

RENDEMENT EN RISICO IN 2007

december 2006



Inhoudstafel

Rendement en risico Wat brengt 2007?

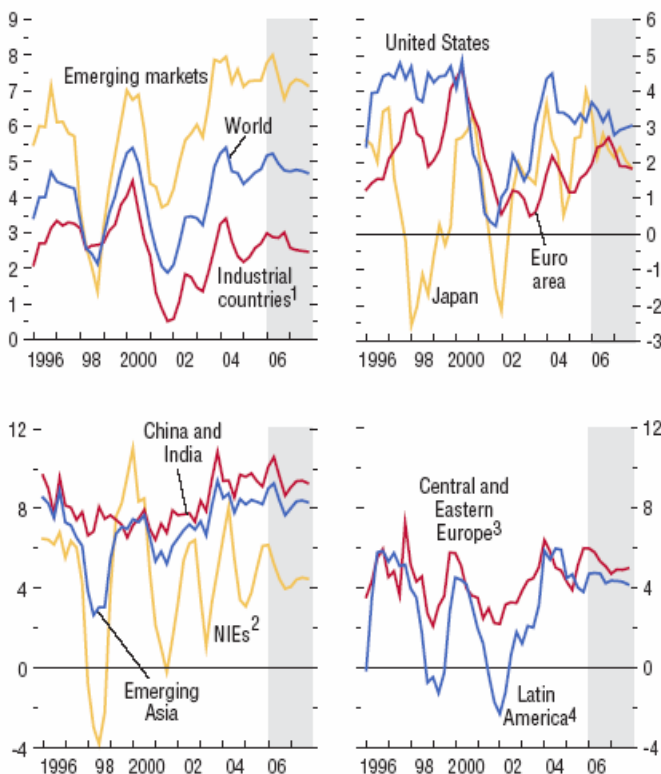
1. De wereldeconomie in 2007	pag. 3-5
2. Liquiditeiten	6-7
3. Vastrentende beleggingen	7-9
4. Aandelen	9-14
5. Grondstoffen	15-17
6. Vastgoed	18-19
7. Afgeleide producten	19-21
8. Overzicht rendementsverwachtingen 2007	21
9. Afwijkende visies	21-22
10. Besluit	22-23

Rendement en risico. Wat brengt 2007?

Deze nota wil een antwoord geven op de vraag wat in 2007 kan worden verwacht van het rendement van risicoloze beleggingen, aandelen, obligaties, vastgoed, grondstoffen en afgeleide producten en dit in het licht van de evolutie van de globale economie. Hiervoor heeft FRD een synthese gemaakt van wat actueel (d.w.z. begin december 2006) door de belangrijkste internationale economische instellingen, economisch-financiële tijdschriften, banken en vermogensbeheerders naar voor wordt geschoven als het meest waarschijnlijke scenario wat betreft de macro-economische ontwikkelingen en de te verwachten opbrengsten van de belangrijkste activaklassen. In fine worden ook enkele andere mogelijke scenario's kort besproken. De bronnen waarop een beroep werd gedaan zijn de OESO, het IMF, de Wereldbank, de Europese Unie, de ECB, de FED, Business Week, The Economist, ABN Amro, Barclay's, BNP-Paribas, Citibank, Crédit Suisse, Degroof, Dexia, Fidelity, Fortis, Franklin Templeton, Henderson, ING, JPMorganChase, KBC, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Petercam, Pictet, Robeco, Société Générale en UBS. Dit is een ruim staal waaruit als grootste gemene deler de consensusverwachtingen voor 2007 werden gedistilleerd. Alle grafieken zijn van Bloomberg® behalve indien anders vermeld.

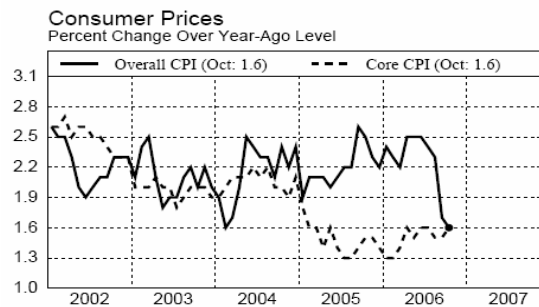
1. De wereldeconomie in 2007

Volgens het IMF (*World Economic Outlook*, september 2006) zal de groei van het wereld BBP in 2007 weliswaar iets afnemen, maar met 4,9% toch nog aanzienlijk zijn (2006: 5,1%). Zoals tijdens de voorbije jaren, zal ook 2007 worden gekenmerkt door grote regionale verschillen. De geïndustrialiseerde landen zullen beduidend minder sterk presteren dan de ontluikende.



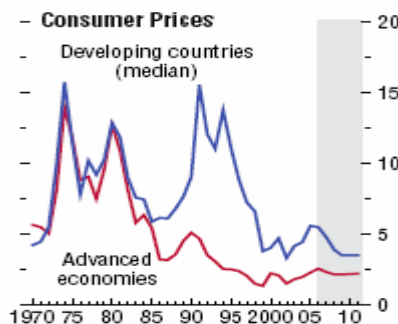
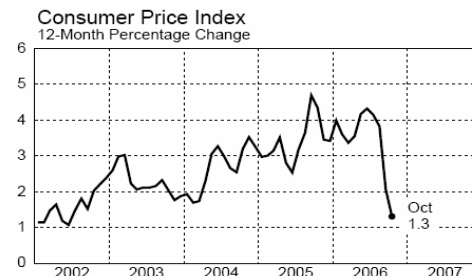
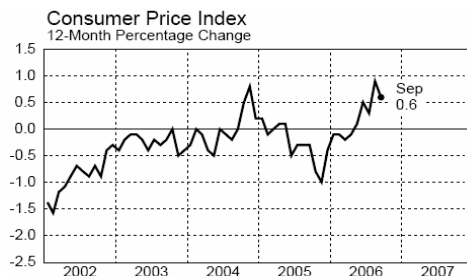
De grafieken hiernaast verduidelijken dat het -zoals naar gewoonte- China en India zijn die hard aan de kar trekken met BBP groeivoeten van 8 tot 10%. De geïndustrialiseerde landen draaien rond 2,5%, waarbij het opvalt dat de VSA reeds sinds 2003 worstelen met almaar lagere groeicijfers. Oost Europa en Latijns Amerika bekleden met een verwachte BBP stijging tussen 4 en 5% een comfortabele middenpositie. De aangehouden goede prestatie van de wereldeconomie doet vragen rijzen over de inflatie. Immers in 2006 heeft de stijging van de prijzen van de harde grondstoffen zich doorgezet. Temeer -en hoewel tijdens de laatste maanden sprake is van stabilisatie op een lager niveau- noteert de prijs van een vat ruwe olie beduidend hoger dan enkele jaren terug. Niettemin is van enige

ernstige inflatiedreiging geen sprake. De volgende grafiek die de evolutie sinds 01/01/2001 van de kleinhandelsprijzen in de EUR-zone weergeeft (bron: FED), duidt zelfs op een merkbare vertraging.



Gemiddeld gesproken -en ondanks de forse stijging van vele grondstoffenprijzen- noteert de Europese inflatie op het laagste niveau sinds begin 2002.

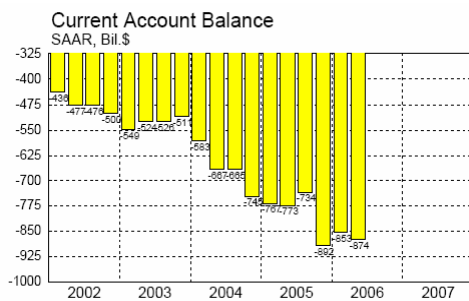
Ook in Japan en in de Verenigde Staten is de inflatie goed onder controle, zoals blijkt uit de volgende twee grafieken (bron: FED). De Japanse index der kleinhandelsprijzen schommelt rond 0,50% op jaarbasis (linker grafiek). Vergeleken met de negatieve inflatiecijfers in de jaren 2002 tot 2005, is dit een gunstige evolutie. Immers, een daling van het prijspeil doet consumenten aankopen uitstellen, wat nefast is voor de groei van het BBP. De VSA (rechter grafiek) kent ongeveer dezelfde ontwikkeling van de kleinhandelsprijzen als Europa met dit verschil dat het ritme van de prijsstijgingen hier is terug gevallen tot het niveau van begin 2002, daar waar het in de EU beduidend lager noteert. M.a.w. in de geïndustrialiseerde wereld is er geen sprake van het aantrekken van de inflatie. Integendeel, het stijgingsritme van de consumptieprijzen neemt af.



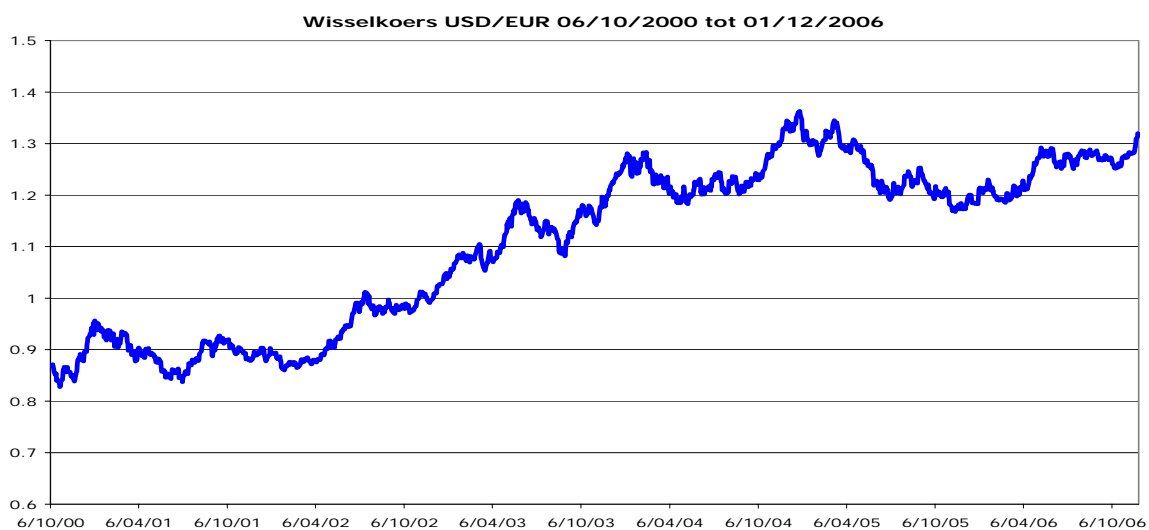
Ook in de ontluikende landen blijft de inflatie goed onder controle, hoewel ze er hoger ligt dan in de geïndustrialiseerde wereld zoals de grafiek hiernaast aangeeft (bron: IMF). Twee dingen vallen in dit verband op. Op de eerste plaats is er wereldwijd geen sprake van een aantrekkelijk prijspeil en dit ondanks de dure grondstoffen, de sterke BBP groei en de uitbundige geldcreatie door de centrale banken. Anderzijds geldt dezelfde vaststelling als vorige jaren wat betreft het naar elkaar toegroeien van het inflatiepeil. Daar waar bijv. in de periode 1990-1995 de inflatie in de ontluikende wereld nog ruim die van de ontwikkelde landen overtrof, is dit sinds zowat 2000 niet langer het geval. Het IMF verwacht dat de inflatie in 2007 -ten gevolge van afbrokkelende grondstoffenprijzen- licht zal dalen tot gemiddeld 2,0% en 5,0%, resp. in de geïndustrialiseerde en in de ontluikende landen.

