

De goudkoorts die in 1849 een volkstoeloop in de richting van de woeste Californische bergketens ontketende, heeft slechts een handvol gouddelvers het verhoopte geluk gebracht. Enkel de schop-, houweel- en muilezelverkopers en de meettrekkende horecazaken hebben er een klein fortuin aan overgehouden. Het is ander gesteld met de beurshausse die zich sinds eind 2011 heeft ingezet en iedere deelnemer (met een beetje geduld en inzicht) een meer dan behoorlijke return heeft opgeleverd.

De wereldbeurzen hebben het nieuwe jaar intussen ingezet met een niet mis te verstaan statement over hun visie op de verdere toekomst met stevige nieuwe records van de wereldindices, geïnspireerd door een nieuwe, adembenemende recordrace van de Amerikaanse aandelenbarometers. Dergelijk feestgedruis verveelt ons nooit.

Vooraf het doorbreken van de nieuwe mythische grens van 25.000 punten van de legendarische Dow Jones-index weet hierbij de aandacht te trekken van de populaire pers. De recente beweging is inderdaad merkwaardig omdat het minder dan een jaar geleden is dat de vorige fabelachtige horde van 20.000 punten moeiteloos werd genomen. Ook de S&P-index en de NASDAQ laten zich niet onbetuigd en weten de records aan een te rijgen.

Grafiek 1: Recente evolutie van de Dow Jones prijsindex



Dergelijke cijfers zeggen ons echter niet zoveel omdat men zich hierbij te veel fixeert op de evolutie van prijsindices die een vertekend beeld geven van de werkelijke kracht van deze beleggingsklasse, zeker wanneer we de opbrengst over langere periode in beschouwing nemen. Ter illustratie rekenen we even voor wat de effectieve opbrengsten zijn geweest van een investering in de Dow Jones-index, rekening houdend met zowel de prijsevolutie als de dividenduitkeringen.

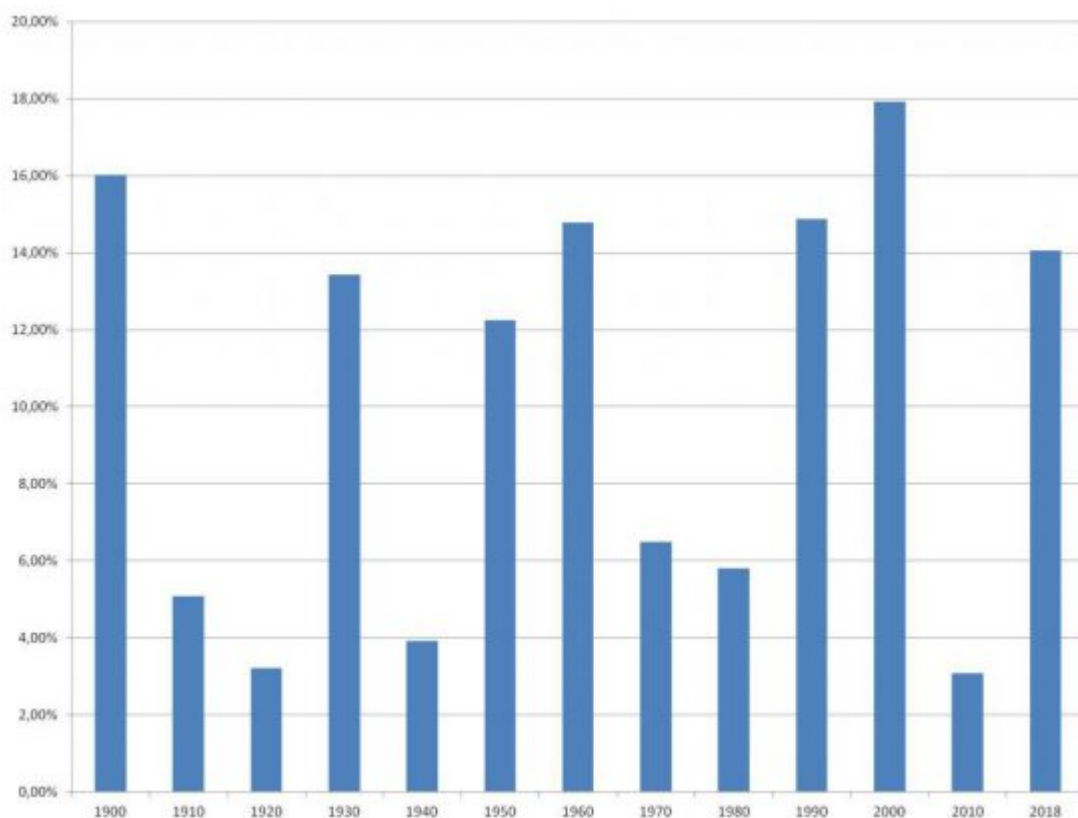
De Dow Jones-index werd voor het eerst berekend in 1896 en kende een startwaarde van 40,96 indexpunten. Op 5 januari 2018 liep deze indexwaarde op boven 25.000 punten. Dit lijkt indrukwekkend maar is dat helemaal niet. Op jaarbasis betekent dit immers slechts een nominale return van 5,35 % en na aftrek van inflatie blijft hier slechts 2,5 % van over (voor

