

Door Alex Otto,
directeur Beleggingen Delta Lloyd Asset Management

Een jaar zonder precedent

Het afgelopen jaar zal ongetwijfeld als een van de slechtste beursjaren aller tijden opgetekend worden. De malaise begon met de credit crunch, waardoor beleggers massaal financials en de meer risicovolle ondernemingen in de verkoop deden. De crisis culmineerde echter in de tweede helft van 2008 met de economische teruggang en de sterk dalende prijzen van grondstoffen en olie. De rest is geschiedenis.

Hoewel het verdere verloop van de crisis natuurlijk ongewis is, worden op macroniveau de contouren van een basisscenario toch langzaam zichtbaar. De belangrijkste factor in dit scenario is natuurlijk de te hoge schuldlast in vooral de Verenigde Staten. Die onevenwichtigheid moet rechtgetrokken worden en zowel de Amerikaanse overheid als de consument zal dat goed voelen. Waarschijnlijk leidt dit tot een periode van weinig groei. Over het te voeren beleid is inmiddels ook consensus ontstaan: president Obama zal de overheidsuitgaven op de korte termijn flink opschroeven. Amerika's sterk verslechterende schulddispositie kan echter via verminderde kredietwaardigheid op termijn nadelig uitpakken.

Wat de situatie bemoeilijkt is dat het reservoir van traditionele beleidsinstrumenten uitgeput raakt. De Fed heeft de rente immers bijna tot nul verlaagd waardoor het rentewapen, op zijn zachtst gezegd, behoorlijk bot is geworden. Centrale banken zullen dan ook inventiever moeten worden en meer uit de kast moeten halen om de geldmarkt te verruimen. Alleen, door de slechte conditie waarin veel banken verkeren, heeft monetair beleid op dit moment weinig effect. Een inherent gevaar van de verruiming van de geldmarkt is dat de geldcreatie niet tijdig teruggedraaid zal worden. En dat kan weer tot een hoge inflatie leiden. Beide maatregelen hebben dus hun risico's.

De slechte economische cijfers in combinatie met krachtige overheidsinterventies leidden vooral in de laatste twee maanden van 2008 tot ongekende fluctuaties op de financiële markten. Met alle gevolgen van dien voor de belegger die zich heen en weer geslingerd zag tussen hoop en vrees. Een fikse tegenvaller was de terugvallende consumptie. Die is nergens zo duidelijk als in de auto-industrie: in de Verenigde Staten tuimelden de autoverkopen met 30 procent, in Europa met ongeveer 20 procent. De beursbewegingen werden de laatste maanden dan ook sterk bepaald door de vraag of autofabrikanten en Citigroup al dan niet voor steun bij de overheid konden aankloppen. Die steun is er inmiddels.

Een goede illustratie voor de volatiliteit op de aandelenmarkt is de graadmeter die de beweeglijkheid meet van de Amerikaanse aandelenindices. Deze kwam over het hele kwartaal boven de 40 uit, terwijl een niveau van onder 20 in het verleden normaal was. Een klein lichtpuntje voor de beleggers was dat per saldo de meeste aandelenkoersen slechts licht daalden na de enorme correctie in de eerste helft van oktober. Veel slecht nieuws is door de correcties van het afgelopen jaar immers al verdisconteerd in de aandelenprijzen. Meevallers en teleurstellende berichten zullen ook de komende maanden elkaar verder afwisselen. En dat zal ongetwijfeld weer sterke koersuitslagen met zich meebrengen. Het beurssentiment zal zich dan ook pas duurzaam verbeteren wanneer er meer duidelijkheid ontstaat over de duur en diepte van de economische recessie en de effecten van de kredietcrisis. De tijd zal het dus leren. ■

RENDEMENT IMPONEERT NIET

De roep van aandeelhouders om meer rendement is overigens niet zo vreemd. Philips vergelijkt zich met een groep van elf internationale concurrenten. Een vergelijking met deze groep speelt een belangrijke rol in de vaststelling van de variabele beloning van het management en is daarmee een relevante meetlat om het rendement van het aandeel langs te leggen. Een vergelijking geeft echter een treurig beeld te zien. Op basis van het totale aandeelhoudersrendement (TSR) over 2008 bungelt Philips onderaan. Alleen General Electric doet het nog slechter. Ook over langere termijn, sinds het aantreden van Gerard Kleisterlee in april 2001, imponeert het rendement niet.

Het schip Philips zal niet zomaar zinken, ook niet in de huidige orkaan. Het is nu de taak van het management om richting aandeelhouderswaarde te koersen. De makkelijkste en veiligste weg is de sterke balans aanwenden voor uitkeringen aan aandeelhouders en gerichte kleine overnames. Dat laatste moet bij de huidige economische situatie tegen aantrekkelijke prijzen kunnen. Wellicht dat Philips de komende jaren dan wel in staat blijkt zijn concurrenten te verslaan. ■

TSR PHILIPS & PEER GROUP

	2008	APR 01-FEBR 09
Johnson & Johnson	-3,6%	-3,7%
3M	-26,6%	-30,6%
Emerson Electric	-30,6%	-19,8%
Matsushita	-36,2%	-46,2%
Schneider	-40,4%	-20,6%
Toshiba	-42,0%	-63,8%
Honeywell	-42,9%	-46,4%
Electrolux	-44,9%	-22,0%
Hitachi	-45,6%	-79,0%
Siemens	-50,7%	-38,7%
General Electric	-51,9%	-79,3%
Gemiddeld	-37,8%	-40,9%
Philips	-51,8%	-50,2%

Rendementen zijn inclusief dividend en in euro.

