier kort. Preferente aandelen zijn effecten die bevoorrecht zijn tegenover gewone aandelen (vandaar de naam) omdat ze bij de 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 aangeeft, is dit laatste geen sinecure; ook hier heeft de crisis van 2008-2009 voor veel volatiliteit gezorgd. Daarom verdient het aanbeveling in dit type obligaties uitsluitend via fondsen te beleggen.

3.3. Obligaties in JPY

De Bank of Japan (BoJ) is in de voorgaande jaren uitgegroeid tot de kampioen van de kwantitatieve versoepeling. Deze programma's hebben in Japan niet alleen betrekking 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) 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, blijft de economie slecht presteren en is de inflatie - na een opflakking - opnieuw rond het nulpunt aanbeland. **De realiteit is dat de BoJ niet anders kan dan overheidseffecten op te kopen, zo niet stevent het land op het faillissement af.** Immers, het zwakke punt zijn de Japanse overheidsschulden (256% van het BBP eind december 2016) en de omvangrijke overheidstekorten (6,7% van het BBP in 2015 en naar verwachting 5,7% in 2016). Het spreekt vanzelf dat de financiering van dergelijke bedragen (het tekort van de Japanse overheid in 2016 bedraagt meer dan 1.100 miljard EUR...) de Japanse regering voor grote uitdagingen stelt. De enige manier om deze met succes te beantwoorden, is de rentelast zo laag mogelijk te houden door middel van agressieve programma's van kwantitatieve versoepeling. Een extreem lage rente in een land met een zo grote schuldenlast en zware overheidstekorten, is economisch niet te verantwoorden: wie is onder die omstandigheden zo gek een jaarrente van nauwelijks nul procent (27 december 2016) te aanvaarden op effecten met een resterende looptijd van 10 jaar (zie onderstaande grafiek)?



Alleszins niet de Japanse pensioenfondsen die volop diversifiëren naar binnen- en buitenlandse aandelen en vastgoedfondsen. De BoJ wordt op die manier meer en meer de enige opkoper van Japans overheidspapier. Op dit ogenblik bezit ze bijna de helft van alle Japanse overheidsleningen, inclusief schuld papier op korte termijn. Gelet op de hoogte van de Japanse overheidsschuld en de zekerheid dat die de volgende jaren nog zal toenemen, hebben premier Abe en gouverneur Kuroda van de BoJ geen andere optie dan i) de rentelast zo laag mogelijk te houden, ii) de overheidsschuld verder te monetariseren (d.w.z. te laten opkopen door de BoJ) en iii) de JPY verder te doen dalen in de hoop inflatie te creëren die de schuld in koopkrachtwaarde doet verminderen. Anderzijds, het feit dat de

BoJ op termijn met voorsprong de grootste bezitter wordt van Japans overheidspapier is vanuit boekhoudkundig oogpunt niet noodzakelijkerwijs een slechte zaak. De BoJ is immers een naamloze vennootschap waarin de overheid minstens 55% van de aandelen controleert en over alle stemrechten beschikt. Bij consolidatie van de balans van de BoJ met die van de Japanse overheid, zal bijgevolg het grootste gedeelte van de overheidsschuld in handen van de BoJ worden opgeheven. Indien deze redenering wordt gevolgd, bedraagt de netto Japanse overheidsschuld geen 256% van het BBP, maar minder dan de helft. **Niettemin is beleggen in Japanse overheidsobligaties (verwacht totaalrendement einde 2017 van 0,05%) af te raden omdat de markt erin wordt gedomineerd door de BoJ. Hierdoor is de onzekerheid rond de toekomst van dit papier groot. Bovendien is er voor de EUR belegger het risico dat de JPY verder aan waarde inboet.**

3.4. Besluit

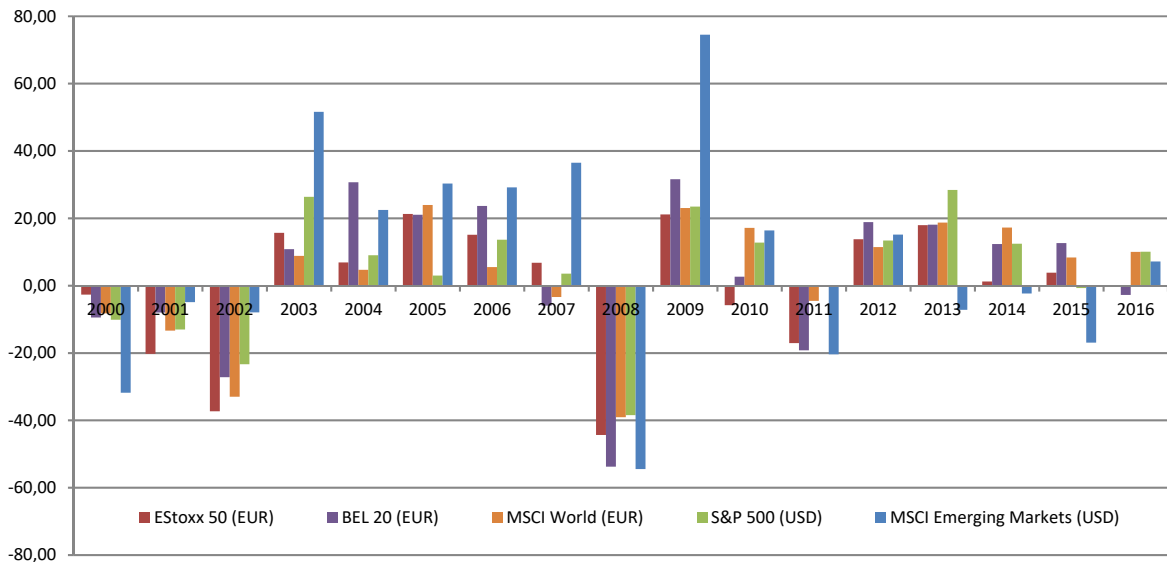
Volgens de consensusverwachting biedt de grote activaklasse van de obligaties in 2017 weinig kansen. Hoewel dit ook zo was voor de voorgaande jaren (jaren waarin obligaties van de beste kwaliteit achteraf nochtans goed scoorden), is het onwaarschijnlijk dat dergelijke prestatie zich opnieuw herhaalt. Maar de rol van de centrale banken mag niet worden onderschat. Ze komen actief op de markten tussen zodat een normale prijsvorming niet mogelijk is. De neerwaartse druk op de rente in de eurozone en in Japan kan dus nog een tijdje aanhouden.

4. Aandelen

4.1. Aandelen - Algemeen

In 2016 hebben een reeks aandelenindices waaronder de S&P500, de Dow Jones Industrials en de FTSE100 nieuwe historische maxima bereikt. De belangrijkste Europese index, de EuroStoxx50, is op 29 december 2016 met een verlies van 40,1% 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 2016 t.e.m. 29 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	1.20	3285.26	12.36	144.28	17.22	2058.9	12.42	956.31	-2.37
2015	3267.52	3.85	3700.30	12.63	156.30	8.33	2043.94	-0.73	794.14	-16.96
2016	3271.79	0.13	3598.28	-2.76	171.97	10.03	2249.92	10.08	851.18	7.18



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 balon doorprikte. De beurzen crashten met die van de ontluikende landen op kop (-54,5% in 2008). Opnieuw togen de centrale banken 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 schoten de beurzen de hemel in, 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 terechtkwam. De beurzen verloren in 2011 tot 20%. In de volgende jaren werd dit echter goedge maakt, 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 (de Fed heeft sinds november 2014 deze aankopen gestaakt; ze is echter niet van plan haar balanstotaal te verminderen; wanneer een obligatie op verval dag komt, vervangt ze die door een andere). De ECB steekt haar Japanse naamgenoot echter naar de kroon. Het programma van kwantitatieve versoepeling werd begin december 2016 verlengd tot einde 2017, terwijl ze op deposito's van commerciële banken een negatieve rente van 0,40% hanteert.

Het stopzetten door de Fed van de politiek van kwantitatieve versoepeling heeft in eerste instantie gewogen op de evolutie van de S&P500 en de andere Amerikaanse beursindices. Maar toen duidelijk werd dat de ECB en de BoJ nog een tandje bijstaken, klaarde de lucht vlug uit. Kapitaal is immers uiterst mobiel. Extra geld gecreëerd door de ECB of de Japanse centrale bank kan bijgevolg de Amerikaanse beurs hausse van eind 2016 ondersteunen. **Dit hemelse liquiditeitsmanna dat zich over de financiële markten uitstort, zal ook in 2017 aanhouden.**

Bovendien ogen de fundamentals voor 2017 niet slecht. De bedrijfswinsten vooral in de eurozone en in Japan zullen door de bank genomen in 2017 blijven stijgen, waarbij men echter de valuta-effecten

niet mag onderschatten. De verwachte verdere zwakkere van de EUR en de JPY tegenover de USD, zal positief zijn resp. voor Europese en Japanse bedrijven, terwijl Amerikaanse met belangrijke activiteiten in de eurozone en in Japan hiervan de nadelen zullen ondervinden. **De combinatie van een uitermate soepel monetair beleid met een licht stijgend wereldwijd BBP, heeft voor gevolg dat analisten met veel vertrouwen naar de prestaties van de aandelenmarkten in 2017 kijken.**

Niettemin, de economische realiteit vandaag is in grote delen van de wereld verre van rooskleurig. De afwezigheid van beduidende groei in Japan blijft vragen oproepen. Landen als Brazilië en Rusland hopen dat het herstel van de grondstoffenprijzen nog even aanhoudt zodat ze de recessie achter zich kunnen laten... **Het is daarom van belang om na te gaan hoe het staat met de waardering van aandelen.** Zijn aandelen vandaag duur of niet, gemeten aan de winsten die de bedrijfswereld realiseert?