belastingen, wel te verstaan ...).

De werkelijke kracht komt pas tot uiting wanneer we ook de uitgekeerde dividenden in rekening brengen (en telkens herinvesteren). De oorspronkelijke waarde (40,96 punten) blijkt dan te zijn aangegroeid tot ... 2.785.003,73 punten. Dit laat zich omrekenen tot een jaarreturn van 9,28 % in nominale termen en tot een reëel rendement van 6,41 %. Now, we're talking ...

De beschouwde periode is weliswaar lang en brengt u terug in overgrootvaders actieve jaren, maar het bedrag blijft hoe dan ook verbluffend. Ook wanneer we de totale periode opdelen in subperiodes van 10 jaar (behoudens de eerste periode die loopt van 1896 tot 1900 en de laatste periode van 2010 tot 2018) blijft de track record van deze returnindex opvallend sterk. Een dergelijke vergelijking geeft overigens ook aan hoe uitzonderlijk zwak het vorige decennium was, maar tevens dat de recente periode bij de allerbeste decennia gerekend mag worden.

Tabel 1: Nominale jaarreturn per decennium
(De opgegeven datum in de tabel betreft telkens de einddatum van de beschouwde periode.)



Spectaculaire buitelingen, snoekduiken en enkele kortstondige momenten van totale verdwazing even buiten beschouwing gelaten, is het zeer geslaagde parcours van breed gespreide aandelenmarkten natuurlijk niet beperkt gebleven tot de VS.

Ook de Europese markten hebben na WO II een gelijkaardige klim gekend en hebben zich in de recente periode zeker niet onbetuigd gelaten in het heroïsche klimwerk van aandelenprijzen.