Het feit dat het risico op aantrekkende kleinhandelsprijzen niet hoog wordt ingeschat in combinatie met vastgoedprijzen die op de eerste plaats in de VSA onder druk staan, leidt tot speculatie dat de stijging van de korte rente sneller tot stilstand komt dan eerst verwacht. In de EUR zone is er sprake van nog twee verhogingen om de korte rente te brengen op max. 4%. De FED die in de VSA wordt geconfronteerd met scherp dalende vastgoedprijzen, zal wellicht in de lente van 2007 overgaan tot een eerste verlaging. In Japan kan de korte rente proportioneel sterker stijgen misschien zelfs tot 1%, maar dit zal slechts een marginaal effect hebben op de economische vooruitzichten in dat land.

Het verkleinen van het rentevershil op korte termijn tussen de EUR en de USD kan belangrijke gevolgen hebben voor de wisselkoersen. In het algemeen is men van mening dat de USD verder zal verzwakken op de eerste plaats tegenover de EUR. Dit heeft niet alleen te maken met het verwachte kleinere rentevershil, maar ook met de tekorten op de Amerikaanse betalings -en handelsbalans en van de overheid. De volgende grafieken illustreren dit (bron: FED). De dalende trend die onmiskenbaar voortduurt, legt een hypotheek op de toekomstige waarde van de USD.



Immers, een land dat meer uitgeeft dan het verdient riskeert vroeg of laat een correctie via de waardevermindering van zijn munt. Deze correctie is onlangs versneld, maar is eigenlijk al in 2000 van start gegaan zoals de grafiek hieronder aantoont. De meeste waarnemers houden daarom rekening met een koers USD/EUR van 1,40 tegen einde 2007 (tegen actueel ong. 1,32 USD per EUR).



Het besluit bij dit alles is dat 2007 een nieuw jaar van wereldwijde economische expansie wordt, met een afnemende inflatiedreiging en met korte rentevoeten in EUR die -na nog enkele verhogingen- zullen stabiliseren en in USD die vlak tot licht dalend zijn gericht.

2. Liquiditeiten

2.1. Cashbeleggingen op korte termijn - Europese Unie

Het is lang geleden dat de Europese economie met een geraamde BBP groei van 2,6% in 2006 het zo goed heeft gedaan. Voor volgend jaar wordt een wat minder cijfer verwacht (2,3%) o.a. als gevolg van het verhogen op 1 januari a.s. van het Duitse standaard BTW tarief met 3% tot 19%. Consumenten anticiperen hierop, waardoor de economische groei volgend jaar in Duitsland wellicht zal afzwakken. Daarnaast blijven vele grondstoffen duur, terwijl de lonen in bepaalde sectoren zoals de overheid en de informatica, blijven stijgen. De verzwakking van de USD biedt weliswaar enig soelaas, maar niettemin wil de ECB iedere inflatiedreiging meteen de kop indrukken. Daarom zal ze haar kortetermijnrentetarief nog wat optrekken van actueel 3,50% tot misschien 4% tegen het einde van de lente. Dit tarief zou tot het einde van 2007 worden behouden. Dit betekent dat de gemiddelde bruto opbrengst van een cashbelegging in EUR over 2007 rond 3,75% zal liggen.

2.2. Cashbeleggingen op korte termijn - Verenigde Staten van Amerika

De groei van het Amerikaanse BBP zal in 2007 lager liggen als gevolg van de contractie van de vastgoedprijzen en het uitdoven van de fiscale stimuli die de regering Bush had geïnstalleerd. Tegen een verwachte groei van 3,30% dit jaar, is de consensusverwachting 2,30% voor 2007. De FED heeft de korte rente in de loop van 2006 verder opgetrokken tot 5,25% wat overeenstemt met een 'neutraal' niveau. Sinds 30 juni 2004 heeft ze 17 verhogingen van telkens 0,25% doorgevoerd. Met 5,25% ligt de korte rente beduidend boven de lange rente (zie verder) wat nefast is voor het financieren van investeringen, incl. de huizenbouw. De markt gaat er daarom vanuit dat de Amerikaanse korte rente in de loop van het voorjaar 2007 een eerste keer wordt verlaagd om tegen het einde van het jaar 4,25% te bedragen. Dit betekent dat de gemiddelde bruto opbrengst van een cashbelegging in USD over 2007 rond 4,75% zal liggen.

2.3. Cashbeleggingen op korte termijn - Japan

Japan rekt voor volgend jaar op een groei van het BBP met 2,10%, wat iets lager is dan voor dit jaar. De periode van deflatie lijkt helemaal voorbij aangezien de kleinhandelsprijzen in 2007 gemiddeld met 0,50% zullen toenemen (dit jaar + 0,30%). De consensusverwachting is dat de 'BOJ' (de Japanse centrale bank) de korte rente van 0,25% vandaag optrekt tot 0,75% tegen einde volgend jaar. Dit betekent dat de gemiddelde bruto opbrengst van een cashbelegging in JPY over 2007 rond 0,40% zal liggen.

2.4. De BRIC landen

De invloed van Brazilië, Rusland, India en China (de 'BRIC' landen) op de wereldeconomie is aanzienlijk en neemt nog toe. Niet alleen groeit de industriële productie van deze landen tegen een verschroeiend tempo, maar ook de dienstensector in bijv. een land als India trekt als een magneet softwarebedrijven aan uit West Europa en de Verenigde Staten. De impact op de Westerse economie is dubbel. Enerzijds verdwijnen heel wat banen naar 'lage lonen landen' (gevolg: een hogere werkloosheid in het Westen), terwijl aan de andere kant de import van goedkope producten de prijzen hier onder druk zet en de plaatselijke producenten dwingt tot verdere rationalisaties. De gedeeltelijke sluiting van VW in Vorst dient bijv. in het kader van de wereldwijde overproductie van personenwagens gezien, o.m.

als gevolg van de vele extra productiecapaciteit in landen als China, Mexico of -dichterbij-Polen en Tsjechië.

Het belangrijkste en onmiddellijke gevolg van deze massale shift van productie van goederen en diensten naar ontluikende landen is een neerwaartse druk op het prijzenpeil, in combinatie met het opstapelen van handelsoverschotten in vele ontluikende landen. Zonder de goedkope Aziatische import van goederen en diensten (maar ook die vanuit Mexico, Brazilië en andere Zuid-Amerikaanse landen) zouden de prijzen in de Westerse wereld ontsporen en zou bijv. de FED verplicht zijn om de korte rente te verhogen eerder dan te verlagen, terwijl de centrale overheid meer belastingen zou moeten heffen en een zuiniger beleid zou moeten voeren. Anders gesteld: de goedkope import subsidieert als het ware de bestedingen van de Westerse consument. Een ander gevolg is de lage lange rente zowel in USD als EUR. De handelsoverschotten die landen als China en Rusland realiseren, dienen immers belegd. De centrale banken van die landen doen dat bij voorkeur in lange termijn overheidsobligaties uit het Westen. Hierdoor is de vraag naar deze effecten zo sterk, dat het aanbod nauwelijks kan volgen. Gevolg in landen als de VSA en het VK noteert de lange rente lager dan de korte rente.

De conclusie is dat de globalisering van de economie de groei van de ontluikende landen stimuleert waardoor op zijn beurt de Westerse consument geniet van de goedkope import van goederen en ook steeds meer van diensten. Zolang deze trend primeert, zullen de prijzen in het Westen en in Japan niet sterk oplopen en dit ondanks de duur blijvende grondstoffenprijzen. Deze laatste maken doorgaans een te gering deel uit van de totale productiekost om de prijs van het afgewerkte product zwaar te beïnvloeden. M.a.w. een lage inflatie betekent een lage rente en het ziet er niet naar uit dat hierin zelfs op een wat langere termijn veel verandering komt.

2.5. Interim-besluit

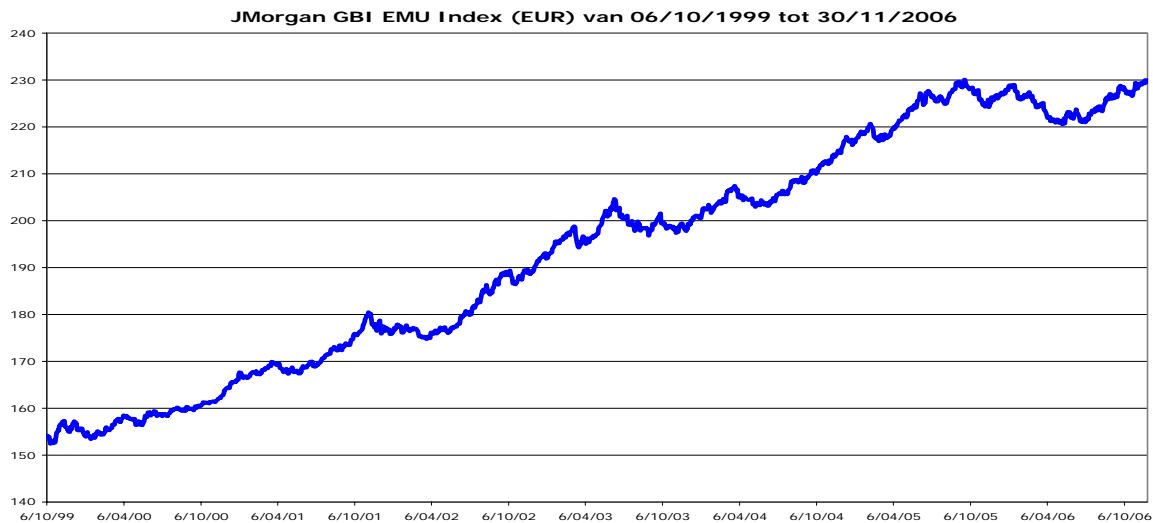
Wat betreft de korte rente wordt de grootste waarschijnlijkheid toegekend aan een scenario waarbij deze in EUR niet veel stijgt vergeleken bij het niveau van einde 2006, terwijl ze in USD dalend is gericht. De inflatie blijft goed onder controle dankzij de goedkope import van goederen en diensten vooral uit het Oosten.