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 in kwestie. 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 niveau, d.w.z. het aandeel (of de beurs, indien de K/W van een beursindex wordt berekend) 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 onder druk staan, zullen doorgaans met een lager dan gemiddelde K/W noteren. De huidige en verwachte K/W zoals door Bloomberg op 29 december 2016 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

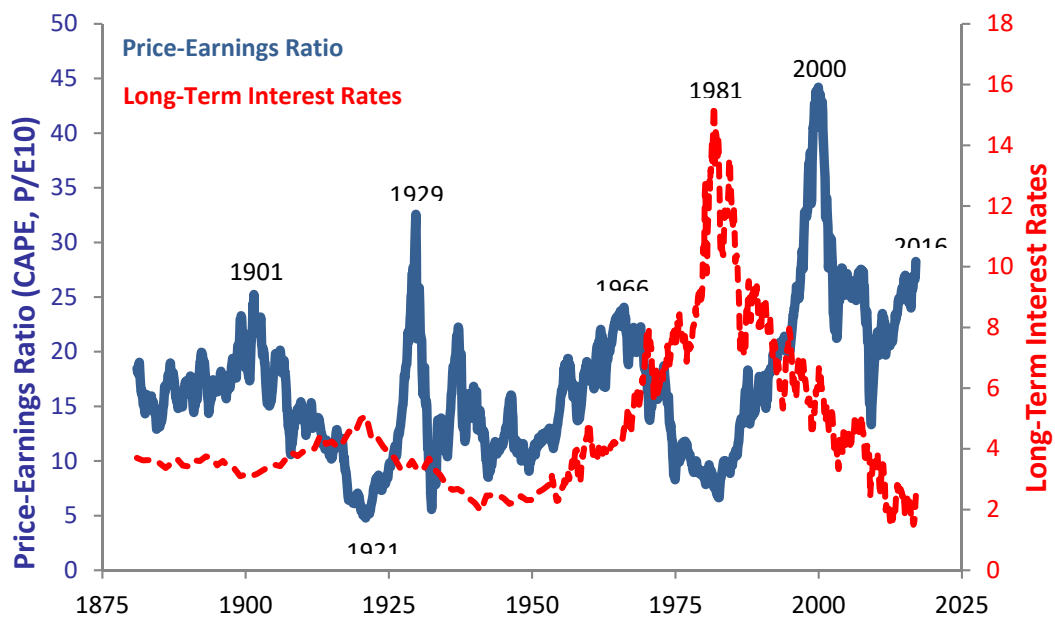
Measure	Price/Earnings	Price	Net Chg	Price/Earnings	Curr Yr Est.	Nxt Yr Est.
1) North/Latin America						
4	INDU DOW JONES INDUS.	19833.68	-111.36	18.83	18.16	16.26
5	SPX S&P 500 INDEX	2249.92	-18.96	21.07	18.92	16.89
6	CCMP NASDAQ COMPOSITE	5438.56	-48.89	33.52	22.61	19.55
7	SPTSX S&P/TSX COMPOSIT	15361.10	32.95	23.16	20.29	16.25
8	MEXBOL MEXICO IPC INDEX	45563.18	263.51	21.77	19.94	16.68
2) Europe/Africa/Middle East						
9	SX5E Euro Stoxx 50 Pr	3274.92	-3.80	21.10	15.46	14.01
10	UKX FTSE 100 INDEX	7103.63	-2.45	60.30	16.90	14.38
11	CAC CAC 40 INDEX	4844.26	-3.75	17.77	15.43	14.29
12	DAX DAX INDEX	11451.17	-23.82	17.95	14.21	13.25
13	IBEX IBEX 35 INDEX	9332.20	-12.70	21.02	16.43	13.61
14	FTSEMIB FTSE MIB INDEX	19210.74	-28.65	45.74	24.60	13.17
15	AEX AEX-Index	482.88	-1.32	19.94	18.04	15.59
16	SMI SWISS MARKET IND	8260.84	+4.23	29.93	17.57	16.23
3) Asia/Pacific						
17	NKY NIKKEI 225	19145.14	-256.58	24.89	19.31	17.43
18	HSI HANG SENG INDEX	21790.91	36.17	12.08	12.02	10.95
19	SHCOMP SHANGHAI SE COMP	3096.10	-6.14	17.59	14.77	13.01
20	AS51 S&P/ASX 200 INDE	5699.07	14.04	26.29	16.74	15.61
21	STI Straits Times In	2889.15	-9.15	12.09	13.92	13.23

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2595 3000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 9300 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 319 2000 Copyright 2016 Bloomberg Finance L.P. SN 160900 CET GMT+1:00 H202-3189-0 29-Dec-2016 12:04:08

De gemiddelde K/W voor de S&P500 van begin 1990 tot einde 2016 (29/12/2016) bedraagt 18,3; voor de EuroStoxx50 en de Nikkei225 zijn de cijfers resp. 16,1 en 28,1. Dit betekent dat zowel de verwachting voor 2016 als die voor 2017 (zie tabel hierboven 'current year estimate' en 'next year estimate') beneden het langjarige gemiddelde liggen. Echter, het zijn vooral de verwachtingen die aantrekkelijk ogen vergeleken met het verleden. Kijkt men naar de K/W voor wat betreft de laatste gepubliceerde cijfers (de derde laatste kolom in bovenstaande tabel), dan blijkt de K/W voor de S&P500 en de EuroStoxx50 boven het historische gemiddelde te liggen. Voor de Nikkei225 is dit niet het geval; deze index noteert dus goedkoper dan zijn historische K/W verhouding. Hoe dan ook is de

consensusverwachting dat de bedrijven die deel uitmaken van de genoemde indices dit jaar en volgend jaar beduidend meer winst zullen realiseren. Dit is op de eerste plaats zo voor Europa.

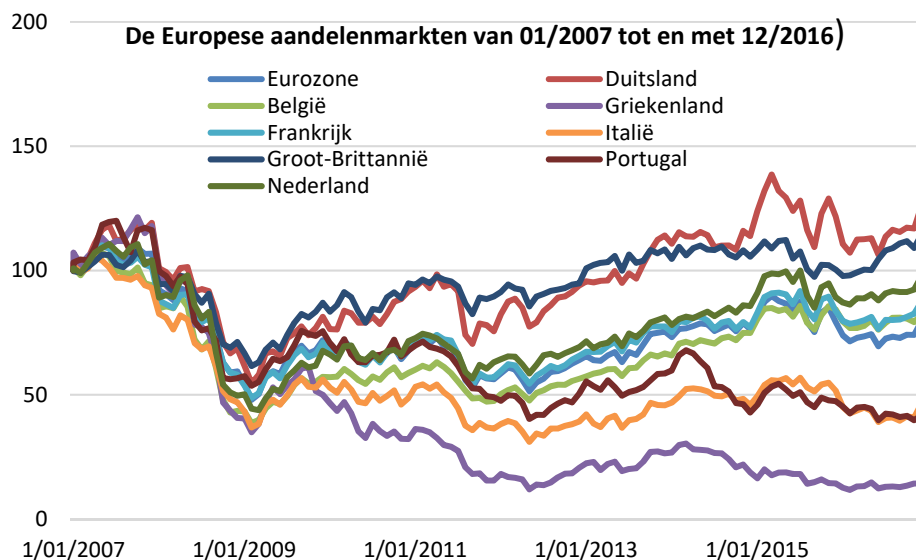
De voor de hand liggende kritiek op de K/W zoals hierboven berekend, is dat deze indicator steeds betrekking heeft op slechts één jaar. De koers van een aandeel of index wordt gedeeld door de verwachte winst per aandeel bijv. voor 2016; er wordt geen rekening gehouden met de dynamiek over verschillende 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 28,3 eind december 2016 op een hoog peil zonder nochtans de historische maxima van o.m. 1929 of 2000 te benaderen.** Onderstaande grafiek (bron: Yale University) die bovendien het verband tussen de K/W en de rente op lange termijn in de verf zet, geeft het verloop weer van de Shiller K/W sinds meer dan honderd jaar. De rode lijn betreft het renteverloop van Amerikaanse overheidsobligaties op 10 jaar (rechter schaal), de blauwe dat van de Shiller K/W (linker schaal). Duidelijk merkbaar is het omgekeerde verband tussen de lange rente en de Shiller K/W: hoe hoger de rente, hoe lager de Shiller K/W en vice-versa. De Shiller K/W van 28,3 voor de S&P 500 index (eind 2016) ligt weliswaar beduidend onder die van de TMT bel (43,3 in 2000), maar bevindt zich niet ver van het cijfer net voor de crash van 1929 (32,6).



Voorals 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 ontkennd dat de Shiller K/W hoog noteert. **Alleszins is het niet zo dat aandelen - en Amerikaanse aandelen in het bijzonder - goedkoop zijn; ze noteren aan de dure tot heel dure kant. 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.**

4.2. Aandelen - Europa

Als gevolg van eerst de subprime crisis, het spectaculaire 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). De twee uitblinkers die eind 2016 hoger noteren dan begin 2007 zijn Duitsland en Groot-Brittannië. Wat dit laatste land betreft, is de Brexit flauwte volledig goedge maakt. De FTSE100 index noteert zelfs op zijn hoogste peil ooit. **Dit lijkt voor een land dat ervoor heeft gekozen de Europese Unie te verlaten op het eerste gezicht misschien eigenaardig, maar het is duidelijk dat de financiële markten de gevolgen ervan veel minder zwart inzien dan de Europese politieke kaste.** De Britse economie - geholpen door de sterke verzwakking van het pond en het herstel van de olieprijs - heeft de wind in de zeilen. Ze doet het beduidend beter dan alle continentale economieën met uitzondering van de Duitse. De Duitse beurs verslaat met voorsprong de andere beurzen van de eurozone, maar noteert toch beduidend beneden de maxima van begin 2015. Tenslotte valt de tweedeling op tussen de meer noordelijke aandelenbeurzen en de zuidelijke: Griekenland ondergaat nog steeds de gevolgen van het harde eurobeleid, terwijl de beurzen van Italië en Portugal meer dan 50% onder hun niveau van begin 2007 noteren. De op termijn onhoudbaarheid van de eenheidsmunt blijkt dus ook uit het koersverloop van de beurzen uit de eurozone.