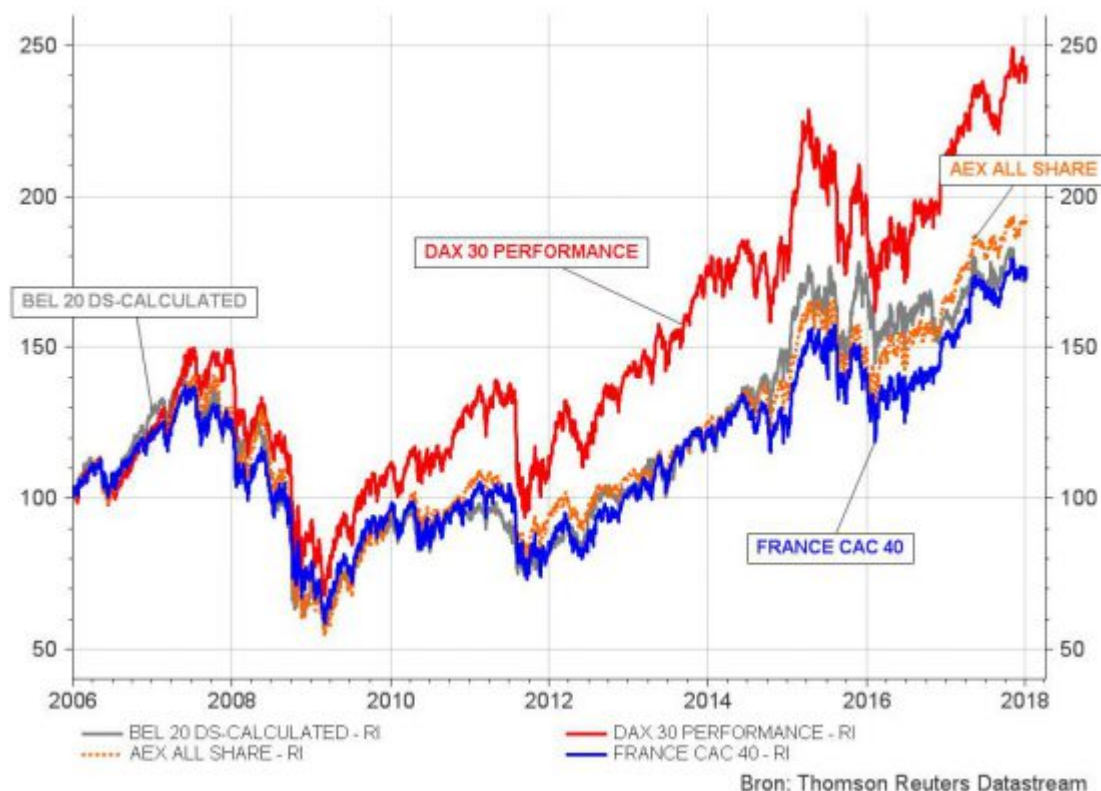
Grafiek 2: Evolutie van de prijsindex van Europese aandelenbeurzen



Maar reeds uit een eerste vergelijking blijkt dat, in tegenstelling tot de VS, slechts weinig Europese prijsindices hun precrisis recordniveau (meestal ergens medio 2007 gesitueerd) kunnen overtreffen, ondanks het recente koersgeweld. In prijstermen blijkt dat de donkere schaduw van de banken- en de eurozonecrisis nog niet helemaal is weggewerkt. Het (te) hoge gewicht van de banksector in de Europese economie (met alle daarbij horende kwalijke bijwerkingen zoals moral hazard, politieke benoemingen allerhande en too-big-to-fail perversiteiten) verklaart dit in belangrijke mate.

In returntermen liggen deze duistere tijden echter ver achter ons, met onder meer uitstekende prestaties van de Duitse, Nederlandse, Franse en Belgische aandelenbeurzen.

Grafiek 3: Evolutie van de returnindex (prijsindex + dividenden) van Europese aandelenbeurzen



Zowel in de VS, Europa als de meeste Aziatische aandelenmarkten blijkt het bereikte koersniveau verantwoord op basis van de rentestand, de vermoedelijk beperkte opwaartse bewegingsruimte van de langetermijnrente, de verwachte gunstige evolutie van de bedrijfsresultaten en het potentieel voor verdere afname van de risicopremie, hetgeen op zijn beurt het toegenomen economisch optimisme weerspiegelt.