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

3.1. Obligaties - Europese Unie

Omdat de lange rente de weerspiegeling is van de inflatieverwachtingen, omdat deze laatste laag blijven (zie boven) en omdat de groeiverwachtingen voor 2007 iets minder uitgesproken zijn, is de consensus dat de lange rente tegen einde 2007 slechts toeneemt met ca. 0,50% (AAA obligaties op 10 jaar: 4,20% - vandaag 3,70%). Deze beperkte stijging -ondanks de verdere groei van de economie- is een gevolg van het systematisch opkopen van Europese overheidsobligaties door centrale banken uit het Verre Oosten. Volgens de economische handboeken loopt de lange rente beduidend op in een periode van economische groei (de vraag naar geld om nieuwe investeringen te doen stijgt). De aankopen van Westerse overheidsobligaties als herbelegging van de Oosterse handelsoverschotten zijn echter zo belangrijk, dat de klassieke economische theorie op dit vlak niet meer geldt. Het ziet er m.a.w. naar uit dat de lange rente structureel op een lager niveau noteert en dat hierin de komende jaren nauwelijks verandering komt (een tijdelijke 'rentebobbel' niet te na

gesproken). Dit blijkt o.m. uit de ontwikkeling van de lange Europese rente zoals gemeten door de JPMorgan EMU Bond Index (in EUR):



Uit deze grafiek kan worden afgelezen dat sinds einde 1999 het rendement van EUR obligaties op lange termijn van de beste kwaliteit, constant is afgebrokkeld, enkele kortstondige consolidatieperiodes niet te na gesproken (zoals bijv. midden 2006). Deze trend zet zich door onafgezien van de economische toestand. Van 1999 tot einde 2000 boemde de Europese economie, net zoals nu. Nochtans is de rentevergoeding op lange termijn blijven achteruit gaan. M.a.w. de renteontwikkeling op lange termijn in EUR (en ook in USD ; zie verder) is op de eerste plaats niet langer functie van de goede economische gang van zaken, maar van de vraag naar obligaties vanwege vooral Oosterse centrale banken, die de gerealiseerde handelsoverschotten zo veilig mogelijk willen beleggen.

Ten slotte moet een onderscheid worden gemaakt tussen aan de ene kant leningen van de beste kwaliteit uitgegeven door staten, supranationale organisaties en topbedrijven en anderzijds deze van ontlukende landen en van bedrijven met een lagere rating. De spread tussen beide is vanuit historisch perspectief klein, waardoor algemeen gesproken het risico van obligatieleningen van lager gewaardeerde landen en bedrijven is toegenomen.

3.2. Obligaties – Verenigde Staten van Amerika

In grote lijnen geldt hetzelfde als voor Europa. Echter -vanuit macro-economisch standpunt- zijn de Amerikaanse fundamentals een stuk zwakker (de 'twin deficits' op de betalingsbalans en op het overheidsbudget, de structureel zwakke munt, de lage spaarquote). Het is dus logisch dat buitenlandse beleggers een hogere risicopremie vragen wanneer zij beleggen in Amerikaanse effecten. Onafgezien hiervan ligt de consensusverwachting voor wat betreft de lange rente einde 2007 van Amerikaanse AAA obligaties op 10 jaar op 4,80% (actueel 4,60%).

Wanneer wordt gekeken naar het renteverskil tussen beleggingen in obligaties op korte termijn en deze op lange termijn (tien jaar - AAA kwaliteit), springt in het oog dat de korte termijn obligaties actueel meer opbrengen dan die op lange termijn: deze op 6 maand renderen 5,10%, terwijl deze op 10 jaar slechts 4,60% opbrengen. Ook hieraan liggen aan de basis de aankopen van Amerikaans overheidspapier door centrale banken uit het Verre Oosten.

3.3. Obligaties – Japan

In JPY verwacht men een lange rente (AAA obligaties op 10 jaar) van 1,90% tegen einde 2007 (actueel 1,65%). Deze vrij stabiele rente illustreert prima de reële rentevergoeding die men op 10 jaar verlangt bij een nauwelijks stijgend prijspeil; de gangbare stelregel is immers dat de lange rente voor eersterangsdebiteuren gelijk is aan 1,50% verhoogd met de verwachte inflatie op jaarbasis.

3.4. Interim-besluit

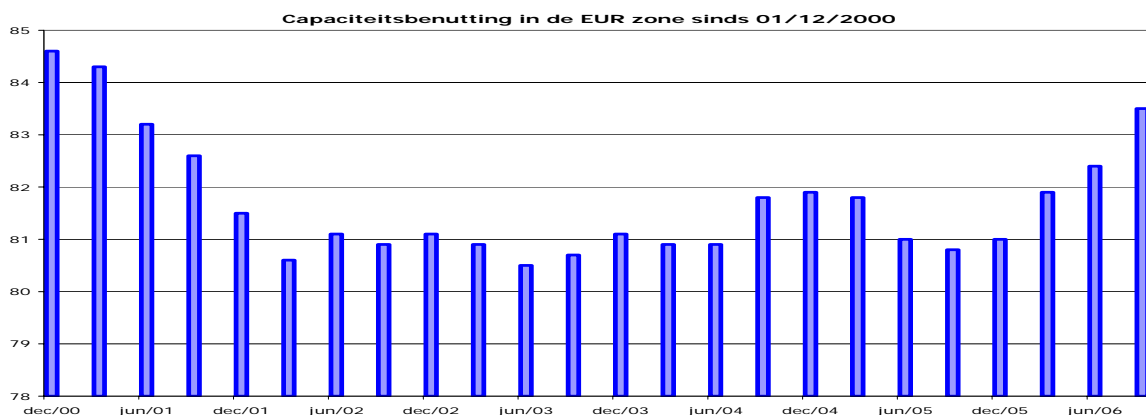
De lange rente zal in de loop van 2007 waarschijnlijk licht oplopen, maar blijft de temperende invloed ondervinden van de kerninflatie die onder controle is. Bovendien is er vanuit het Verre Oosten veel vraag naar overheidsobligaties uitgedrukt in EUR en in USD. Dit alles betekent dat in 2007 niet moet worden gerekend op belangrijke meerwaarden op bestaande obligaties. Immers, de totale return zal worden aangetast door de waardevermindering op langlopende stukken wegens de licht stijgende rente. In EUR kan in 2007 met een totale opbrengst (interest + meer/minderwaarde) worden gerekend van rond de 3,90% voor AAA obligaties op 10 jaar. Voor de VSA bedraagt de verwachte opbrengst 4,70% (in USD) en voor Japan 1,75% (in JPY).

4. Aandelen

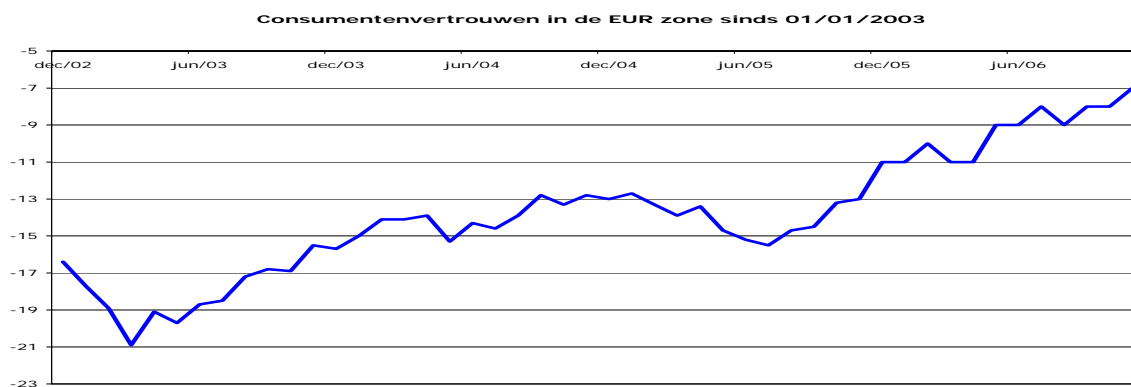
4.1. Aandelen - Europese Unie

Supra werd reeds opgemerkt dat de economie van de Eurozone het goed doet. Dit blijkt o.m. uit de volgende twee grafieken.

De eerste die de capaciteitsbenutting in de EUR zone weergeeft, toont aan dat de Europese economie na een zware terugval tot einde 2001 en een periode van stagnatie tot einde 2005, aan een flinke heropstanding bezig is.



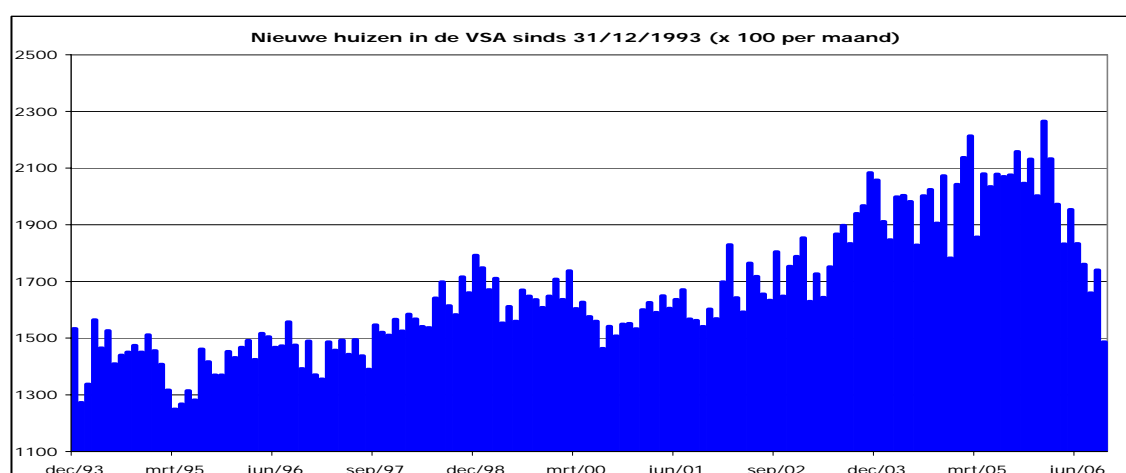
De tweede grafiek laat zien dat het consumentenvertrouwen sterk is toegenomen, al bevindt het zich nog steeds in negatief territorium.



Ten slotte zijn er de winstverwachtingen van de bedrijven, die eveneens gunstig zijn (de consensus is een gemiddelde winststijging van 6% over 2007). Dit alles dient gezien met op de achtergrond een relatief goedkope waardering van de Europese aandelen (gemiddelde K/W verhouding van 13,3 voor 2007, tegen een historisch gemiddelde van 14,4) en de verdere bedrijfsrationalisering die tot uiting komen in fusies en overnames en in de activiteiten van 'private equity' fondsen. Bovendien mag niet worden vergeten dat de meeste Europese bedrijven volop meegenieten van de sterke expansie in het Verre Oosten en - dichterbij - van Oost Europa. Hoewel een zwakkere dollar op de winstgroei kan wegen, is het globale beeld voor Europese aandelen in 2007 zonder meer positief. Daarom ligt de consensusverwachting wat betreft de stijging van de Eurostoxx50 index voor 2007 op +10,7% (i.e. dividenden en koerswinsten).