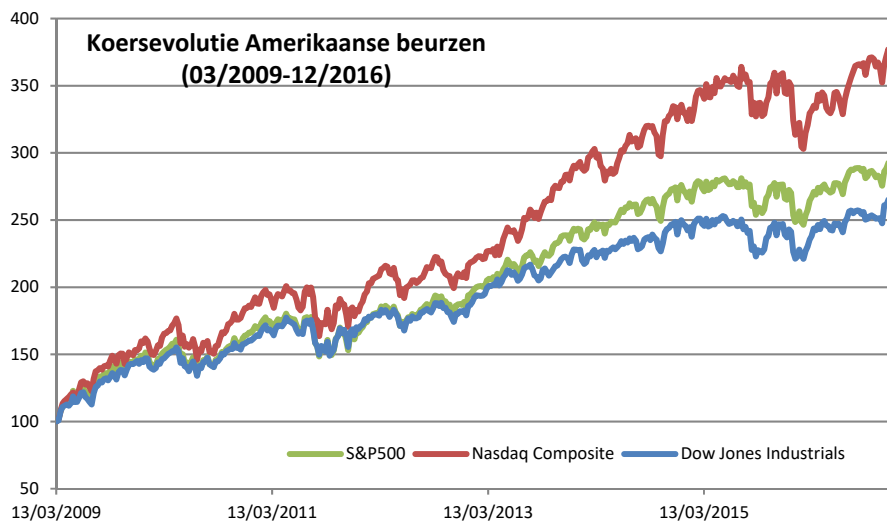


Omdat de verwachting is dat de Europese economie in de loop van 2017 verder licht herstelt en de bedrijfswinsten zullen aantrekken (o.m. dankzij de verzwakking van de euro en de nog steeds lage energieprijzen), is **de consensus dat 2017 een positief jaar wordt voor Europese aandelen**. Bovendien is er de verwachte verdere impact van de liquiditeitscreatie door de ECB. Deze zal spaarders en beleggers nog meer dwingen om risico te nemen en dus voor aandelen te kiezen. **Voor inflatiecorrectie en inclusief netto-dividenden, zouden de grote Europese aandelenindices in 2017 met 6% tot 8% kunnen stijgen.** Dit cijfer verbergt echter grote regionale en sectorale verschillen. Bovendien hebben de financiële markten - ook in Europa - al een voorschot genomen op het herstel van de economische groei. Indien dit herstel tegenvalt, geopolitieke problemen acuter worden en/of de euro opnieuw in een crisis belandt, kan een zware correctie optreden. Hoe ook, de volatiliteit zal hoog blijven, hoe groot de liquiditeitsinjecties van de ECB ook mogen zijn. Regionaal gaat de voorkeur naar Europese landen die economisch het sterkst presteren (de noordelijke eurolanden, Groot-Brittannië, Zwitserland). De beurzen van Griekenland en Portugal zijn te mijden, terwijl die van Italië (zie de problembanken!) en Spanje wellicht al te ver vooruit gelopen zijn op het economische herstel. Sectoraal is het van groot belang de juiste keuzen te maken. Energie- en grondstoffenaandelen hebben actueel de wind in de zeilen, maar zijn al flink vooruit gelopen op het aantrekken van de economische groei. De financiële

sector profiteert van het ondersteunende beleid van de ECB (opkopen van minder goede kredieten), maar aan de andere kant verkleint de intermediatiemarge (het verschil dat een bank gemiddeld ontvangt tussen betaalde rente bijv. op spaarrekeningen en ontvangen rente bijv. op hypothecaire kredieten) zienderogen. Ook deze sector lijkt te fors te zijn gestegen. Sectoren die wel aantrekkelijk zijn, genereren hoge en zekere cashflows en zullen profiteren van de licht positieve economische vooruitzichten. Voorbeelden hiervan zijn industrie, media en gezondheidszorg. Over de sectoren heen - en hoewel intussen een stuk duurder geworden - blijven bedrijven die een hoog en zeker dividend uitkeren eveneens interessant. Terwijl ze de belofte in zich houden van op termijn hogere winsten, is hun actueel dividend tot meer dan 50 keer (!) hoger dan de korte ECB rente. Het koersondersteunend effect hiervan is niet te onderschatten.

4.3. Aandelen - Verenigde Staten

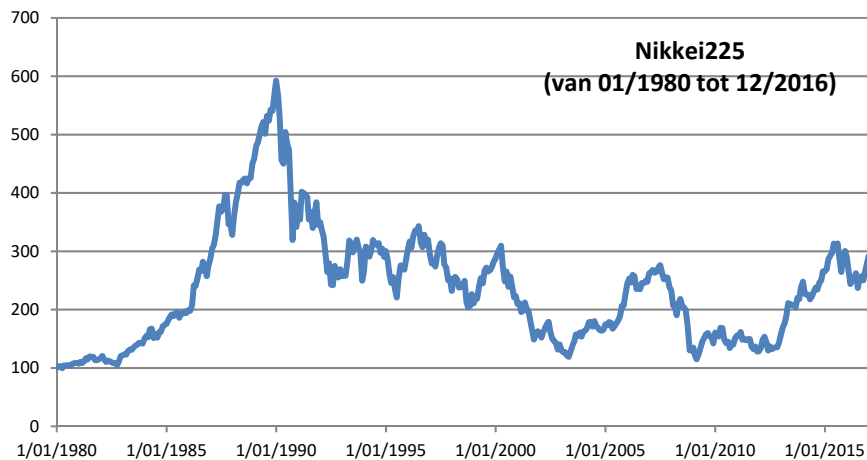
Het herstel van de economie sinds de lente 2009 heeft zicht in de Verenigde Staten met horten en stoten doorgezet. Dit heeft de Fed er midden december 2016 toe gebracht de korte rente voor de tweede keer met 25 basispunten op te trekken. Bovendien acht Janet Yellen, voorzitter van de Fed, verdere verhogingen in de loop van 2017 waarschijnlijk. Intussen is de Amerikaanse werkloosheidsgraad afgenomen en heeft het consumentenvertrouwen - dankzij de verkiezing van Donald Trump - een boost gekregen. **Dus, een positiever plaatje dan in Europa.** Dit grote vertrouwen blijkt uit de koersevolutie van de Amerikaanse beurzen gemeten aan de Dow Jones Industrials, de S&P500 en de Nasdaq (van 13 maart 2009 t.e.m. 29 december 2016).



Niettemin is het maar de vraag is of de Fed een gulden middenweg kan vinden tussen voorzichtige renteverhogingen en de impact hiervan op de economische groei. Vandaag ziet de consensus de groei in 2017 weliswaar aantrekken, maar niet in die mate dat de inflatie oploopt en de Fed fors op de rem moet staan. Zou het herstel zich sterker doorzetten - wat op zich goed nieuws is voor de bedrijfswinsten - dan riskeert de rente in theorie sneller op te lopen, waardoor de aandelenwaarderingen onder druk zouden komen te staan. Onzekerheid ligt bij beleggers niet hoog in het laatste. **Daarom mikt de consensusverwachting voor 2017 op een stijging van de Amerikaanse beurzen met +5% tot +7%.** Dit zijn voorspellingen uitgedrukt in USD. Voor een EUR belegger kan het rendement hoger uitkomen mocht de USD tegenover de EUR verder in waarde stijgen.

4.4. Aandelen - Japan

De Japanse beurs heeft zich sinds begin 1980 volgens onderstaande grafiek ontwikkeld (Nikkei225 index tot en met 29 december 2016).



Het historische maximum dateert van eind 1989. Sindsdien is er sprake van een neerwaartse trend op lange termijn, hoewel regelmatig forse oplevingen voor enig soelaas zorgen, zoals nu weer. Voor 2017 is de hamvraag of de expansieve monetaire en budgetaire politiek van premier Shinzo Abe zich verder zal doorzetten. Is dit het geval (de consensusverwachting), dan ligt de weg naar hogere beurskoersen open. De kaarten liggen goed. Institutionele zowel als gewone beleggers worden uit overheidsobligaties gedreven en verhogen het gewicht van aandelenbeleggingen. Daarnaast is er de dalende trend van de JPY. Voor Japanse bedrijven die in hun thuisland rapporteren, betekent dit dat hun inkomsten geboekt in EUR of USD veel meer waard worden. Maar tegenover de EUR is de bijkomende dalingsmarge klein: ook de ECB streeft immers naar de verzwakking van haar munt. Daarom hebben de regering Abe en gouverneur van de centrale bank Kuroda niet bij voorbaat gewonnen spel. Het volstaat niet om de JPY te devalueren en ad infinitum geld bij te drukken om de economie gezond te krijgen. Factoren die wegens op de plannen tot dynamisering van de Japanse groei, zijn de verouderende bevolking en een rigide sociale structuur zowel op het vlak van de tewerkstelling als wat betreft immigratie (al heeft dit laatste ook zijn voordelen, zoals we in Europa tot onze schaamte kunnen vaststellen).

Niettemin, wanneer de positieve tegenover de negatieve factoren worden geplaatst, heeft het vertrouwen in de herhaalde programma's van kwantitatieve versoepeling van de BoJ de overhand op structurele factoren als de verouderende bevolking. **Daarom spreekt de consensus over een prestatie van de beurs van Tokio in 2016 van rond 6% (in JPY).** Maar het kan niet genoeg worden onderstreept, dat dit een prestatie in de plaatselijke munt is. In de mate dat de JPY verzwakt tegenover de EUR, riskeert een EUR belegger niets van deze koersstijging over te houden. Beleggen in effecten uitgedrukt in JPY, is dus maar aan te raden indien de verwachte verdere daling van de yen integraal wordt afgedekt.

4.5. Aandelen – Opkomende landen

De aandelenbeurzen van opkomende landen hebben in 2016 een einde kunnen maken aan een periode van drie jaar van dalende koersen. De vraag is of ze deze positieve ontwikkeling in 2017 zullen kunnen bestendigen. Het probleem is dat heel wat schulden van opkomende landen (zowel van overheden als van bedrijven) in USD zijn uitgedrukt. In de mate dat de Amerikaanse munt verder verstevigt, lopen de rente- en kapitaallasten van deze leningen verder op. Wat positieve tegenwind

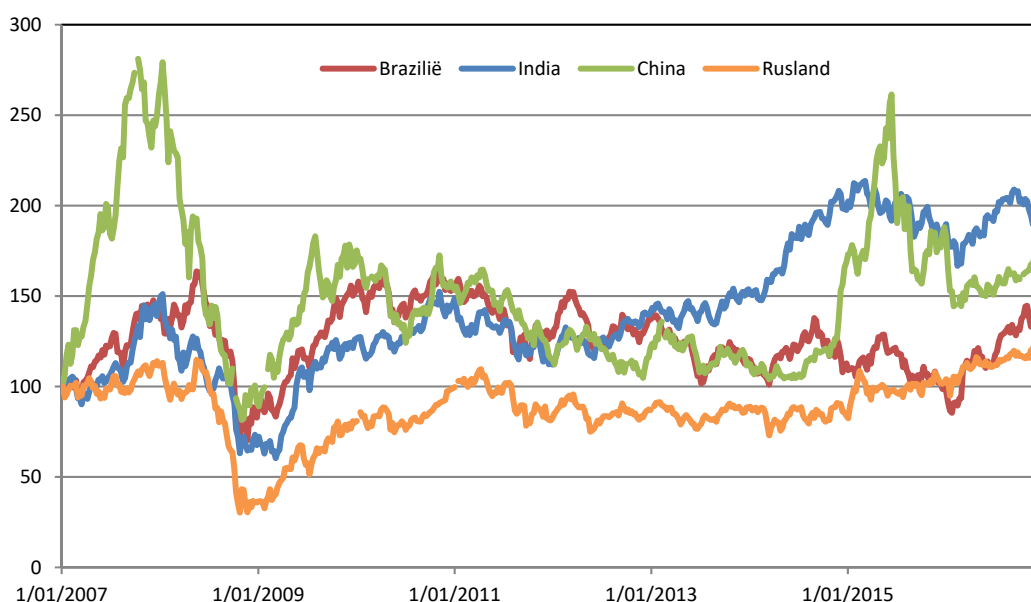
komt van het herstel van een aantal grondstoffenprijzen, maar aan de andere kant riskeren exogene factoren zoals de faliekant uitgevallen Indische munthervorming, op de groei te wegen.