De koers-winstverhoudingen van de meeste aandelenbeurzen vertonen weliswaar recordniveaus, maar bij de effectieve waardering dient ook rekening te worden gehouden met de lage rentestand en het toegenomen groeiritme van de bedrijfsresultaten. Dit laatste gegeven is vooral een functie van de verwachte economische evolutie. De verwachtingen in de VS, de eurozone, China en India wijzen op toenemende bedrijfsactiviteit zodat zich hier geen dreigend gevaar voordoet. Het voornaamste risico voor ons optimistisch scenario bevindt zich vooral in de ontwikkeling van de langetermijnrente. Het uitgangspunt wordt hierbij gevormd door een moderate ontwikkeling van de inflatie.

Het huidige peil van de verwachte inflatie bevindt zich in de VS relatief kort bij de doelstelling van 2 %, maar de centrale bank heeft hierop al geanticipeerd met aangekondigde verhogingen van haar beleidsrente in 2018.

In de eurozone bevindt de verwachte inflatie zich nog ruimschoots onder deze doelstelling, zodat ook hier geen dramatische opstoot van de langetermijnrente wordt verwacht. Een tegenvaller op dit vlak kan echter schokgolven veroorzaken, gelet op het nog steeds extreem lage niveau waarop de rente zich bevindt, en zowel de obligatiemarkten als de aandelenbeurzen sterk onder druk brengen.

We willen toch graag even de huidige rentetarieven in historisch perspectief plaatsen. Wat dacht u van de volgende statistieken?

Een recent artikel van de Bank of England [\[1\]](#) biedt ons de kans om even terug te kijken. Tot 1273 om precies te zijn. Hierbij wordt de risicovrije rente gemeten telkens gedefinieerd als het prevalerende rentetarief in de regio die op dat

moment economisch toonaangevend is en in de loop van geschiedenis verschuift van Venetië en Genua naar ondermeer Spanje, de Nederlanden, het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en de VS.

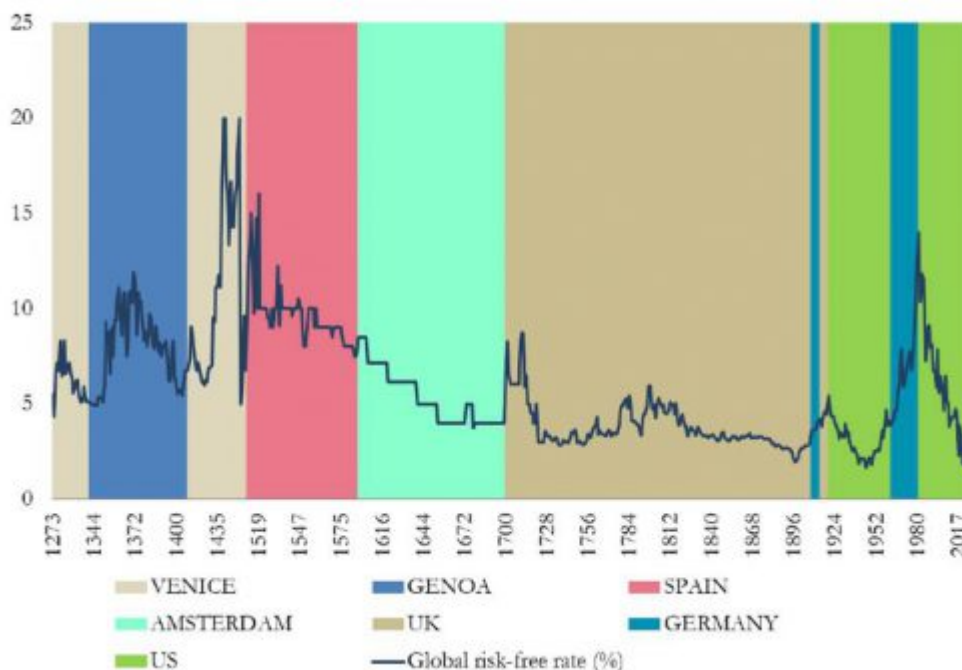
Dit laat toe om de stand van de langetermijnrente, de huidige obligatiehousse en rentedalingen te situeren. De huidige dalingen van de rentevoeten hebben zich voorgedaan vanaf 1981 nadat voorafgaandelijk de toenmalige Fed-voorzitter, de legendarische Paul Volcker, de torenhoge inflatie succesvol wist te bestrijden met ongeziene rentestijgingen (of was het gewoon zo dat de rente gewoon begon af te nemen omdat de economische groei zodanig was teruggevallen dat ook de olieprijzen terugvielen en hierdoor de inflatieverwachtingen drastisch afnamen, tegelijk de pc zijn opwachting maakte en productiviteitsgroei veroorzaakte en de nieuwgekozen president Reagan terecht meer aandacht gaf aan de aanbodkant van economie?)