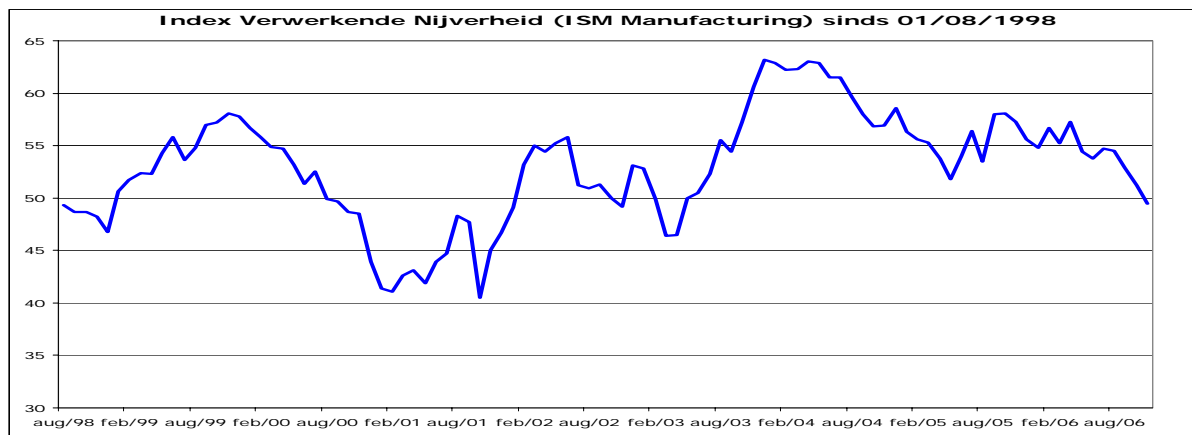
4.2. Aandelen – Verenigde Staten van Amerika

Voor 2007 wordt voor de VSA rekening gehouden met een stevige terugval van de BBP groei (van 3,30% dit jaar naar 2,30%). M.a.w. de algemene verwachting is dat de economie niet in een recessie zal afglijden en dit ondanks de correctie op de vastgoedmarkt (zie onderstaande grafiek).



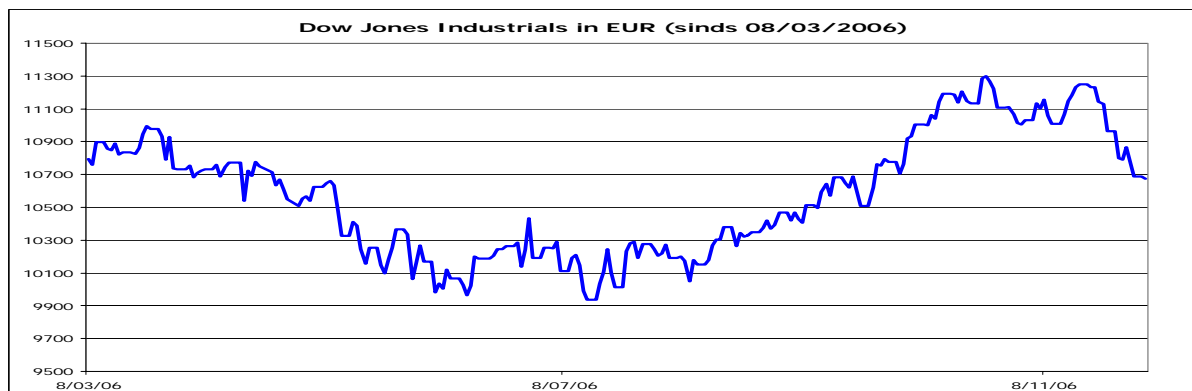
Sinds de piek van januari 2006, zijn in november 2006 bijna 35% minder nieuwe huizen opgeleverd. Dit is de sterkste terugval sinds meer dan 25 jaar. De afkoeling van de huizenmarkt in de VSA heeft alles te maken met de sterk gestegen korte rente. Veel vastgoed wordt immers gefinancierd met leningen met veranderlijke rentevoet. Toen de korte FED rente nog op 1% stond, droegen deze leningen rentevoeten van 2% tot 2,50%. Nu, met een

korte rente van 5,25%, is de variabele rentevoet opgelopen tot rond de 6,50%. Niet alleen is hierdoor de maandelijkse aflossing belangrijk hoger, maar is het bovendien niet langer mogelijk de eigen woning te herfinancieren met de bedoeling hierop een leuk bedrag over te houden. Deze laatste techniek heeft in de jaren 2002 tot en met begin 2006 de Amerikaanse privé consumptie fors doen groeien. Nu deze motor is afgeslagen, is het afwachten hoe zwaar de gemiddelde consument bezuinigt op zijn aankopen. Daarnaast is er ook sprake van een verdere terugval van de industriële productie zoals aangegeven door de voorlopende ISM index.



Hieruit kan worden afgeleid dat al sinds midden 2004, de vooruitzichten voor de Amerikaanse nijverheid afkalven, waarbij sinds augustus 2006 een negatieve versnelling is opgetreden.

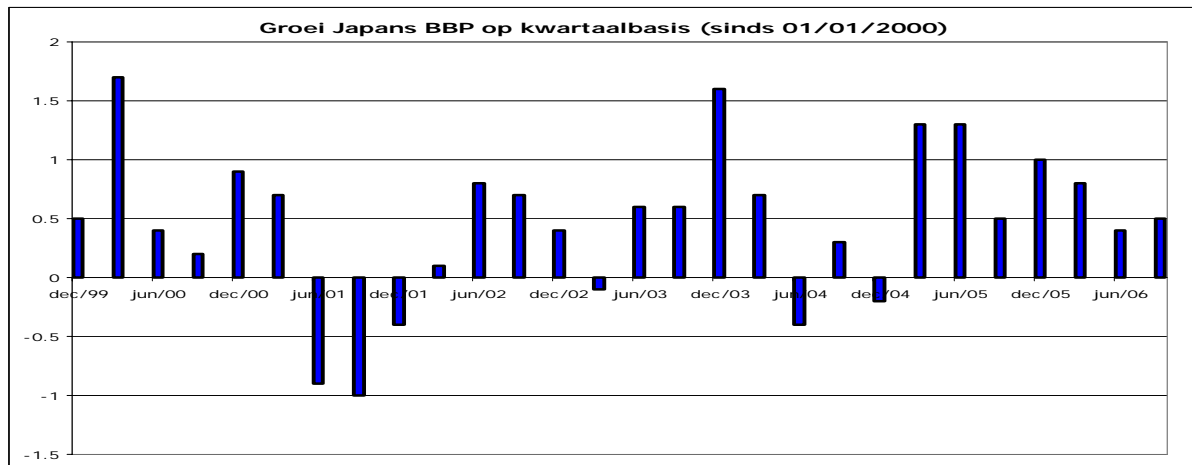
De verwachtingen voor 2006 wat betreft de prestaties van Amerikaanse aandelen, zijn daarom gemengd. Langs de ene kant is er de duidelijke contractie van de economie, maar anderzijds rekent men erop dat de FED de rente verlaagt (zie supra) om hieraan het hoofd te bieden. Gegaard gaande met nogal wat volatiliteit, rekent men daarom gemiddeld op een stijging van de S&P500 index met 5,30% (in USD). Voor een niet USD belegger blijft de vraag of de Amerikaanse munt niet verder zal verzwakken. Indien de munt inderdaad verder terrein verliest tegenover de EUR tot zowat 1,40 USD/EUR, zou voor een EUR belegger de stijging van de S&P500 ongeveer helemaal worden opgegeten door het waardeverlies van de Amerikaanse munt. Het is overigens een interessante oefening om bijv. de DJ Industrials index in EUR uit te drukken, i.p.v. in de USD, zijn basismunt.



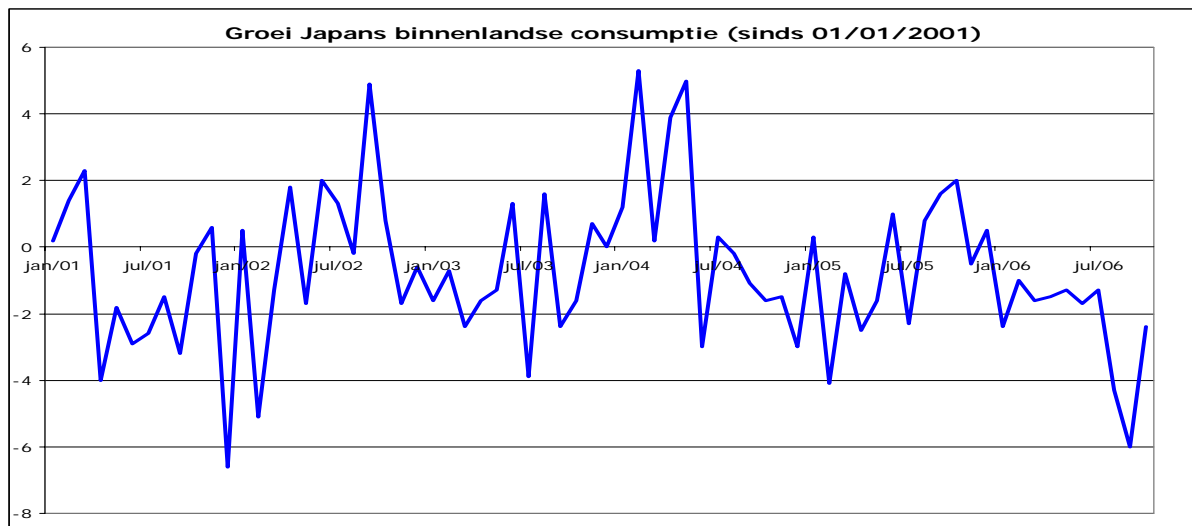
Hoewel in USD de Dow Jones Industrials sinds 01/01/2006 t.e.m. 04/12/2006 met 12,42% is gestegen, bedraagt de stijging in EUR slechts 0,57%. Hieruit blijkt het belang van een correcte valutakeuze, resp. -afdekking, voor het realiseren van een optimaal totaal rendement.

4.3. Aandelen - Japan

Het herstel van de Japanse economie blijft de weldoende invloed ondervinden van de grote locomotief die China is. Belangrijk voor dit land is dat de periode van deflatie achter de rug ligt en dat de grootste problemen binnen de financiële sector zijn opgelost.