Volgend overzicht (Bloomberg consensusverwachtingen) vat dit samen. Ter vergelijking voegen we er de cijfers voor de eurozone en de Verenigde Staten aan toe.

	Economische groei (in %)			Inflatie (in %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Brazilië	-3,8	-3,3	0,5	10,7	7,8	7,2
China	6,9	6,6	6,2	1,6	1,8	2,2
India	7,6	7,6	7,6	5,6	3,6	5,1
Mexico	2,5	2,1	2,3	2,1	3,3	3,1
Rusland	-3,7	-0,8	1,1	12,9	5,8	4,2
Turkije	3,1	1,2	0,8	8,8	7,0	7,7
Zuid-Afrika	1,3	1,4	2,0	5,2	6,6	5,9
Zuid-Korea	1,3	0,1	0,8	0,7	1,3	1,8
Eurozone	2,0	1,7	1,5	0,2	0,6	1,2
Verenigde Staten	2,6	1,6	2,2	0,7	1,7	2,4

Exporteurs zoals Brazilië (landbouwproducten, metalen, olie) en Rusland (basismetalen, energie) zullen kunnen genieten van het herstel van een reeks grondstoffenprijzen.

Hoe de opkomende markten in 2017 zullen presteren, is moeilijk te schatten omdat de beursprestatie van deze landen afhankelijk is twee tegenstrijdige factoren: enerzijds het verwachte verdere herstel van de grondstoffenprijzen, anderzijds de negatieve impact van de dure USD. De consensus gaat niet uit van een verder stevig herstel van de prijs van ruwe olie (zie verder), maar wel dat de daling die in september 2014 begon, voorbij is. Dit vertaalt zich in minder dramatische BBP groeicijfers voor landen als Brazilië en Rusland, terwijl de neerwaartse druk op de inflatie hierdoor eveneens vermindert. Sinds begin 2007 tot en met 29 december 2016 is de beursprestatie van de belangrijkste opkomende landen als volgt.



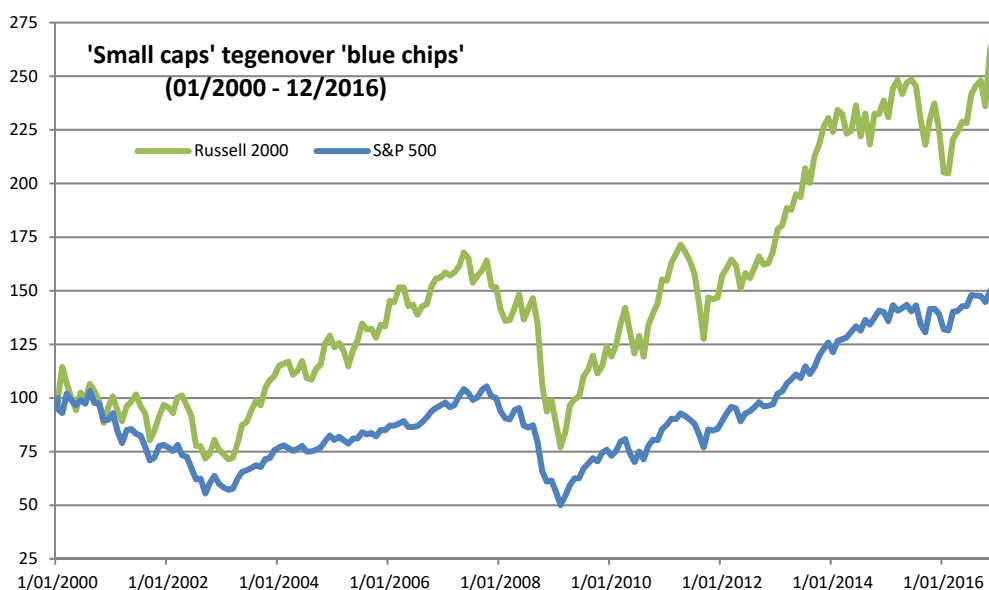
Deze grafiek is niet meteen de vertolking van wat men kan verwachten van landen die als groeielanden te boek staan. De beurzen van China en India noteren eind 2016 weliswaar met een mooie winst vergeleken met begin 2007, maar voor geen van beide is het aflopende jaar een topjaar; ze kloppen af

resp. met een kleine winst (India), respectievelijk een vrij groot verlies (China). Nochtans behoort hun economische groei tot de hoogste wereldwijd. Brazilië en Rusland staan iets hoger dan 10 jaar geleden. Dit is echter in plaatselijke munt. Uitgedrukt in euro zijn de verliezen zeer aanzienlijk. Op basis van macro-economische factoren (groei BBP, inflatie, overheidsfinanciën) en ermee rekening houdend dat de grondstoffenrijzen misschien wat verder kunnen herstellen, hebben de Aziatische beurzen opnieuw de beste kansen (China, India).

Omdat het in het kader van dit document niet mogelijk is de vooruitzichten voor 2017 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 2017 op 2% (in USD).**

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 29 december 2016 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 29 december 2016 - scoren 'smallcaps' 76,1% beter, al ligt hun beweeglijkheid (volatiliteit) 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 speelt in hun voordeel wanneer ze succesvol zijn.



In een positief beursklimaat zoals dat vandaag met dank aan de grote centrale banken voorlopig nog altijd bestaat, 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'.

Gelet op de relatief goede economische vooruitzichten voor 2017 in het Westen en in Japan, zullen 'smallcaps' het ook dit jaar gemiddeld beter doen dan hun sinds lang gevestigde collega's. **De meerprestatie van 'smallcaps' t.o.v. 'blue chips' wordt voor 2017 geraamd op 2,5%.**

4.7. Besluit

De consensusverwachting voor de aandelenmarkten in 2017 is positief, gesteund op betere economische vooruitzichten en op de nog steeds sterk expansieve monetaire politiek van de grote centrale banken. Voor een EUR belegger liggen de beste kansen bij Europese aandelen. De Amerikaanse beurzen zijn duurder, maar de economie staat er beter voor. De aandelenmarkten van de opkomende landen zullen wellicht ook in 2017 zeer verscheiden prestaties laten zien. Hier gaat de voorkeur naar Azië, in de eerste plaats naar Chinese en Indische aandelen. De wisselkoersevolutie blijft echter de grote onbekende, hoewel de consensus mikt op een verdere versteviging van de USD en een lichte, verdere verzwakking van de JPY tegenover de EUR.

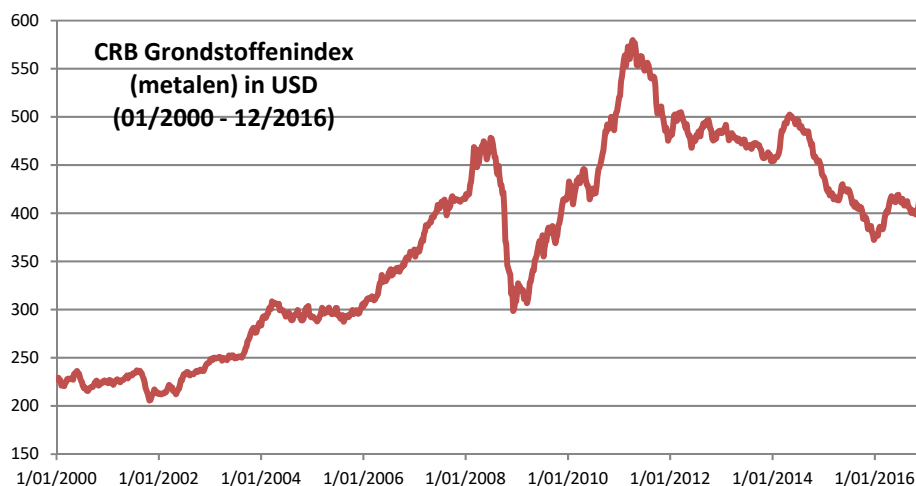
5. Grondstoffen

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.