Dit veroorzaakte een volgehouden trend van rentedalingen en een obligatiehousse van 1981 tot nu. Om u een idee te geven hoe uitzonderlijk deze rentebeweging wel is: sinds 1273 was er maar één periode van dalingen van de nominale rente die langer duurde dan de huidige, met name van 1441 tot 1481. Diezelfde periode steekt ons overigens als enige ook de loef af inzake de orde van grootte (intensiteit) van de nominale rentedaling. In termen van reële rentedaling was er in de geschiedenis ook slechts één periode langer, met name van 1451 tot 1511. In orde van grootte daalde de reële rente enkel meer tussen 1933 en 1948.

Onze generatie heeft dus genoten van de op één na langste en meest intense periode van rentedalingen van de laatste 800 jaar. Meer nog, sinds 1273 is de nominale risicovrije rente nooit lager geweest dan medio 2016 (en de beperkte stijgingen sindsdien worden vooralsnog niet als een trendbreuk aanzien).

Grafiek 4: Evolutie van de risicovrije rente sinds 1273 - Bron: BOE wp 686

CHART 1: GLOBAL NOMINAL RISK FREE RATE AND ASSET COMPOSITION, 1273-2017.



Het risico hierbij is dat men vergeet dat het ook wel eens de andere kant kan opgaan. Een radicale ommekeer in dit scenario, op basis van rabiante rentestijgingen zou bijzonder nefast zijn voor alle financiële markten. In de eerste plaats natuurlijk voor obligaties en vastgoed maar zeker ook voor aandelenmarkten. In historisch perspectief doet een dergelijke

trendbreuk zich voor bij miscommunicatie door centrale banken (zoals recent in 1968 en kortstondig in 1994) en bij een te sterke toename van de loongroei.

Geen van beide storende elementen vormt momenteel echter een bedreiging. De centrale bankiers van de Fed en de ECB wisten er in de recente periode immers een zeer accurate en tijdige communicatie op na te houden en konden hierdoor bijzonder veel vertrouwen opwekken bij investeerders, die dan ook prompt reageerden met verlaagde inflatieverwachtingen en die hierdoor de langetermijnrente laag houden.

Ook de evolutie van de lonen in de VS blijft (tot nu toe) zeer gematigd, ondanks de extreem lage werkloosheid. Wellicht wordt dat veroorzaakt door de gebrekkige groei van vacatures, waardoor de onderhandelingspositie van werknemers verzwakt, en vooral de beperkte productiviteitsgroei waardoor bedrijven hoe dan ook geen mogelijkheid zien om loonsverhogingen toe te kennen.

Bij de asset-allocation blijven we vandaar aandelenposities overwegen, vooral in de eurozone en Aziatische groeilanden. De VS blijft echter nadrukkelijk aanwezig in onze aandelenposities. Onze obligatieposities blijven vanzelfsprekend en worden (enkel) uitgebreid met Spaanse en Italiaanse inflation-linked obligaties, Portugal (in een volgehouden inhaalbeweging) en Polen (dankzij een versterkende wisselkoers).

[\[1\]](#) Bank of England. Staff Working Document 686: Eight centuries of the risk free rate. Paul Schmelzing 10/2017