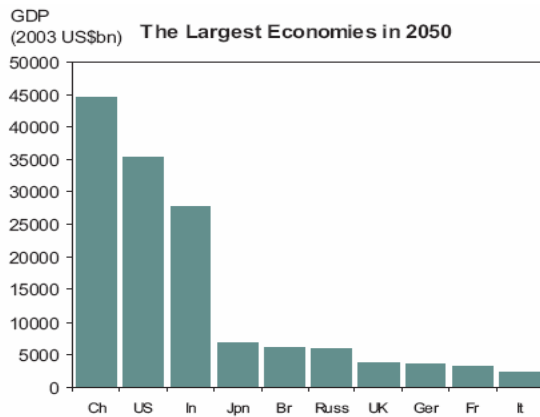


Niettemin brokkelt de BBP groei af sinds zijn maximum begin 2005. Op jaarbasis schommelt hij nog steeds rond de 2%, maar het is de binnenlandse consumptie die het laat afweten zoals blijkt uit de figuur hieronder. M.a.w. zonder de sterke exportprestaties, zou het land van de rijzende zon nog steeds worstelen met een negatieve economische groei.



In het licht van wat voorafgaat, is de consensusverwachting voor 2007 een gematigde stijging van de Topix index met 6,40% (in JPY). Dit cijfer is in lijn met de stijging van de bedrijfswinsten van de grote Japanse ondernemingen.

4.4. Aandelen – Ontluikende landen



BRICs Real GDP Growth: 5-Year Period Averages				
%	Brazil	China	India	Russia
2000-2005	2.7	8.0	5.3	5.9
2005-2010	4.2	7.2	6.1	4.8
2010-2015	4.1	5.9	5.9	3.8
2015-2020	3.8	5.0	5.7	3.4
2020-2025	3.7	4.6	5.7	3.4
2025-2030	3.8	4.1	5.9	3.5
2030-2035	3.9	3.9	6.1	3.1
2035-2040	3.8	3.9	6.0	2.6
2040-2045	3.6	3.5	5.6	2.2
2045-2050	3.4	2.9	5.2	1.9

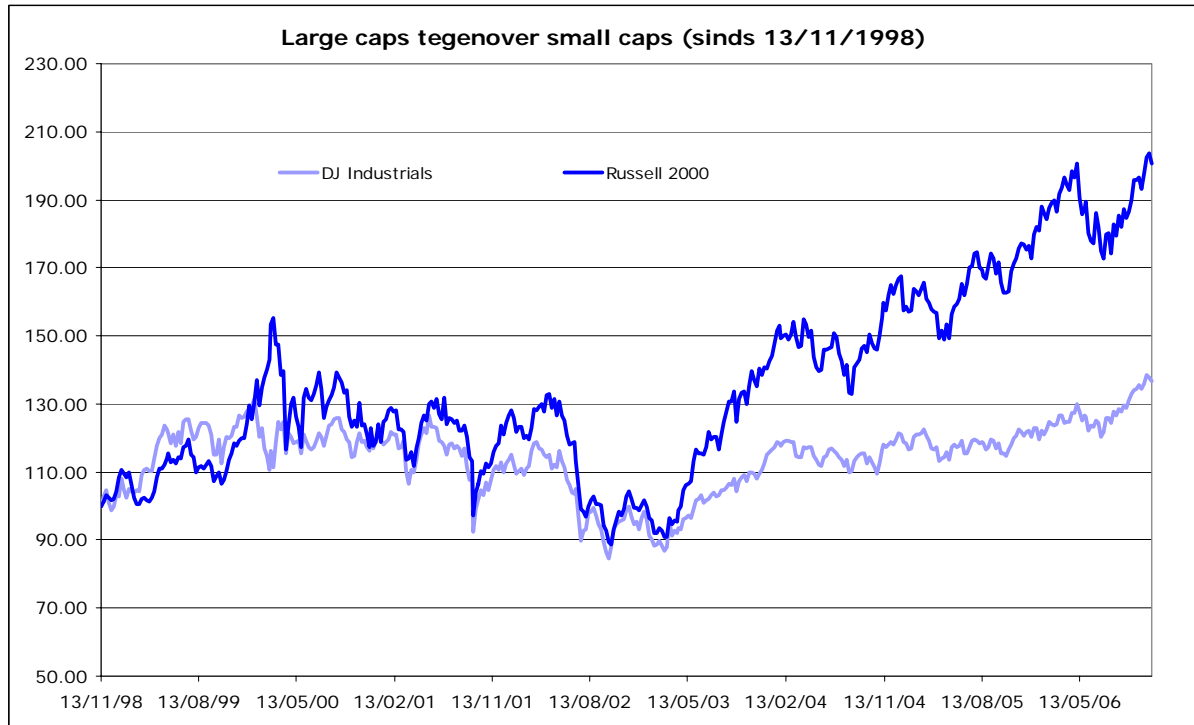
Het klinkt intussen eentonig, maar het zijn opnieuw de economische prestaties van de ontluikende landen die in 2007 schitteren. De grafiek hiernaast (bron: Goldman Sachs) geeft een idee hoe snel China, India, Rusland en Brazilië (de 'BRIC' landen) oprukken tegenover de klassieke geïndustrialiseerde wereld. In 2050 zal China met voorsprong kunnen beschikken over het hoogste BBP ter wereld, voor de VSA. India is een goede derde. Nadien valt een kloof. Op dat ogenblik zullen China, India en Brazilië, in BBP termen, tot de vijf machtigste staten ter wereld behoren (de twee andere zijn de VSA en Japan). Een andere veelzeggende statistiek, is deze die de gemiddelde jaarlijkse groeivoet van de BRIC landen weergeeft (bron: Goldman Sachs). Wat opvalt is dat deze landen de komende jaren weliswaar wat aan groeisnelheid inleveren, maar dat ze het gemiddeld beduidend beter blijven doen dan Europa, de VS of Japan. De impact van dergelijke groeiscenario's die vele tientallen

jaren omvatten, kan moeilijk worden overschat. Reeds nu dient de stijging van de prijs van de meeste grondstoffen uitgelegd door de grote vraag vanwege de BRIC landen en de andere ontluikende economieën (van Mexico over Turkije tot Maleisië en zelfs Vietnam). Een ander gevolg is - omdat deze landen over een groot aantal goedkope arbeidskrachten beschikken - dat de productie van goederen en diensten naar deze regio's verschuift waardoor de prijzen in het Westen onder druk staan met alle (positieve en negatieve) gevolgen van dien.

De aandelenmarkten uit de ontluikende landen hebben over het algemeen de voorbije jaren goede, tot zeer goede prestaties neergezet. Nochtans blijven de K/W verhoudingen doorgaans beduidend onder deze van de Westerse landen, dankzij de winstgroei die er een stuk hoger ligt. Wat bovendien de jongste jaren ten goede is veranderd, zijn de balansen van de bedrijven uit deze regio's. Waar ze vroeger vaak waren scheefgetrokken door een teveel aan schulden, ogen ze nu gemiddeld heel stevig. Ten slotte is er de algemene verwachting dat de FED de korte rente in de loop van volgend voorjaar verlaagt. Omdat de economieën zowel van Latijns Amerika als van het Verre Oosten op de eerste plaats de rentebewegingen van de USD volgen, zullen de Amerikaanse renteverlagingen een positieve invloed hebben op de aandelenmarkten in de ontluikende landen. Rekening houdend met wat vooraf gaat, zullen deze beurzen wellicht ook in 2007 prima scoren. De consensusverwachting ligt op een gemiddelde stijging van 12,6% (in USD), wat overeenkomt met zowat 7,2% in EUR. Evenwel mag niet worden vergeten, dat vele ontluikende landen nog steeds de speelbal zijn van specifieke elementen die de beursprestatie kunnen afremmen, resp. (zeer) positief beïnvloeden. Voorbeelden in dit verband zijn politiek-economische factoren (bijv. het vrijmaken van de economie), financiële (bijv. uit de hand lopende inflatie) of risico's op het vlak van de volksgezondheid. Een grote selectiviteit blijft dus geboden. I.p.v. een gemiddelde aandelenreturn te formuleren voor alle ontluikende landen samen, wordt daarom voor 2007 een vork gehanteerd van 2,50% tot 27,00% (in USD).

4.5. Aandelen – Kleinere bedrijven

Sinds vele jaren presteren kleine bedrijven beter dan grotere. De vergelijking van de DJ Industrials (30 grootste genoteerde Amerikaanse bedrijven naar beurskapitalisatie) met de Russell 2000 (de 2000 kleinste genoteerde Amerikaanse bedrijven naar beurskapitalisatie) toont dit zonder discussie aan. Dezelfde vaststelling geldt eveneens voor kleinere Europese bedrijven of kleinere bedrijven uit andere regio's.



Verschillende redenen liggen hieraan ten grondslag waarbij de belangrijkste er één is van schaalgrootte. Het is inderdaad gemakkelijker de winst te verdubbelen van 1 naar 2 miljoen EUR dan bijv. van 1 naar 2 miljard. Kleinere bedrijven noteren vaak tegen een lagere K/W verhouding ('onbekend is onbemind') en betalen een hoger dividend. Zoals de grafiek boven aangeeft, zijn er echter ook nadelen. Zo is de koersbeweeglijkheid ('volatiliteit') beduidend hoger en zijn er perioden waarin de grotere bedrijven het beter doen (de periode aug. 2006 tot vandaag is er zo een). Maar dit is de prijs die men moet betalen om op langere termijn van een hogere koerswinst te genieten. Na een wat mindere periode hebben de kleinere aandelen de grotere steeds snel ingehaald en met verve voorbij gestoken. De 'outperformance' van kleinere bedrijven is belangrijk. Over de periode 1925-2005 bedraagt ze gemiddeld 2,1% (bron: Ibbotson Associates).

4.6. Interim-besluit

Een wereldeconomie die ook in 2007 een stevige expansie kent, leidt gemiddeld tot hogere bedrijfswinsten -en dividenden. De aandelenmarkten zullen daarom volgend jaar doorgaans goed presteren waarbij voor een EUR belegger, de beste returns kunnen worden verwacht van Europa, van sommige ontlukende landen en van de kleinere bedrijven.

5. Grondstoffen

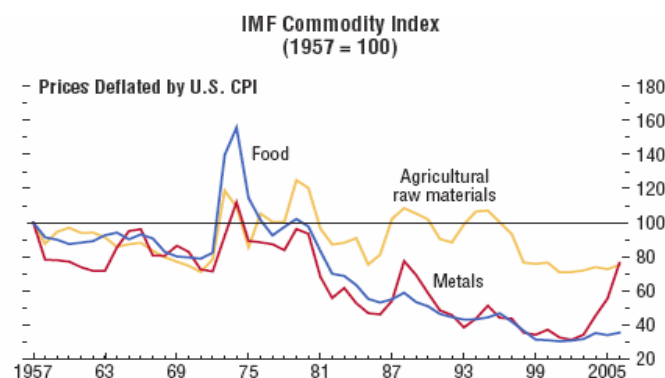
5.1. Algemeen

Al langere tijd worden grondstoffen beschouwd als een afzonderlijke activaklasse. Het is echter pas sinds een paar jaar dat ze in het middelpunt van de beleggersbelangstelling staan vooral ten gevolge van de sterke Chinese vraag. Doorgaans wordt een onderscheid gemaakt tussen de 'harde' en de 'zachte' grondstoffen.