5.1. Harde grondstoffen

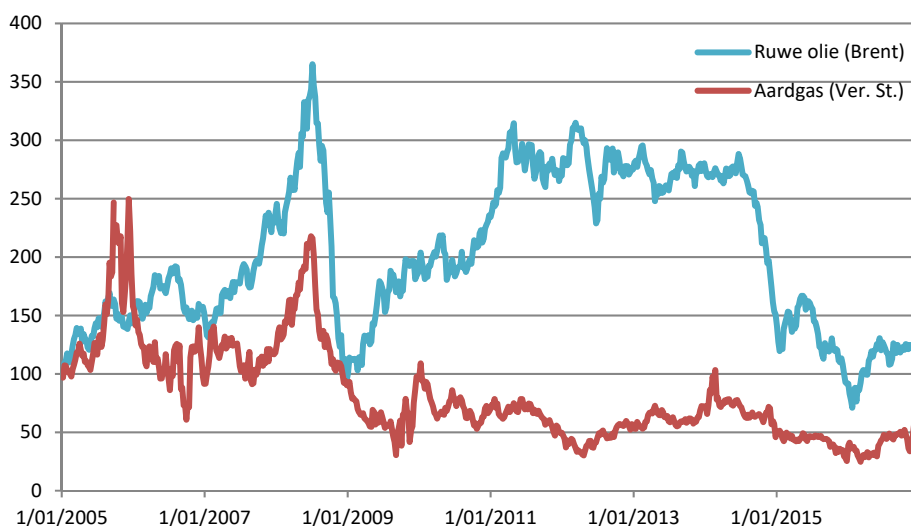
Onder harde grondstoffen worden alle metalen verstaan (inclusief edelmetalen) en de energiedragers, waaronder steenkool en ruwe olie. Kenmerkend voor deze activaklasse, is de tijd nodig om bij een aantrekkende vraag de productiecapaciteit te verhogen. Eens de beslissing genomen om bijv. een nieuwe mijn 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 onderstaande grafiek aangeeft (CRB grondstoffenindex - metalen - sinds begin 2000). 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 kentering te zijn ingetreden. Het is echter nog te vroeg om van een trendomslag te spreken. Vanuit lange termijn oogpunt, liggen de metaalprijzen nog steeds op een hoog niveau, ongeveer drie keer hoger dan het gemiddelde van de periode 1980 - 2000.



Rekening houdend met de consensusverwachting voor 2017 van een wereldwijd verder licht aantrekkende BBP groei, zou men in theorie met hogere metaalprijsen moeten rekenen. Dit zal des te meer zo zijn, indien president Trump inderdaad de door hem voorgespiegelde relanceplannen in wetteksten kan vertalen. Anderzijds, omdat grondstoffenprijzen in USD worden uitgedrukt en de algemene inschatting is dat deze munt in de loop van 2017 verder zal aansterken, is het maar de vraag of het verwachte verdere prijsherstel zich zal doorzetten; een duurder USD weegt normaliter op de grondstoffenprijzen. Veel zal afhangen van de economische gang van zaken in China en India. Als die landen hun groei kunnen bestendigen, zullen de harde grondstoffenprijzen wellicht verder herstellen. Gebeurt dit niet, dan is een nieuwe neerwaartse druk op de prijzen van industriële metalen waarschijnlijk. **De consensus spreekt per einde 2017 van verder oplopende prijzen (+5,5% in USD voor harde grondstoffen vergeleken met het jaarbegin).**

Sinds 2013 heeft de productie van gas en olie uit leisteenlagen almaar aan belang gewonnen, met als gevolg een enorme impact op de prijsevolutie van deze energiedragers. 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.** Dit heeft te maken met de reactie van de OPEC onder leiding van Saoedi-Arabië. In plaats van zijn productie aan te passen aan het verhoogde aanbod op de oliemarkt, is de Organisatie van Olie Exporterende Landen (OPEC) een prijsoorlog begonnen met de bedoeling de nieuwe vooral Amerikaanse olieproducenten uit de markt te duwen: de kostprijs van Arabische olie bedraagt immers maar een fractie van die van leisteenolie. In de loop van 2017 zal aan dit georganiseerde overaanbod wellicht een einde komen omdat de OPEC landen - gevolgd door niet-leden zoals Rusland en Venezuela - beslist hebben om hun productie terug te schroeven. Dit zal de prijs van ruwe olie ongetwijfeld ondersteunen, maar aan de andere kant wordt het produceren van ruwe olie uit leisteen rendabel vanaf een prijsniveau van zo'n 60 USD per vat. Zo de prijs dit peil overschrijdt, zal de Amerikaanse productie sterk opveren. Het prijsniveau tussen 60 en 65 USD per vat dreigt de volgende jaren dan ook dienst te zullen doen als een 'plafondprijs' voor ruwe olie. Tenslotte mag men niet uit het oog verliezen dat alternatieve energie (wind- en zonne-energie) verder aan belang wint, wat een bijkomende factor is die de prijsstijgingen van ruwe olie afremt. Onderstaande grafiek toont de evolutie van de prijs van ruwe olie en van aardgas van begin 2005 tot en met 29 december 2016.

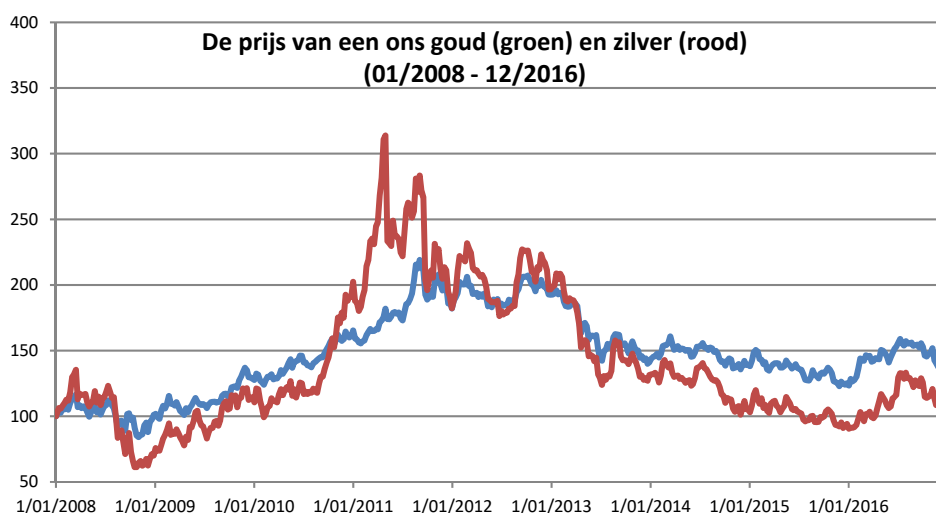


Vergeleken met begin 2005 (prijsindex van ruwe olie en aardgas gelijk aan 100) is aardgas in de Verenigde Staten einde 2016 ongeveer 50% goedkoper geworden. Ruwe olie daarentegen is bijna 25% duurder. De ineenstorting van midden 2014 tot begin 2016 is voor beide spectaculair: de prijzen over deze periode zijn gedeeld door drie. Sinds midden 2016 hebben de prijzen zich hersteld; ze liggen

echter nog beduidend onder het peil van 2009-2014. De redenen van deze implosie liggen niet alleen bij de hogere productie van schalieolie in de Verenigde Staten, maar zijn vooral te zoeken bij de hoger genoemde strategische overwegingen van de OPEC landen. Het voorgaande betekent dat de Verenigde Staten op het vlak van goedkope, eigen energievoorziening de komende jaren hoe dan ook Europa en Japan het nakijken geven. Tegelijkertijd verdwijnt het scenario van piekolie (de klassieke oliewinning kan niet veel hoger meer, waardoor er een structureel opwaartse prijsdruk ontstaat) naar de achtergrond. **Wat betreft de verwachte prijsevolutie van ruwe olie, spreekt de consensus van een licht hogere prijs tegen einde 2017. M.a.w. vergeleken met de toestand einde 2016, komt dit neer op een prijs voor een vat ruwe olie (Brent kwaliteit) van zo'n 60 USD (+5% à 6%).** Maar ook hier hoeft eraan te worden herinnerd, dat dit de prijsevolutie in USD betreft. In EUR zou de prijs van energie in 2017 kunnen stijgen zo de eenheidsmunt vergeleken met de USD inderdaad verder aan waarde verliest.

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 en zilver hebben zich in 2016 - na enkele zwakke jaren - fors hersteld. Goud noteert op 30 december 2016 in USD 9,2% hoger dan bij het jaarbegin, terwijl zilver het met +17,2% nog een stuk beter doet. Midden 2016 waren de prijsstijgingen echter nog veel uitgesprokener, zoals volgende grafiek aangeeft.



Beide edelmetalen presteren prima vanaf de aanloop van de subprime crisis (2007) tot midden 2011 (eurocrisis), hoewel ze in de tweede helft van 2008 evenmin ontsnapten aan een flinke correctie. Sinds de acute fase van de eurocrisis werd bezworen en toen bleek dat de massale geldinjecties door de centrale banken niet tot hoge inflatie leidden, zetten de edelmetalen een daling in die tot einde 2015 heeft geduurd. In de eerste helft van 2016 volgde een scherp herstel, dat in de zomermaanden echter aan kracht inboette. De verkiezingsoverwinning van Trump - met als gevolg de vrees voor oplopende rente in de Verenigde Staten - deed de prijsstijging van de edelmetalen verder verbleken. Vandaag is daarom nog altijd geen spraak van het herstel van een opgaande trend, maar blijven de prijzen van de edelmetalen op het eerste gezicht gevangen in een lange termijn neerwaartse beweging.

Wat de onmiddellijke toekomst van de edelmetalen betreft, liggen de kaarten onzeker. De opwaartse trend van de aandelenmarkten, het wegblijven van fors oplopende inflatie en de verwachting dat de Fed in 2017 de korte rente minstens twee keer verhoogt, pleiten niet in hun voordeel. Bovendien is het een feit dat de grote centrale banken het gebruik van goud en zilver als middel om vermogen in te

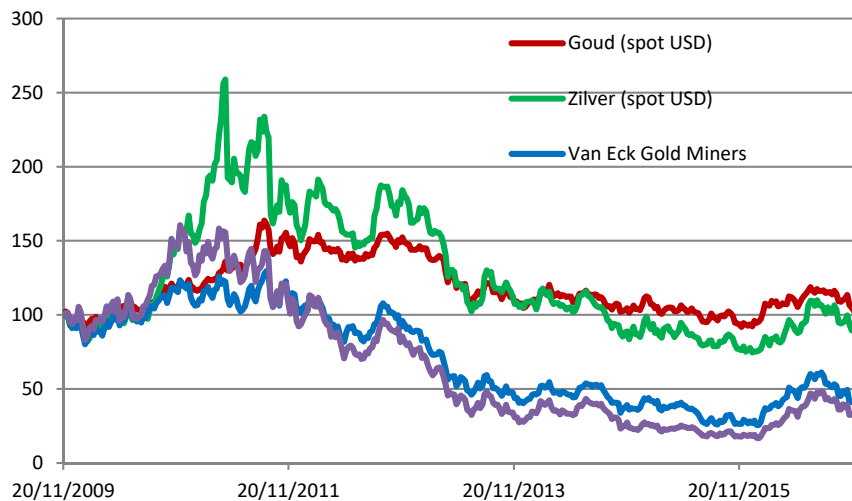
bewaren niet gunstig gezind zijn. Hoe meer de bevolking immers een beroep doet op fysieke vermogensdragers zoals edelmetalen, hoe minder grip ze hebben op de controle van de totale chartale en girale geldhoeveelheid. **De vraag over de toekomstige prijsevolutie van fysiek goud en zilver is vooral functie 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. Een zwarte zwaan kan dit verhaal echter in de kortste keren veranderen. Hierbij kan gedacht worden aan de ontsporing van de agressieve Japanse monetaire politiek of aan een veel sterker herstel van de Amerikaanse economie (Trumponomics) uitmondend in fiks aantrekkende inflatie.

