



Door onze redacteur **Maarten Schinkel**

**D**e grootste vraag voor beleggers in 2015: wie haigt er in het komende jaar, de financiële markten of de reële economie? In jaar zeven na de financiële crisis krijgen beleggers te maken met 'het gat'. De beurzen zijn al ver vooruitgelopen op het herstel van de economie. Dat is in de Verenigde Staten veel evidentier dan in Europa. De totale waarde van alle aandelen samen is in de VS nu 138 procent van het bruto binnenlands product, en dat is het hoogste sinds eind 2000. Er zijn kennelijk hoge verwachtingen van de economie van vlees en bloed. Die reële economie zal die belofte nu moeten gaan inlossen. Doet zij dit niet, dan kunnen de beurzen terugvallen tot een niveau dat de werkelijkheid beter weerspiegelt dan nu. 'Het gat' tussen die twee zal hoe dan ook moeten worden gedicht - goedheids of kwaadschiks. En als Amerika onderuit gaat, zo leert de geschiedenis, dan gaan wij mee. De voortekens voor een economische opleving zijn niet slecht. In de Verenigde Staten is de economische groei al zodanig aangetrokken dat beleggers verwachten dat de centrale bank al in het tweede kwartaal zal beginnen met het opschroeven van de nulrente, die kort na het uitbreken

tussen de groei op de beurs en de groei van de economie gaat 'het gat' - dat een keer dicht moet

van de financiële crisis zijn intrade deed. Europa heeft nog het nodige in te halen, maar heeft ook te maken met minder hoge beurswaarsparingen. De Duitse economie gaat 2015 in met voldoende vaart, Nederland mag volgens het Centraal Planbureau een groei van 1,5 procent tegemoet zien. Dat lijkt mager, maar is onder de huidige omstandigheden waarschijnlijk zo'n beetje de kruisnede die de economie in het post-crisistijdperk aankant. Voor de rest van de eurozone is het beeld gemengd, met inhaal-effecten in veel zuidelijke landen, maar ook zorgen over Frankrijk en Italië. Wat zijn de risico's dat het allemaal toch fout gaat en de beurzen in 2015 een corrigerende tik krijgen? Daar is vaak een 'trigger' voor nodig - een heftige gebeurtenis die de aanleiding is voor beleggers om plots te heroverwegen of zij nog wel goed bezig zijn. Er zijn altijd *unknown unknowns* - gebeurtenissen die je per definitie niet kan zien aankomen. Oorlogen of andere vormen van gewapend conflict zijn ook mogelijk, maar blijven buiten beschouwing. Wie van te voren risico's wil benoemen, en triggers wil identificeren, kan zich beter concentreren op economische *known unknowns*. Dat zijn risico's die uit de financiële sector of de economie zelf voortkomen, maar waarvan niet bekend is of en hoe ze zich zullen materialiseren. Hier zijn er vier, niet in volgorde van belangrijkheid

of waarschijnlijkheid.

**1 Ruzie binnen de Europese Centrale Bank**  
De markt rekent erop dat de ECB in het eerste of tweede kwartaal zal overgaan op uitgebreide steunpakketten van leningen, waaronder wellicht ook staatsleningen. De centrale bank wil zijn balans vergroten met rond de 1.000 miljard euro, waarvan er met bestaande programma's al zo'n 400 werd binnengehaald. De overige 600 miljard moet van bedrijfsleningen of staatsleningen komen. Er dreigt echter een schisma binnen de bank, met Duitsland als belangrijkste tegenstander. Probleem is dat topman Mario Draghi al veel verwachtingen heeft gevekt. Mocht het programma niet doorgaan, dan zal dat op de beurzen tot turbulentie kunnen leiden - met name op de obligatiemarkt.

**2 Crisis in de grondstoffenlanden en opkomende markten**  
Niet alleen de olieprijs is gekelderd, maar ook de prijzen van bijvoorbeeld koper of ijzererts. Veel grondstoffenlanden ondergaan het lot van Rusland, dat in de problemen is gekomen door de dalende olieprijs. Denk aan Brazilië, Australië, Venezuela, Zuid-Afrika of Nigeria. Veel van deze landen zagen drie jaar geleden hun munten huizenhoog stijgen door de instroom van westers kapitaal en

hoge grondstoffenprijzen. Nu die prijzen dalen, en westers kapitaal terugkeert naar huis, keert het tij. Het hangt sterk samen met het volgende risico:

**3 De Amerikaanse centrale bank schroeft de rente te laat op**  
De verwachting is nu dat de Fed 'in het tweede kwartaal zijn rente begint te normaliseren, nadat die vrijwel sinds het begin van de crisis op nul stond. Als de centrale bank daarmee treuzelt, bijvoorbeeld onder druk van de opkomende landen, dan is het risico dat de Fed achter de feiten aan gaat lopen: een te hoge economische groei en een aantrekkende inflatie. Daar kan de markt van schrikken. Want een centrale bank die te laat is, moet dat later gaan inhalen met veel drastischer ingrepen.

**4 Een crisis in China**  
In de zoektocht naar verklaringen voor de sterk gedaalde grondstoffenprijzen figureert China vaak. Het behoorde, met zijn explosieve economische groei, altijd tot de grootste afnemers. Is de Chinese economie sterker afgekoeld dan we denken? En wat doet dat met de opgeblazen vastgoedmarkt en de enorme schulden die daar zijn gemaakt? In 2015 moet blijken of het land een zachte landing maakt. Of een hardere. En dat laatste kan wereldwijd doorgaans op de financiële markten.