5.2. Harde grondstoffen

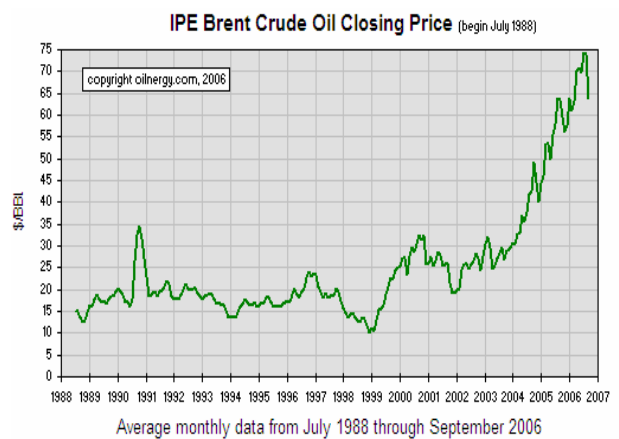
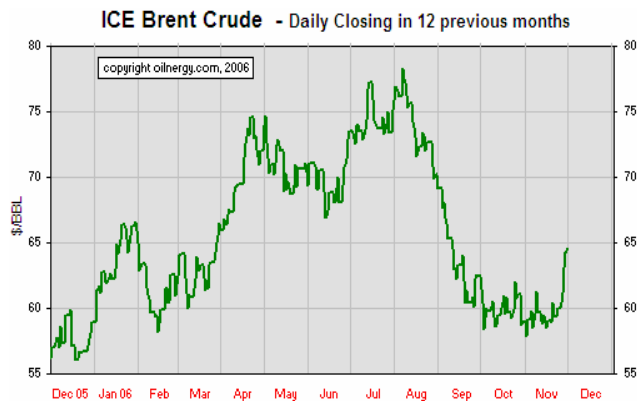
Onder harde grondstoffen worden alle metalen verstaan (inclusief de edele metalen) en de ruwe olie. Kenmerkend voor deze klasse is de tijd die nodig is om bij een aantrekkende vraag de productiecapaciteit te verhogen. Eens de beslissing genomen om bijv. een nieuwe mijn uit te baten, kan het tot drie jaar duren eer het eerste erts wordt ontgonnen. Bovendien moet dit erts nadien nog worden verwerkt waarvoor eventueel een nieuwe fabriek dient gebouwd. Ten slotte mag niet uit het oog verloren dat harde grondstoffen niet onbeperkt voorradig zijn. Zeker voor grondstoffen die een massaal verbruik kennen (cf. ruwe olie) komt er een ogenblik dat de stock finaal is uitgeput.

Omdat de industrialisering van China (maar ook die van India, van Zuid Amerika en van Oost Europa) tegen een hoog tempo gebeurt -terwijl het verbruik in de geïndustrialiseerde wereld nog steeds groeit- is het waarschijnlijk dat de prijzen van de harde grondstoffen de komende jaren verder aantrekken.



Bovendien noteert de IMF index van de grondstoffenprijzen (gecorrigeerd voor inflatie) in USD nog steeds onder het niveau van zijn basisjaar, d.w.z. 1957 (cf. grafiek hierboven - bron: IMF)). Er is m.a.w. vanuit die invalshoek nog een ruim stijgingspotentieel aanwezig. In vaste prijzen noteren bijv. metalen 23% lager dan hun niveau van 50 jaar geleden (!) en dit ondanks de scherpe remonte sinds 2003 onder invloed van de vraag van vooral de BRIC landen.

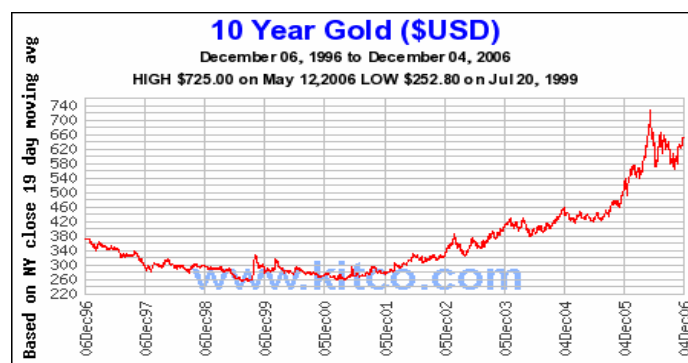
Ten slotte bestaat er veel speculatieve interesse voor deze activaklasse vanwege hedge funds. Het is echter vooral de ruwe petroleum die hiervan het slachtoffer is. Zo wordt de correctie die deze grondstof in de periode juli - half november 2006 heeft gekend, doorgaans toegeschreven aan het afwikkelen van speculatieve posities (zie grafiek op de volgende bladzijde - bron: Oilenergy.com). Anderzijds bewijst de grafiek op lange termijn dat de stijgende trend van de prijs van de ruwe olie nog helemaal niet is gebroken (zie grafiek eveneens op de volgende bladzijde - bron: Oilenergy.com).



Omdat de prijs van vele harde grondstoffen (koper, zink, ijzererts,...) de laatste drie jaar zo sterk is gestegen, verwachten een aantal analisten een beduidende terugval. Het IMF bijv. ziet de metalen in de loop van 2007 minder duur worden, zonder noemenswaardig herstel in de jaren nadien. De belangrijkste redenen die deze instelling hiervoor noemt, is de ingebruikname van een reeks nieuwe raffinaderijen en het vinden van nieuwe ertsaders. Anderen zien de koersen gewoon verder klimmen onder invloed van de voortdurende wereldwijde economische expansie die in 2007 en later, niet veel zal terugvallen. Zij merken op dat weliswaar regelmatig nieuwe ertsaders worden ontdekt, maar dat bijv. voor de ruwe petroleum nieuwe grote vondsten al jaren ontbreken. In de rand hiervan valt het overigens op dat de fysische metaalvoorraden van de London Metal Exchange zich voor vele harde metalen constant op een laag peil bevinden. Ten slotte spelen specifieke gebeurtenissen een belangrijke rol bij de prijsbepaling van de harde grondstoffen. Een extra koude winter (ruwe olie) of grote mijnstakingen (koper), kunnen voor scherpe opwaartse bewegingen zorgen. Gelet op de trend op lange termijn, op de hoge groeicijfers van landen als China en India en op de nuchtere vaststelling dat de voorraden niet onuitputtelijk zijn, blijven de harde grondstoffen een aantrekkelijke activaklasse, wat niet wilt zeggen dat men geen rekening moet houden met een volatiel prijsverloop.

5.3. Edele metalen

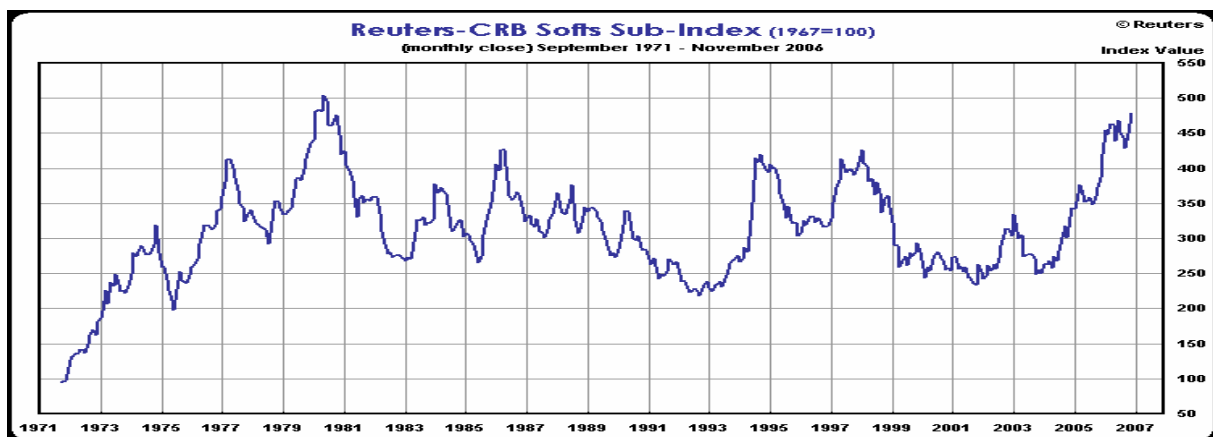
Hoewel zij thuishoren bij de harde grondstoffen worden edele metalen (niet alleen goud en zilver, maar ook platina, palladium, iridium, osmium, rhodium en ruthenium) vaak afzonderlijk beschouwd, niet in het minst omdat bijv. goud door talrijke nationale banken wordt opgepot als onderdeel van hun monetaire reserves. De prijsvorming van deze metalen volgt de basisprincipes van de andere harde metalen waarbij een speculatief element nooit veraf is. De goudprijs uitgedrukt in USD per ons is sinds het begin van de 21^{ste} eeuw stijgend



gericht. Bovendien werd de lange termijn dalende trend (zie grafiek vorige pagina; bron: Kitco) einde 2002 opwaarts doorbroken, al werd het historische maximum van begin 1980 nog niet overschreden. Er zijn verschillende factoren die pleiten voor een verdere stijging van de goudprijs en -bij uitbreiding- van deze van alle edele metalen. Op de eerste plaats is er sprake van een structureel onevenwicht in de vraag/aanbodverhouding: de mijnen produceren te weinig om aan de sterk stijgende vraag vooral vanuit het Verre Oosten te voldoen. Daarnaast heeft goud als beleggingsobject heel wat aan populariteit gewonnen dankzij de lancering van ETF's ('Exchange Traded Funds') die het prijsverloop van het goud kopiëren. Ten slotte geldt goud (en in mindere mate zilver) als een vluchthaven wanneer het bijv. stormt op de valutamarkten. Deze elementen bij elkaar opgeteld maken dat op termijn hogere goudprijzen mogelijk zijn, al zal de verdere hausse wellicht niet zo spectaculair zijn als deze in de voorgaande jaren (de kaap van de 500 USD/ons werd begin december 2005 overschreden, deze van 700 USD/ons sneuvelde begin mei 2006. Actueel noteert het goud rond 630 USD/ons). Hoewel de meningen sterk verschillen, verwachten vele analisten dat het goud tegen einde 2007 met zo'n 15% zal stijgen tot een prijs van ca. 740 USD/ons.