Op lange termijn zijn er verschillende factoren die pleiten voor een stijging van de goud- en zilverprijs. 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 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). Het lijkt geen twijfel dat deze ontwikkeling op termijn de prijs van fysiek goud en zilver zal ondersteunen. Daarnaast hebben beide edelmetalen als beleggingsobject aan populariteit gewonnen dankzij de lancering van ETF's (*'Exchange Traded Funds'*) die hun prijsverloop kopiëren. Beide maken deel uit van steeds meer beleggingsportefeuilles als een actief dat slechts weinig is gecorreleerd met de andere grote activaklassen.

Ondanks de daling sinds 2011 van de prijs van fysiek goud en zilver, blijven ze 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 2017 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 herstel zien tegen eind 2017 tot 1490 USD per ons. **In het licht hiervan mikt de consensus op een prijs van 1.250 USD per ons tegen het einde van 2017 voor goud (+8,0%) en van 17,50 USD per ons voor zilver (+9,5%).**

Een laatste woord geldt de op de beurs genoteerde goudmijnproducenten. Grosso modo vallen die in twee groepen uiteen: zij die actief goud 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 goudprijs 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.

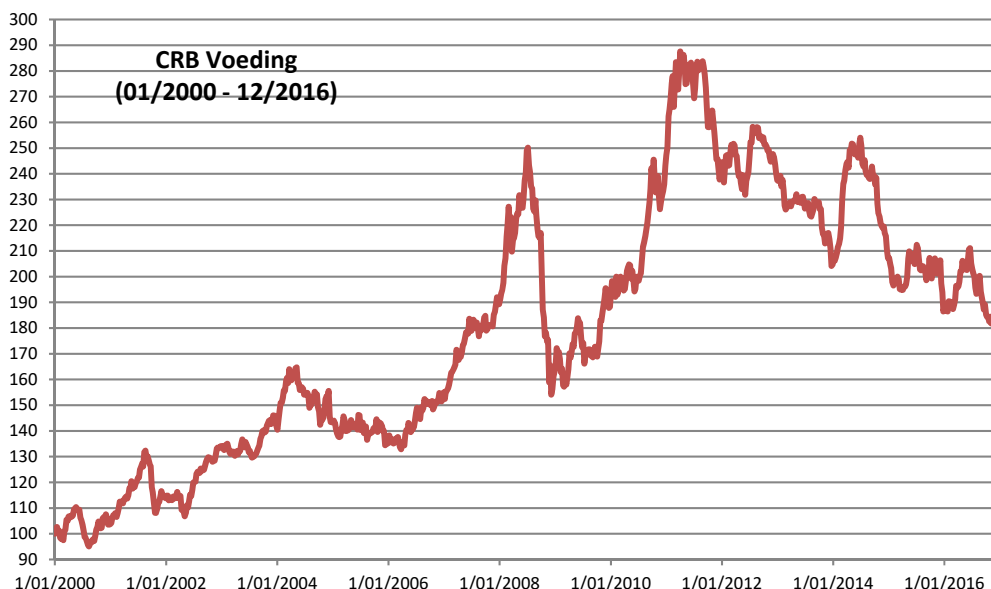
Twee ETF's die respectievelijk beleggen in aandelen van bedrijven uit de eerste groep (producerende goudmijnen) en in aandelen van de tweede (pre-productiebedrijven) geven een goed beeld van hoe gevoelig deze sector is ten gevolge van het prijsverloop van de edelmetalen. Beide ETF's worden gepromoot door het Amerikaanse Van Eck Associates en noteren in USD. De eerste EFT 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 29 december 2016).



Terwijl de prijs van bijvoorbeeld fysiek goud van 20 november 2009 tot 29 december 2016 ongeveer gelijk blijft (+0,5%), evolueren de aandelenkoersen van de producerende en explorerende goudmijnen dramatisch. Beide zitten gevangen in een langjarig dalende trend, waaraan het tijdelijke herstel in het eerste halfjaar 2016 niet veel verandert. Beleggen in goudmijnaandelen blijft bijzonder risicovol. Niettemin lijkt het ergste leed geleden. **Indien men in goudmijnaandelen wil beleggen, dan bij voorkeur via een breed beleggend fonds waarop men een stop loss techniek toepast.**

5.3. Zachte grondstoffen

Zachte grondstoffen zijn producten van de landbouw (graan, koffie, veeteelt...). Zoals de grafiek hieronder aantoont (CRB Food Index - van begin 2000 tot 29 december 2016, in USD), hebben de landbouwproducten van begin 2000 tot de lente van 2011 een opwaartse rit achter de rug. Nadien gaat het echter opnieuw bergaf: op 29 december 2016 verliezen ze meer dan 100 procentpunten vergeleken met hun top van begin april 2011. Sindsdien is de trend duidelijk negatief.



Zoals voor de metalen, verbergt de CRB index van de voedingsmiddelen sterke individuele verschillen. Zo kennen rubber, palmolie en suiker duidelijke prijsstijgingen, terwijl cacao, rijst en granen stevig verliezen. Het spreekt vanzelf dat klimatologische omstandigheden vaak bepalend zijn (zie bijvoorbeeld de evolutie van de koffieprijzen). Op lange termijn lijkt het onafwendbaar dat zachte

grondstoffen hun lange termijn opwaartse trend 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 de BRIC landen een verschuiving van de vraag op van basisvoedingsmiddelen naar duurder zoals vlees en bereide producten. Daarnaast bestaat er vraag naar een aantal landbouwgewassen vanuit de alternatieve energiesector wat het areaal voor voedingsgewassen beperkt. Zo de prijzen van zachte grondstoffen structureel opwaarts zijn gericht, liggen grote schommelingen voor de hand (zeer rijke of misoogsten). Na het uitermate zwakke prijsverloop van de voorbije jaren is de consensus dat de CRB Food Index 2017 positief zal afsluiten, **waarbij een stijging (in USD) met 6% wordt vooropgesteld.**

5.4. Besluit

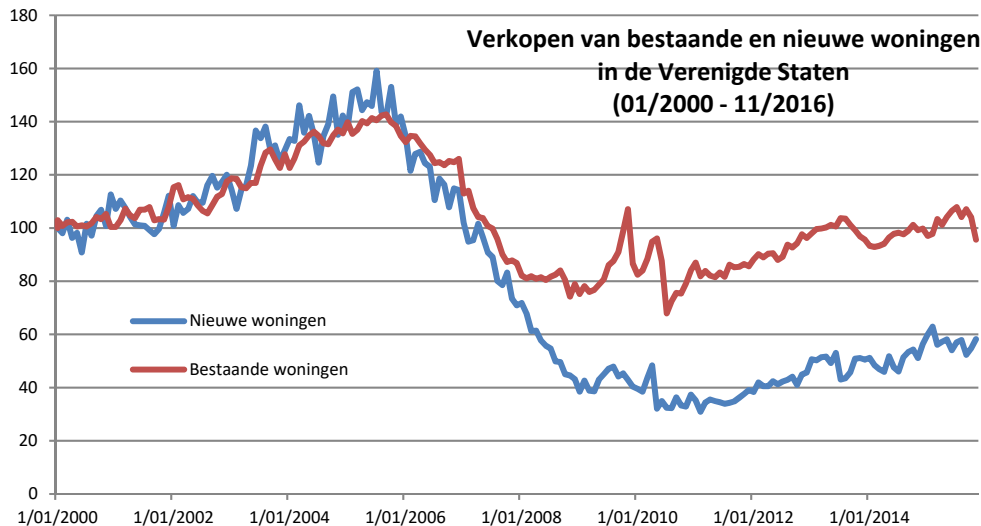
De opgaande trend op lange termijn van de grondstoffenprijzen blijft intact. De reden hiervan is het structurele onevenwicht tussen vraag en aanbod. Sectoraal hoeft te worden gewezen op de massale winning in Noord-Amerika van gas en olie uit leistein. Hierdoor zijn de prijzen van energiedragers voor enige tijd wellicht op een structureel lager peil aanbeland. Met uitzondering hiervan voorspelt de consensus voor volgend jaar licht stijgende grondstoffenprijzen in USD en dit zowel voor de basismetalen als de landbouwproducten. 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.

6. Vastgoed

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 uitgebodemd (zie infra het voorbeeld van de Verenigde Staten) en hebben soms opnieuw aangeknoopt met een patroon van sterk stijgende prijzen (bijv. exclusief vastgoed in Londen en New-York). Een van de bepalende factoren in dit proces is ook hier de politiek van kwantitatieve versoepeling van de grote centrale banken. De ECB en de BoJ zijn op dit vlak momenteel de voortrekkers. Beide centrale banken kopen hypotheekobligaties (ECB en BoJ) en beursgenoteerde vastgoedfondsen (BoJ) op. Op die manier helpen ze de vastgoedmarkt verder te effectiseren. Daarnaast is het aantal obligaties uitgegeven door vastgoedgroepen sterk gestegen, waarbij het opvalt dat het obligatierendement vaak lager is dan het dividendrendement van het overeenstemmende aandeel. **De vastgoedmarkten in het Westen en Japan stabiliseren niet alleen, maar vertonen in sommige deelsectoren meer en meer tekenen van oververhitting.**

De verkopen van bestaande en nieuwe eengezinswoningen in de Verenigde Staten hebben zich sinds begin 2000 tot en met einde november 2016 als volgt ontwikkeld.

