

# Groene scheuten geen garantie voor goede oogst.

Juni 2009



De laatste maanden was voortdurend sprake van de 'groene scheuten' van het economisch herstel. De wereldeconomie zond inderdaad ontegensprekelijk een aantal erg bemoedigende signalen uit, maar er zijn nog meerdere risicofactoren in zicht. Er bestaat dus zeker geen garantie voor een herstel.

Groene scheuten duiken op aan beide kanten van de Atlantische oceaan. De Amerikaanse cijfers blijven sinds begin maart in positieve zin verrassen en hetzelfde patroon tekent zich de laatste weken ook in Europa af (bvb. IFO, PMI). De hemel klaart ook op in de opkomende wereld met een toename van de kredietverstrekking die de Chinese import doet opleven en verbeterende fundamentele factoren in alle opkomende markten.

Wij verwachten dat de productie zal blijven dalen en vervolgens dankzij de vele steunmaatregelen van de overheid in de tweede jaarhelft van 2009 zal stabiliseren. De bruuske onderbreking in de wereldhandel en de scherpe voorraadaanpassingen hebben de neergang versneld, maar beide effecten zullen in de toekomst wellicht wegebben. Structurele aanpassingen in de Amerikaanse economie (zoals hogere spaarquote, lagere huizenprijzen, een lager tekort op de lopende rekening) komen eraan en tekenen van een stabilisering in de Amerikaanse consumptie in het eerste kwartaal samen met een echt herstel in China zijn uitermate bemoedigend. Tegelijk zullen de effecten van het PPIP- (Public Private Investment Program) en TALF- (Term Asset-Backed Lending Facility) programma binnenkort voelbaar zijn. De voorwaarden ervan lijken aantrekkelijk voor privébeleggers, maar of ze ook echt effect zullen sorteren is tot op heden onduidelijk. Die programma's zullen van vitaal belang zijn om de kredietverstrekking weer op gang te krijgen in de VS.

Maar de geschiedenis leert ons dat voorzichtigheid geboden blijft. Uit eerdere huizen- en bankcrissen kunnen we opmaken dat de huidige baisse nog enige tijd kan aanslepen, terwijl het IMF liet weten dat er onvoldoende is gedaan om de banken van vers kapitaal te voorzien. Inmiddels maakt een aantal commentatoren zich ook zorgen over een mogelijke terugkeer van de inflatie. Volgens ons is die vrees voorbarig.

Op basis van de huidige marktomstandigheden zijn we neutraal in aandelen van ontwikkelde markten. De waarderingen weerspiegelen weer de reële waarde en een vertraging in de positieve economische verrassingen kan zwaar gaan wegen op de aandelenmarkten. Vanuit technisch oogpunt is de opleving misschien voorbij en kan het seizoenseffect stilaan tegen de markt in gaan.

In termen van regionale allocatie zijn we overwogen in opkomende markten en Europa. Aandelen uit opkomende markten lijken vrij aantrekkelijk vanwege het Chinese effect, hun waarderingen en de sterke positie van de opkomende wereld vóór de crisis (demografische gegevens, groeipotentieel, internationale reserves, lage leverage, enz.). Anderzijds lijken de Europese waarderingen gunstiger dan die van de andere ontwikkelde markten.

Wij menen dat de langetermijnrente wellicht laag zal blijven en in omgekeerde zin zal evolueren ten opzichte van de recente trend omdat de groei laag zal blijven en de inflatie onder de verwachtingen zal uitkomen. De steile rentecurve zal beleggers naar het lange segment van de

curve duwen. We geven de voorkeur aan bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende markten die hogere potentiële rendementen bieden en die het slechte nieuws al grotendeels in hun waarderingen hebben verdisconteerd.

Voorts zijn we overwogen in grondstoffen, een vroeg-cyclische vermogenscategorie die een impuls kan krijgen van de dollarzwakte en de verwachting dat de huidige lage prijzen een nieuwe periode van schaarste kunnen inluiden. Vooral goud lijkt aantrekkelijk in de huidige omgeving. Het is immers een reëel actief dat beschouwd wordt als bescherming tegen inflatie, de crisis en dollarzwakte. We zijn onderwogen in vastgoed, een sector met een hoge schuldenlast die hard getroffen is door de financiële crisis.

We kunnen besluiten dat de 'groene scheuten' van het economisch herstel de meer risicodragende vermogenscategorieën zoals aandelen en krediet nieuw leven hebben ingeblazen. Vooral de hernieuwde risicobereidheid en dus een lagere vereiste risicopremie per risico-eenheid hebben de prijzen hoger geduwd. Nu is het vooral de vraag welke vorm dit herstel zal aannemen. Wij voorspellen een herstel 'in de vorm van een vierkantswortel': deze crisis is een balanscrisis waardoor het multiplicatoreffect van de budgettaire maatregelen zwakker zal uitvallen. De zoektocht naar een 'nieuw wereldwijd evenwicht' (geringere externe tekorten in de VSA, geringere overschotten in Azië) zal eveneens op de groei wegen. Wij adviseren beleggers om de risico's die ze nemen in hun portefeuilles met zorg uit te kiezen.

**William De Vijlder**  
**Global Chief Investment Officer**