5.4. Zachte grondstoffen

Zachte grondstoffen zijn producten van de landbouw (graan, koffie, vee...). Zoals de grafiek aantoont (bron: CRB - niet gecorrigeerd voor inflatie), wordt hun prijsverloop gekenmerkt door sterke schommelingen vooral ten gevolge van natuurrampen en misoogsten. In tegenstelling tot de harde grondstoffen die sinds 2003 een sterk herstel kennen, ligt het prijspeil van de zachte grondstoffen actueel -en in lopende prijzen- op een relatief laag niveau, onder dat van begin 1980. Hoewel fondsen die gebruik maken van afgeleide producten regelmatig in dit soort grondstoffen beleggen, zijn ze minder geschikt voor niet-speculatieve doeleinden. Ze worden daarom in het kader van deze nota verder buiten beschouwing gelaten.



5.5. Interim-besluit

De harde grondstoffen zitten nog steeds in een LT opgaande trend als gevolg van het onevenwicht tussen vraag en aanbod gecreëerd door de ontluikende landen met op kop China. Gelet op het hoge niveau dat de meeste grondstoffenprijzen al hebben bereikt, moet rekening worden gehouden met een oplopende volatiliteit, ook al ten gevolge van speculatieve transacties. De stijging van de prijzen van de harde grondstoffen met gemiddeld 12,00% (in USD) in 2007 kadert in de algemene consensusverwachting van een wereldwijde economische groei die zich in 2007 en daarna doorzet.

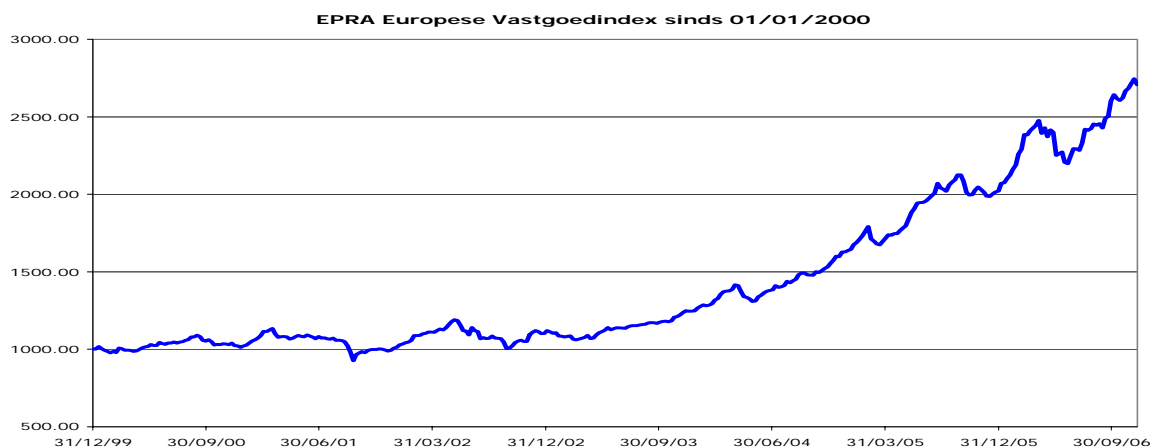
6. Vastgoed

6.1. Algemeen

Ongeveer omgekeerd evenredig met de neergang van de beurzen in de periode maart 2000 – maart 2003 heeft het vastgoed wereldwijd een forse stijging gekend. Ook in Japan lijken de gevolgen van de vastgoedbel van eind tachtiger jaren grotendeels verteerd. De motor hiervan is de lage rente. In tegenstelling tot nog maar een tiental jaar geleden worden vandaag in Europa en in de VSA vaak vastgoedleningen afgesloten met een op korte termijn aanpasbare rentevoet (bijv. gekoppeld aan de éénjarige rente). Hoewel de korte rente vooral in de VSA in 2006 is opgelopen -waardoor de vastgoedprijzen onder druk zijn komen te staan- is de verwachting dat deze rente in de loop van volgend jaar opnieuw gaat dalen, wat goed nieuws is voor onroerend goed beleggingen. Ook de ECB zal het rentepeil vanaf de tweede helft 2007 wellicht niet meer optrekken. De waardering van onroerend goed zal daarom vooral in Europa op een hoog niveau blijven evolueren, zonder dat moet gevreesd worden voor een zware correctie. In de VSA lijkt een herstel zich af te tekenen vanaf de lente van volgend jaar.

De prijsevolutie van vastgoed wordt overigens nog door andere elementen dan de rente bepaald (bijv. de demografische ontwikkelingen en de 'trek naar het Zuiden': de 'sunbelt' in de VSA en de landen rond de Middellandse zee in Europa). Het is mogelijk dat deze trends op langere termijn zo krachtig zijn dat ze een eventuele rentestijging neutraliseren. Meer, gelet op de huidige netto huuropbrengst van vastgoed vergeleken bij lange termijn obligatieleningen, is het waarschijnlijk dat de prijs van het onroerend goed nog verder aantrekt in continentaal Europa. Illustratief in dit verband zijn de uitstekende prestaties van Belgische vastgoedbeveks. Quasi zonder uitzondering noteren ze ruim boven hun intrinsieke waarde. De reden hiervan is dat de belegger in deze fondsen niet zozeer mikt op de waardeverhoging van het vastgoed in portefeuille, maar wel op het dividendrendement dat hij vergelijkt met dat van een obligatie op lange termijn.

De forse stijging van de vastgoedprijzen in Europa blijkt uit de volgende grafiek.



Wat betreft vastgoedbeleggingen dient men een onderscheid te maken tussen een rechtstreekse vastgoedinvestering (in een pand, een winkel, een kantoor, ...) en een belegging in beursgenoteerde aandelen van een vastgoedbedrijf. De eerste categorie (waarin eveneens kan worden belegd via een fonds) kent een veel regelmatigere koersverloop dan de tweede.

6.2. Interim-besluit

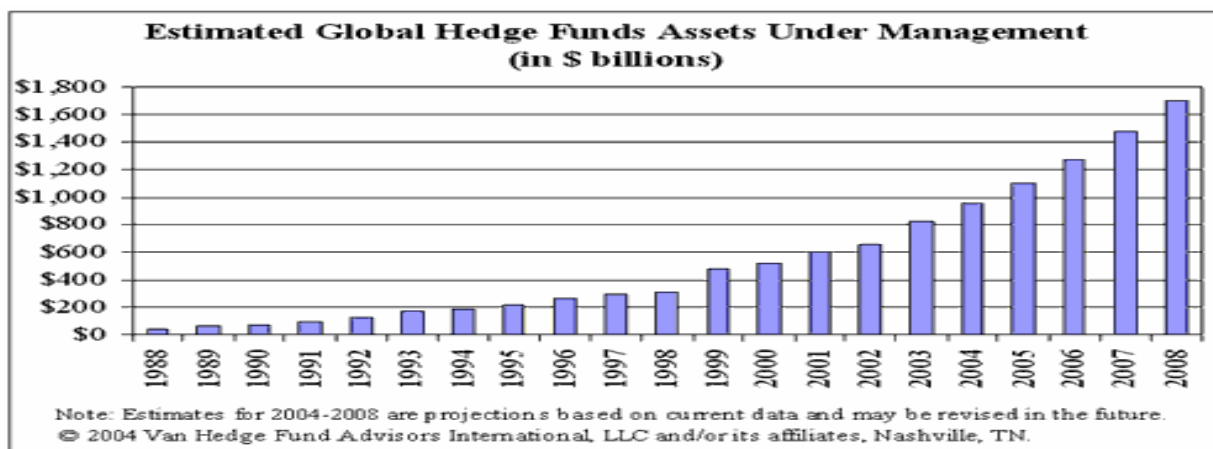
In een klimaat van laag blijvende rentevoeten op lange termijn en de verwachting dat de korte rentevoeten stilaan een maximum hebben bereikt, bieden vastgoedbeleggingen vooral in continentaal Europa nog steeds interessante perspectieven. De consensusverwachting wat betreft de verwachte return in 2007 van beursgenoteerde vastgoedaandelen (continentaal Europa) bedraagt 8,00% (in EUR), de verwachte return van rechtstreekse vastgoedbeleggingen ligt op 5,50% (eveneens in EUR).

7. Afgeleide producten

7.1. Algemeen

Fondsen in afgeleide producten hebben geen smetteloze reputatie. Reeds in 1992 lagen ze aan de basis van een valutacrisis binnen het toenmalige Europese Monetaire Systeem (aanval op het GBP door G. Soros). In 1994 hebben ze de zgn. obligatiecrash veroorzaakt en in 1998 lagen de short verkopen van de Thaïse baht door hedge funds aan de basis van de ineensstorting van talrijke Aziatische munten (baht, rupiah, ringgit, Filippijnse peso). Er is ook het beruchte LTCM debacle van september 1999. Het wereldwijde financiële systeem kon toen slechts van de ondergang worden gered dankzij een gecoördineerde actie van de FED en van de 14 grootste internationale banken. Ten slotte, in september 2006, ging Amaranth over de kop, een fonds dat speculeerde op energieposities. De verliezen van 6 miljard USD -veroorzaakt door één handelaar- werden vooral door institutionele beleggers geïncasseerd. Een ander gegeven zijn de exorbitant hoge salarissen en bonussen die de hedge funds managers opstrijken. Volgens *US Institutional Investor Magazine* (sept. 2006) verdienden de top25 hedge fund managers in 2005 gemiddeld ieder 251 miljoen USD, vergeleken bij een 'schamele' 10 miljoen USD voor de CEO van een top100 Amerikaans bedrijf.

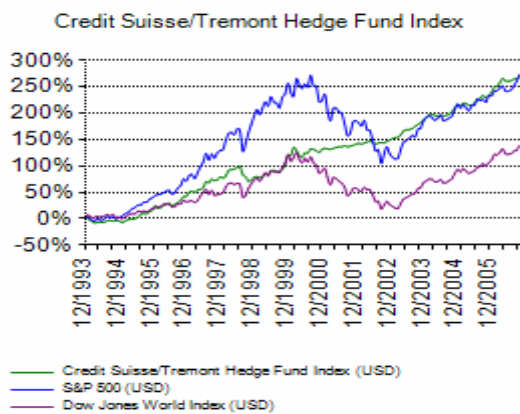
Wanneer men de groei van de sector van de hedge funds bekijkt en bovendien rekening houdt met de verwachte verdere evolutie van de activa onder beheer (zie grafiek hieronder), dan merkt men dat sinds 1999 de sector tegen 2008 ongeveer 4 keer groter zal zijn (bron: Van Hedge Fund Advisors).



Mocht de sector van de hedge fondsen een land zijn, dan zou dit -gerekend in BBP termen- de 8^{ste} plaats bezetten op de wereldranglijst. Deze sterke groei van een quasi niet-gereguleerde sector waarbinnen soms gewerkt wordt met een zeer hoge hefboom en

waarbij beleggingen in de meest verscheiden activa tot de mogelijkheden behoren, stemt niet gerust. Als het voordien al kantje boord was, zal de FED (of een andere regulerende overheid) vandaag of later nog voldoende middelen kunnen mobiliseren wanneer opnieuw iets compleet uit de hand loopt?