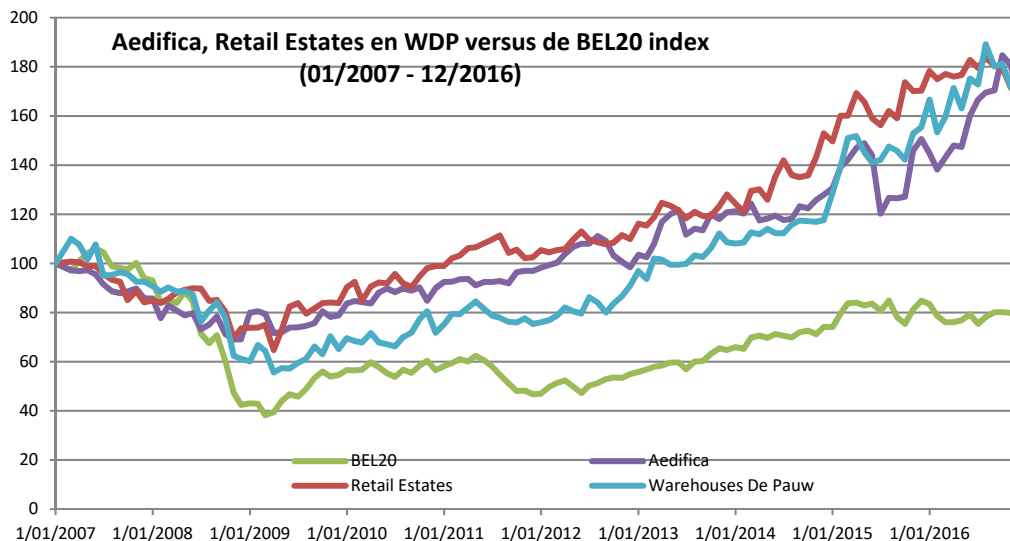


Verkopen van bestaande woningen hebben zich genormaliseerd (ze staan op het peil van begin 2000), maar de bouw van nieuwe eengezinswoningen loopt nog flink achter; sinds de dieptepunten van 2011 is er weliswaar een herstel opgetreden. De achterstand vergeleken met de topjaren 2005 en 2006 is echter nog groot. Ook tegenover begin 2000 moet nog ongeveer 40 procentpunt worden goedgehaakt. Bovendien is er sinds midden 2015 een aarzeling merkbaar. Er is dus inderdaad sprake van uitbodeming, maar wat de Verenigde Staten betreft tot nog toe niet van sterke expansie. Hetzelfde beeld komt naar voor in West-Europa, waar bijvoorbeeld de Nederlandse en Spaanse vastgoedmarkten in 2016 het herstel hebben doorgetrokken. Anderzijds zijn sommige deelmarkten zo gevraagd (bijvoorbeeld de Amsterdamse binnenstad) dat zonder meer over sterke oververhitting kan worden gesproken (actueel wordt in Amsterdam vastgoed verhandeld zonder dat men het bezichtigd heeft). In de Verenigde Staten is het de vraag hoe de vastgoedmarkt zal reageren op de verwachte verdere renteverhogingen.

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 prijzen van residentieel vastgoed lopen vandaag dikwijls nog niet fel op, maar sommige bedrijfspanden zijn 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 waarde creatie door het actieve beheer. In een omgeving van ultra lage rente die wat de eurozone betreft minstens gedurende geheel 2017 zal aanhouden, springen Belgische GVV op het voorplan dankzij hun nog steeds uitermate attractieve risico-rendementsverhouding. **Voor 2017 kunnen ze naar verwachting een totaalrendement van 8% afleveren** (inclusief netto dividend). Als voorbeeld hiervan geeft onderstaande grafiek de prestaties weer van Aedifica (vooral seniorenflats), Retail Estates (baanwinkels) en Warehouses De Pauw - WDP (opslag), vergeleken met de BEL20 index. Tot en met 29 december 2015 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 voorgaande cijfers. 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. Het is dus 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 zwaar 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). Zoals de voorgaande jaren presteerden ook in 2016 in Europa en in de Verenigde Staten roerende vastgoedbeleggingen (d.w.z. aandelen of deelbewijzen van vastgoedondernemingen) in doorsnee beter dan rechtstreekse vastgoedbeleggingen. **Dit is te verklaren door het hoge dividendrendement dat deze effecten bieden, samen met de bescherming tegen inflatie die ze op lange termijn verschaffen.** Dit is weliswaar eveneens het geval bij rechtstreeks verhuurde vastgoedbeleggingen (woningen en appartementen), maar het gebrek aan liquiditeit van de vastgoedmarkt belet dat een mogelijke meerwaarde meteen zichtbaar wordt: men moet het pand realiseren om de eventuele meerwaarde te concretiseren.

6.3. Besluit

Hoewel het klimaat voor rechtstreekse vastgoedbeleggingen in een aantal landen soms sterk is verbeterd, is er met uitzondering van specifieke, gehypte markten nog steeds geen sprake van een doorgedreven herstel. Dit is vooral te wijten aan de nog steeds moeilijke kredietverlening en aan de magere economische vooruitzichten in grote delen van de wereld. 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 (dankzij de op termijn oplopende inflatie). Uiteraard dringt zich (zoals voor ieder aandeel of beleggingsfonds) een strenge selectie op. Een aantal Belgische GVV's die investeren in baanwinkels, seniorenflats en opslagplaatsen, 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 zullen ondervinden.

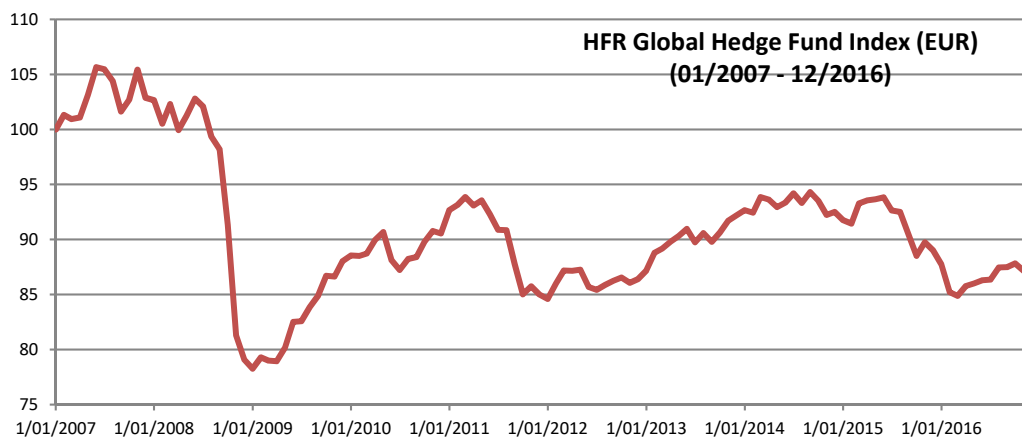
7. Hedgefondsen

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. Men moet echter 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. D.w.z. 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.

7.2. Rendement

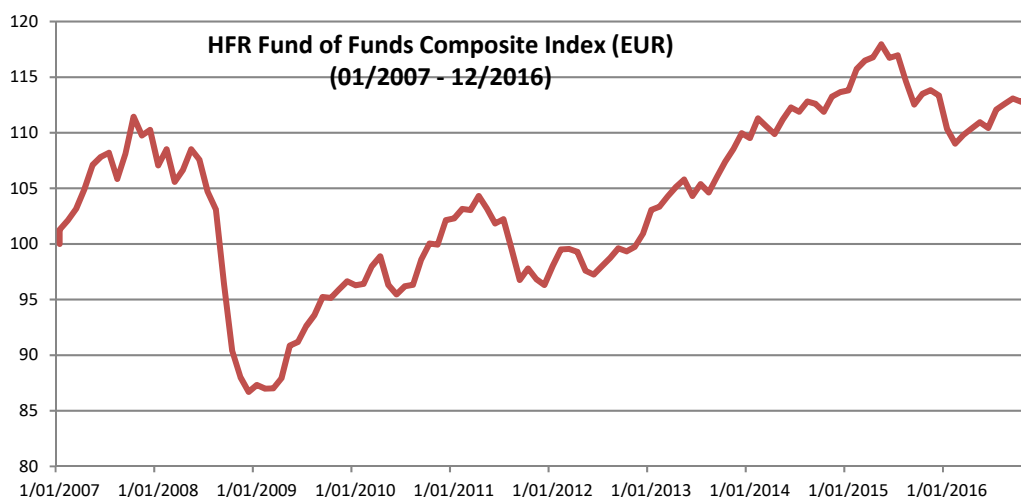
Onverminderd de systeemrisico's eigen aan hedgefondsen, heeft deze sector gemeten aan de HFR Global Hedge Fund Index (EUR) sinds begin 2007 (toen de financiële crisis zich aankondigde) een ontgoochelende koersontwikkeling laten zien (cf. grafiek hieronder). **Daar waar hedgefondsen verondersteld worden te beschermen tegen stormweer op de financiële markten, verliezen ze evengoed zwaar.** Opmerkelijk is dat de hedgefondsen de correctie van midden 2011 nog altijd niet hebben verteerd. Integendeel: sinds midden 2014 zitten ze in een neerwaartse trend. 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 nog nauwelijks een rendement afleveren, laat staan als gevolg van de negatieve rente geld kosten, is deze inkomstenbron voor de hedgefondsen opgedroogd. 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 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 vaak een daad van blind vertrouwen. De meeste hedgefondsen publiceren immers 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.

7.3. Dakfondsen van hedgefondsen

Dit type dakfondsen (fondsen van hedgefondsen) wordt meer en meer genoemd als een veilige manier voor de doorsnee belegger om in hedgefondsen te investeren. **De gemiddelde opbrengsten van dakfondsen van hedgefondsen** zijn weliswaar beter dan de returns van veel individuele hedgefondsen, maar **overtuigen doen ze evenmin** (zie onderstaande grafiek die de waardeontwikkeling geeft van de Hedge Fund Research International Composite Fund of Funds Index, in USD). Hun gemiddeld jaarlijkse rendement van 01/01/2007 tot 29/12/2016 bedraagt 1,19% in USD (voor inflatiecorrectie). Voor een EUR belegger kan de opbrengst als gevolg van wisselkoersschommelingen beduidend verschillen.



De rendementsdoelstelling voor dakfondsen van hedgefondsen wordt voor 2017 vastgelegd op 1,0% in USD.

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 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.

8. Rendementsverwachtingen 2017 - Samenvatting

De consensusverwachting op basis van de economisch-financiële vooruitzichten voor 2017, leidt tot de volgende prognoses wat betreft het totaalrendement van de grote activaklassen (d.w.z. interest/dividend +/- de koersevolutie).

Omschrijving / valuta	Rendementsprognose 2017 (in %)
Basisrente - EUR (per einde 2017)	0,00
Basisrente - USD (per einde 2017)	1,25
Basisrente - JPY (per einde 2017)	-0,10
Obligaties topkwaliteit - EUR	-0,20
Obligaties topkwaliteit - USD	-1,20
Obligaties topkwaliteit - JPY	0,05
Aandelen Eurozone - EUR	6,00 tot 8,00
Aandelen Verenigde Staten - USD	5,00 tot 7,00
Aandelen Japan - JPY	6,00
Aandelen opkomende landen - USD	2,00
Aandelen kleinere bedrijven	extra 2,50
Harde grondstoffen metalen - USD	5,50
Ruwe olie (Brent kwaliteit) - USD	5,00 tot 6,00
Edelmetalen (goud) - USD	8,00
Zachte grondstoffen - USD	6,00
Belgische GVV - EUR	8,00
Dakfondsen van hedgefondsen - USD	1,00

Opgelet! Dit zijn niet meer dan ramingen op basis van de consensusverwachting. 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.

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. Voor 2017 - omdat de consensus al mikt op een verdere, lichte economische groei - is het aantal meer uitgesproken positieve visies eerder beperkt. We besteden daarom vooral aandacht aan de meer negatieve verwachtingen.

9.1. Positieve bias (waarschijnlijkheid 10%)

In grote lijnen komt dit scenario neer op een 'goed nieuws show'. De ultralage rente en de laag blijvende grondstoffenprijzen zwengelen het wereldwijde consumentenvertrouwen flink aan. Bovendien blijven grootschalige natuurrampen of bloederige islamitische aanslagen achterwege en slagen de meeste landen erin om hun begrotingstekort onder controle te houden. Op de koop toe verdwijnt de onzekerheid over de toekomst van de EUR als gevolg van een onverwacht grote overeenstemming van de lidstaten rond een gemeenschappelijke economische, sociale en fiscale politiek. Hierdoor herneemt in Europa en in de Verenigde Staten de economische activiteit veel scherper dan vandaag gedacht in het kader van het consensusscenario. De bedrijfswinsten stijgen pijlsnel, wat de beurskoersen 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 terug te draaien en de korte rente te verhogen. Vastgoed herstelt verder (maar de koersen van vastgoedvennootschappen boeten in ten gevolge van de oplopende rente) en de grondstoffenprijzen schieten naar boven.

9.2. Negatieve bias (waarschijnlijkheid 20%)

Pessimistische scenario's over de economische evolutie in 2017 stelen op de verwachting dat het wereldwijd economische herstel zoals dat zich vandaag aankondigt een snelle dood sterft, iets wat in het recente verleden nog is gebeurd. De Japanse inspanningen voor de herlancering van de economie slaan ook in 2017 niet aan, maar storten het land op de koop toe in een vertrouwenscrisis. Hierdoor is de regering verplicht nog meer kwantitatieve versoepeling toe te dienen, wat het vertrouwen verder ondergraaft. Ook deze extra versoepelingen blijven zonder resultaat: erger, de Japanse rente ontsnapt aan de controle van de BoJ wat de financiering van de grote overheidsschuld zowat onmogelijk maakt. De Japanse problemen besmetten andere landen, waardoor de wereldeconomie snel in een recessie terecht komt. Anderen vrezen dat de Chinese economie als gevolg van de overmatige schuldencreatie tot stilstand komt uitmondend in zware interne politieke strubbelingen en een nieuwe implosie van de grondstoffenprijzen. Nog anderen vrezen voor de impact van de verkiezingen in Nederland, Frankrijk en Duitsland op het voortbestaan van de euro, of voor grote structurele problemen in de Italiaanse bankensector. Het spreekt vanzelf dat nog meer doemscenario's mogelijk zijn die niet per definitie in de economisch-financiële sfeer hun oorsprong vinden (bijvoorbeeld een hernieuwde vloedgolf van asielzoekers en economische vluchtelingen na het afspringen van de akkoorden ter zake tussen de Europese Unie en Turkije).

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 op basis van de plannen van president-elect Trump. 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 zich in dezelfde neerwaartse richting bewegen, mochten andere scenario's dan het consensusscenario in 2017 werkelijkheid worden.

Het is gevaarlijk 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. De '*fundamentals*' van de eurozone en Japan zijn immers minder goed: op dat ogenblik zullen alle aandelenbeurzen wereldwijd scherp corrigeren. In het algemeen kan men stellen dat de beurzen actueel veel optimisme incalculeren wat betreft de economische gang van zaken in 2017. Slechts weinig analisten waarschuwen voor tegendraadse ontwikkelingen. **Om zich tegen onverwachte neerwaartse ontwikkelingen op de financiële markten te beschermen, is de beste strategie het toepassen van een stop loss techniek.**

9.3. Besluit

Economie is geen exacte wetenschap en daarom kan men niet uitsluiten - ondanks de lagere waarschijnlijkheid - dat een van deze alternatieve scenario's werkelijkheid wordt. Maar aan de andere kant zullen politici en centraal bankiers dit niet zomaar laten gebeuren. Daarom is het consensusscenario dat in 2017 mikt op een verdere geleidelijke verbetering van de economische vooruitzichten wereldwijd, het meest waarschijnlijke. Hiervan zullen aandelen wellicht het meest profiteren.

10. Slotbeschouwingen

10.1. 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.

10.2. De rode draad die nog meer dan de vorige jaren doorheen deze voorspellingen loopt, is de 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 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 sterk doen stijgen. Dergelijke werkwijze is niet in het belang van de overheden die de kostprijs van hun hoge schuldgraad onder controle willen houden.

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

- **De overheidsuitgaven blijven de pan uitrijzen. Meer zelfs, almaar meer stemmen gaan op om ze fors op te trekken (en dus de deficits te laten oplopen) met de bedoeling de economie sterker te doen groeien.** Het voorbeeld is president-elect Donald Trump die met een sterk expansief verhaal (lagere belastingen, hogere overheidsuitgaven, minder overheidstussenkomst) de doorsneeburger nieuwe hoop geeft.

- **De ECB heeft net zoals de BoJ of de Fed gekozen voor het sterk verhogen van de geldmassa,** met de bedoeling om onder meer de euro te verzwakken. Het succes van dergelijk beleid is twijfelachtig, zoals de gang van zaken in Japan en partim ook in de Verenigde Staten aantoon.

- Het behoud van de eenheidsmunt houdt in dat er een economische, fiscale en monetaire eenmaking plaats vindt tussen de landen die deel uitmaken van de eurozone. Voor zover de politieke wil daartoe al aanwezig is, veronderstelt dit een nooit geziene vermogensoverdracht (solidariteit) van het rijke noorden naar het minder rijke zuiden. Het is niet vanzelfsprekend dat een democratische meerderheid in de noordelijke eurolanden kan worden gevonden om dit te realiseren. **De toekomst van de EUR zoals hij vandaag bestaat, is nog steeds niet veilig gesteld: in de komende jaren is een nieuwe eurocrisis waarschijnlijk.**

- Het vertrouwen in de grote centrale banken staat vandaag als een huis. Zouden de Europese en Japanse programma's van kwantitatieve versoepeling niet het beoogde effect hebben of zou de autoriteit van Draghi c.s. vanuit politieke of juridische hoek worden belaagd, dan kan heel snel **een klimaat ontstaan waarbij de geloofwaardigheid van de centrale banken als sneeuw onder de zon verdwijnt.** Gevolg: een sterke stijging van de lange rente, crashende aandelenbeurzen en imploderende wisselkoersen.

- De Verenigde Staten genieten van een competitief voordeel dankzij hun sterk verminderde afhankelijkheid van ingevoerde energie. **Ondanks enig herstel blijft de prijs van ruwe olie goedkoop noteren.** Zou de wereldwijde BBP groei in 2017 echter tegenvallen, dan is een nieuwe daling van de olieprijs tot 30 USD per vat niet uit te sluiten.

- **De Chinese groeicijfers staan meer en meer onder druk.** Een BBP groei van 9% tot 10% per jaar zoals in de jaren voor 2008 behoort definitief tot het verleden. Actueel voorspelt het IMF een stijging van het BBP van 6,2% voor volgend jaar. Een groot stuk van deze groei is echter krediet gedreven. In de mate dat dit land moeilijkheden heeft met het beheren van deze schulden, kan dit resulteren in problemen die niet alleen China, maar ook de hele wereldeconomie raken.

- **Ieder jaar moeten de financiële markten niet in te schatten gebeurtenissen verwerken. Het is onwaarschijnlijk dat 2017 hieraan ontsnapt.**

- Het Japanse experiment (massale kwantitatieve versoepeling gekoppeld aan een beleid van negatieve rente) balanceert op de grens tussen agressief economisch beleid en gokken. **'Abenomics' kunnen voor Japan en voor de hele wereldeconomie in 2017 het verschil maken tussen mikken op een beperkte economische groei en het terugvallen in recessiescenario's.**

- 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 wat betere economische vooruitzichten in de Verenigde Staten vergeleken met de eurozone, spreekt de consensus over een verder aansterken van de USD tegenover de EUR. Zo de eurozone opnieuw in de problemen geraakt, zou de ontwaarding van de eenheidsmunt veel verder kunnen reiken dan vandaag algemeen wordt ingeschat. Koersen beneden pariteit met de USD zijn dan mogelijk.**

- Obligaties zouden op basis van de macro-economische verwachtingen in 2017 stevig kunnen inleveren. Maar die verwachting bestond ook voor 2015 en 2016 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. **De stijging van de rendementen op USD overheidsobligaties van de beste kwaliteit, zou daardoor in de loop van 2017 ongedaan kunnen worden gemaakt.**

- Meer concreet en zonder extreme gebeurtenissen te verdisconteren, heeft het voorgaande tot gevolg dat **de consensus wat betreft de verwachte rendementen wat hoeft bijgestuurd te worden.** Aandelen zouden sterk positief kunnen verrassen, 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, staan bloot aan een sterker dan algemeen verwachte rente-opstoot. Harde en zachte grondstoffen - inclusief edelmetalen - zouden fel kunnen opleven, zelfs zonder dat de wereldeconomie fors groeit. Hun terugval de voorbije jaren was immers overdreven.

- Beleggen in de grote activaklassen van de aandelen en het geëffectiseerd vastgoed impliceert 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 zoals Soli-Safe®.**