7.2. Rendement



Onverminderd de systeemrisico's waaraan de sector van de hedge funds ontegensprekelijk onderhevig is (zie boven), heeft deze sector gemeten aan de vaak gehanteerde CS/Tremont index de afgelopen jaren schijnbaar een goede prestatie neergezet (zie grafiek hiernaast - bron: CS/Tremont). Deze prestatie komt per saldo ongeveer overeen met deze van de MSCI World (beide in USD), maar is duidelijk minder volatiel. Enkele belangrijke nuanceringen zijn hierbij echter nodig. Op de eerste plaats geeft deze index de gemiddelde opbrengst weer van

een deel (ca. 20%) van de hedge funds opgenomen in het CS/Tremont universum. Momenteel zijn dit slechts iets meer dan 900 fondsen op een totaal van de bijna 4.500 die door CS/Tremont worden gevolgd. Het totale aantal hedge fondsen (zonder hedge dakfondsen) wordt echter geschat op 9.000 tot 12.000 afhankelijk van de bron. M.a.w. het CS/Tremont universum omvat slechts de helft tot een derde van het totale aantal hedge fondsen. Bovendien vertoont de methodologie die wordt gebruikt voor het samenstellen van de CS/Tremont index de eigenaardigheid dat hedgefondsen die over de kop gaan, met terugwerkende kracht uit de index worden gelicht. Het spreekt vanzelf dat deze werkwijze resulteert in een vertekend beeld wat betreft de evolutie van de hele sector. Daarnaast is een gemiddelde sectorreturn om twee redenen een gevaarlijke benaderingswijze. Op de eerste plaats houdt deze geen rekening met de grote rendementsverschillen tussen de verschillende subcategorieën hedge funds (het is alsof men Europese large caps op één hoop gooit met bijv. Thaise TMT aandelen). Nog belangrijker is het feit dat de spreiding rond het gemiddelde geen normale verdeling (= klokfiguur) kent. In de praktijk bevindt de grote meerderheid van de returns van hedge funds zich onder het gemiddelde, terwijl slechts een beperkt aantal hoogvliegers (maar die vaak gesloten zijn voor nieuwe beleggers) verantwoordelijk zijn voor het gemiddelde positieve rendement. Ten slotte gebruiken veruit de meeste fondsen in afgeleide producten de USD als referentemunt, wat een valutarisico impliceert voor niet USD beleggers.

7.3. Fund of funds van hedge funds

Dit type dakfondsen wordt meer en meer gepromoot als een veilige manier voor de doorsnee belegger om in hedge funds te investeren (zie bijv. de CBFA). De opbrengsten van dakfondsen van hedge funds zijn weliswaar beter dan de returns van vele individuele hedge funds, maar overtuigen evenmin. Volgens de sector 'Derivatives - Fund of Funds' binnen de S&P gegevensbank van de offshore fondsen, bedraagt de gemiddelde return per 30/11/2006 van dergelijk fonds op jaarbasis -0,68% (in EUR), met uitschieters van +24,64% (Galileo Emerging Markets Hedge Fund) tot -19,39% (Voyager Sprinter). Opnieuw blijkt dus dat de gemiddelde return soms heel verschillende prestaties verbergt. Bovendien realiseert bijna ¾ van de fondsen op jaarbasis een negatieve return en scoren slechts 11% van de fondsen een opbrengst die hoger ligt dan deze van de gekapitaliseerde ECB rente over dezelfde periode.

7.4. . Interim-besluit

Bij het beleggen in hedge funds of in fund of funds van hedge funds dient de grootste omzichtigheid aan de dag gelegd. Het grootste deel van deze fondsen slaagt er niet in om op een consistente wijze een positieve return (in EUR) neer te zetten. Deze vaststelling doet geen afbreuk aan het feit dat een beperkt aantal fondsen een positieve performance realiseert ook in dalende aandelenmarkten. Zonder de hoger vermelde systeemrisico's uit het oog te verliezen, betekent dit dat hedge funds onder bijzondere marktomstandigheden een beperkte investering waard zijn. In de praktijk is het weinig zinvol te kiezen voor fund of funds van hedge fondsen. Beter is te mikken op één hedge fund dat in het verleden bewezen heeft consistent betere rendementen te realiseren. Wat betreft hedge funds bestaat er niet zoiets als een consensusverwachting over de in 2007 te verwachten opbrengst. Omdat gewerkt wordt met afgeleide producten, met een leverage die sterk kan verschillen en met een brede waaier van investeringsmogelijkheden, wordt door de hedge fondsbeheerders vaak een opbrengstdoel gesteld van x% bovenop de langetermijnrente. Rekening houdend met een strikte selectie waarin alleen in de op lange termijn goed presterende fondsen wordt belegd, lijkt een rendementsdoel van 5% in 2007 (in EUR) verdedigbaar.

8. Overzicht returnverwachtingen 2007

activaklasse	consensusreturn 2007 (in %)
liquiditeiten EUR	3,75
liquiditeiten USD	4,75
liquiditeiten JPY	0,40
AAA obligaties EUR	3,90
AAA obligaties USD	4,70
AAA obligaties JPY	1,75
aandelen EUR	10,70
aandelen USD	5,30
aandelen JPY	6,40
aandelen ontluikende landen (in USD)	2,50-27,00
aandelen kleinere bedrijven	extra 2,10
harde grondstoffen (in USD)	12,00
goud (in USD)	15,00
vastgoed - directe beleggingen (in EUR)	5,50
vastgoedaandelen (in EUR)	8,00
afgeleide producten (in EUR)	5,00

9. Afwijkende visies

9.1. Positieve bias (waarschijnlijkheid 10%)

In grote lijnen komt dit scenario neer op een 'goed nieuws show' waarin de geopolitieke problemen onder controle geraken (Irak raakt eindelijk gepacificeerd, Israël en de Palestijnen komen tot een akkoord,...) en het consumentenvertrouwen hierdoor wereldwijd aanzwelt. Deze gunstige ontwikkelingen leiden ertoe dat alle groeivoorzichten opwaarts worden herzien. Bovendien blijven grootschalige natuurrampen of terroristische aanslagen achterwege en slagen de meeste landen erin hun begrotingstekort terug te dringen. In Europa en in de VSA daalt de werkloosheid. Wereldwijd stabiliseren de wisselkoersen; de

USD verliest geen waarde meer. De keerzijde is een oplopende inflatie, een flink hogere rente op korte en op lange termijn en een groeiende bezorgdheid over de oververhitting van de economie. In dit scenario groeien de bedrijfswinsten veel sterker dan verwacht, wat de beurskoersen opstuwt. Vastrentende beleggingen en vastgoed doen het niet goed ten gevolge van de oplopende lange rente.

9.2. Negatieve bias (waarschijnlijkheid 25%)

Pessimistische scenario's over de economische toestand in 2007 steunen op de eerste plaats op de zware terugval van de Amerikaanse vastgoedmarkt -waardoor de privé consumptie verzwakt- en op de grote onevenwichten binnen het Amerikaanse financiële huishouden incl. de weerslag hiervan op de wereldeconomie. Dit betreft de uit de pan rijzende tekorten op de Amerikaanse betalingsbalans en op het overheidsbudget, maar ook de bijna onbestaande Amerikaanse spaarquote en de hoge schuldgraad van de Amerikaanse consumenten. Als gevolg van de crashende huizenmarkt, valt tegelijkertijd de positieve impact weg van de hypotheekherfinancieringen. Een en ander resulteert in een vertrouwenscrisis met als gevolg dat de USD zwaar inlevert (1,75 USD/EUR?). In dit scenario komt de Amerikaanse economie snel in ademnood waardoor ook in andere delen van de wereld de groeivoorzichten versombereren.

Het gevolg is dat de korte rente tegen einde 2007 in de VSA sterk is verlaagd en dat de lange rente zowel in EUR als in USD ongekende dieptepunten opzoekt. De aandelenmarkten zuchten onder de verlaagde winstvooruitzichten van de bedrijven, maar bieden in eerste instantie goed weerstand dankzij de verlaagde schuldgraad van vele bedrijven en het hoge dividendrendement. Niettemin wordt het vertrouwen van consumenten en bedrijven wereldwijd op de proef gesteld. Omdat beleggers vaak een kuddegeest ten toon spreiden, overdrijft men in negatieve zin waardoor de koersen finaal onderuit gaan met negatieve rendementen op jaarbasis tot gevolg.

9.3. Interim-besluit

Economie is geen exacte wetenschap en daarom kan men niet uitsluiten dat -ondanks de lagere waarschijnlijkheid- één van deze alternatieve scenario's werkelijkheid wordt. Maar men mag de kracht van de huidige, wereldwijde opgaande beweging niet onderschatten: eens een tanker op koers ligt, is het niet eenvoudig hem van richting te doen veranderen. Bovendien is gebleken dat de economische groei vooral in Europa en in het Verre Oosten op stevige fundamenten steunt. De gevolgen op economisch gebied van bijv. de dure grondstoffenprijzen (en op de eerste plaats van die van de ruwe olie) waren merkbaar, maar hebben de wereldwijde groei niet gebroken. De groeidynamiek die vandaag nog volop aanwezig is, zal zich ook in 2007 verder laten gelden.

9. Algemeen besluit

a) De korte rente bereikt in de eurozone in de loop van 2007 een cyclisch hoogtepunt. In de VSA daalt ze licht. De lange rente blijft in reële termen laag. De inflatie is goed onder controle op de eerste plaats dankzij de goedkope import vooral vanuit het Verre Oosten.

- b) De consensus wat betreft de wereldwijde economische toestand in 2007 oogt goed. Aandelen bieden in 2007 door de band genomen de beste rendementsvooruitzichten in vergelijking met deze van de andere grote activaklassen.
- c) De harde grondstoffen blijven duur, maar de scherpe stijgingen van de voorbije jaren herhalen zich niet. Bovendien stijgt de volatiliteit. Niettemin blijft hun LT tendens opwaarts gericht.
- d) Vastgoed biedt zekerheid en kent nog aantrekkelijke rendementen, vooral in continentaal Europa. Omdat de rente niet sterk oploopt, is er weinig gevaar dat het prijspeil van vastgoed in Europa beduidend inlevert.
- e) Nadat afgeleide producten tijdens de zwakke beursjaren een goede reputatie konden opbouwen, hinken ze de laatste jaren achterop. Dit sluit evenwel niet uit dat een beperkt aantal fondsen consistent goede prestaties aflevert. Een zorgvuldige selectie en opvolging zijn echter essentieel.
- f) Naast de consensusvooruitzichten bestaan uiteraard afwijkende meningen. Deze zijn echter niet overtuigend genoeg om op basis hiervan de beleggingen volgend jaar compleet anders te oriënteren.