

heeft sinds maart 2009 al voor GBP 200 mrd aan 'Gilts' gekocht (dat is 14% van de totale overheidsschuld) en kondigde onlangs een uitbreiding van het opkoopprogramma aan. Ook de Amerikaanse Federal Reserve voert een dergelijk beleid van 'quantitative easing'. Ondanks torenhoge begrotingstekorten is de staatsrente laag, want beleggers weten dat als het er echt op aankomt, de Amerikaanse centrale bank zal voorkomen dat beleggers hun lening niet terugkrijgen.

Als de Fransen dit alles van te voren hadden bedacht, was ze een hoop rentefrustraties bespaard gebleven.

SANCTIES BIJNA AUTOMATISCH

Uiteindelijk kan de eurocrisis alleen luwen als beleggers er helemaal van opan kunnen dat de overheden in euroland hun verplichtingen zullen nakomen, ook bij ontstentenis van een te hulp schietende ECB. Het was met die gedachte dat de politieke leiders bij de vorige Top besloten harde afspraken te maken over tekort- en schuldreductie en over de daaraan gekoppelde (bijna) automatische sancties. De landen mogen maximaal een tekort van 3 procent van het BBP hebben en een voor de conjunctuur gecorrigeerd tekort van maximaal 0,5 procent. Daarnaast moet de schuld in een tijdsbestek van twintig jaar teruggebracht worden tot 60 procent van het BBP.

MEER DAN SPILZUCHT ALLEEN

Dat klinkt allemaal uitstekend, maar het is hoogst twijfelachtig of het zal werken. Dat komt omdat het ontstaan van de eurocrisis niet enkel valt terug te voeren op de spilzucht van overheden. Landen als Griekenland en Italië hadden in de economisch goede jaren van voor 2008 inderdaad te hoge overheidstekorten en schulden. De huidige probleemlanden Spanje en Ierland voldeden echter toen moeiteloos aan de tekort- en schuldcriteria van het zogenaamde Groei- en Stabiliteitspact. Probleemland Portugal



hing tussen de twee groepen in.

ONSCULD IN MADRID EN DUBLIN

In Spanje en Ierland lag het probleem niet bij de overheid, maar bij de private sector. Angemoedigd door sterk dalende rentes na de invoering van de euro en ruimhartige kredietverlening van banken ontstond in beide landen een onroerendgoedbubbel die zijn weerga niet kende. Uiteindelijk is die luchtbel uiteengespat en de hoge overheidstekorten zijn in hoge mate een gevolg van die ongelukkige private kredietexpansie. Niet de overheidstekorten, maar de tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans - die aangeven in hoeverre een land als geheel (overheid plus private sector) schulden opbouwt - voorspellen betalingsproblemen. Excessieve bancaire kredietverlening zelf is natuurlijk al een 'red light', evenals onmatig stijgende vastgoedprijzen.

PLANNEN BESTE ONDERPAND

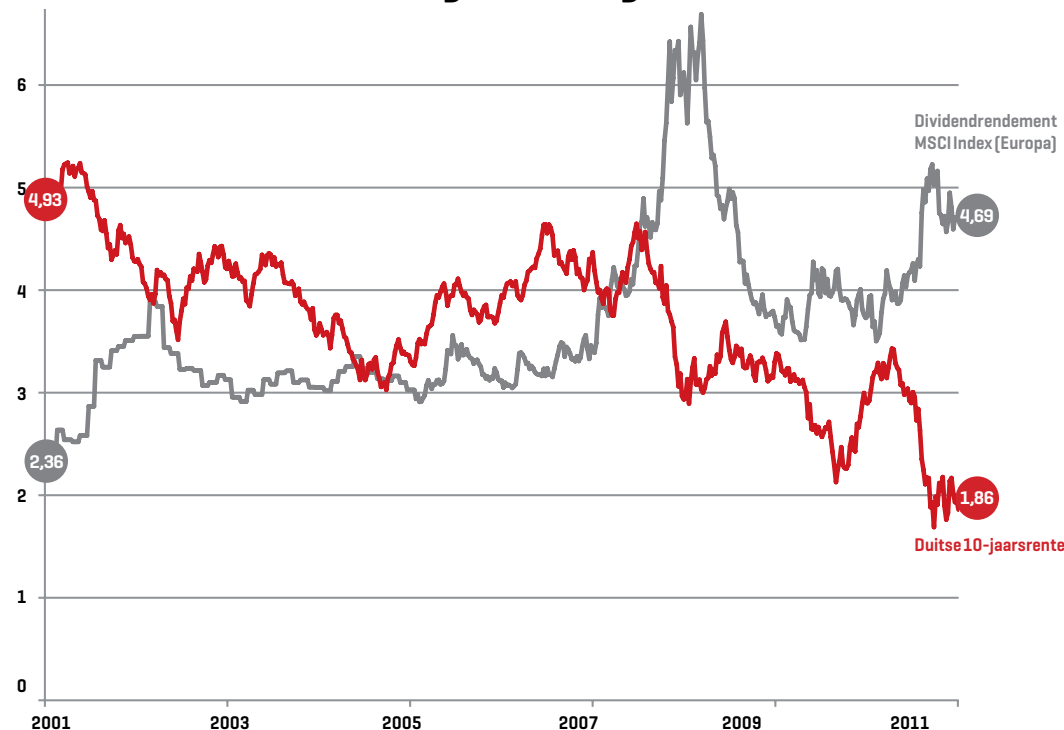
Enkel sturen op overheidstekorten is dus verkeerd. Sterker nog: wan-

neer de tekorten vooral een gevolg van conjuncturele tegenwind zijn, kunnen de geëiste bezuinigingen en/of belastingverhogingen de zaken nog eens verergeren vanwege de schadelijke (pro-cyclische) economische effecten. Natuurlijk is het belangrijk dat de begrotingen in evenwicht gebracht worden, alleen niet enkel op basis van boekhoudregels. Geloofwaardige plannen voor de middellange termijn zijn minstens net zo belangrijk. Aansluitend dienen zwakke landen ruim plaats in te bouwen voor economische hervormingen. Die brengen duurzame welvaarts-groei en geen welvaart die steeds op de pof moet worden gekocht.

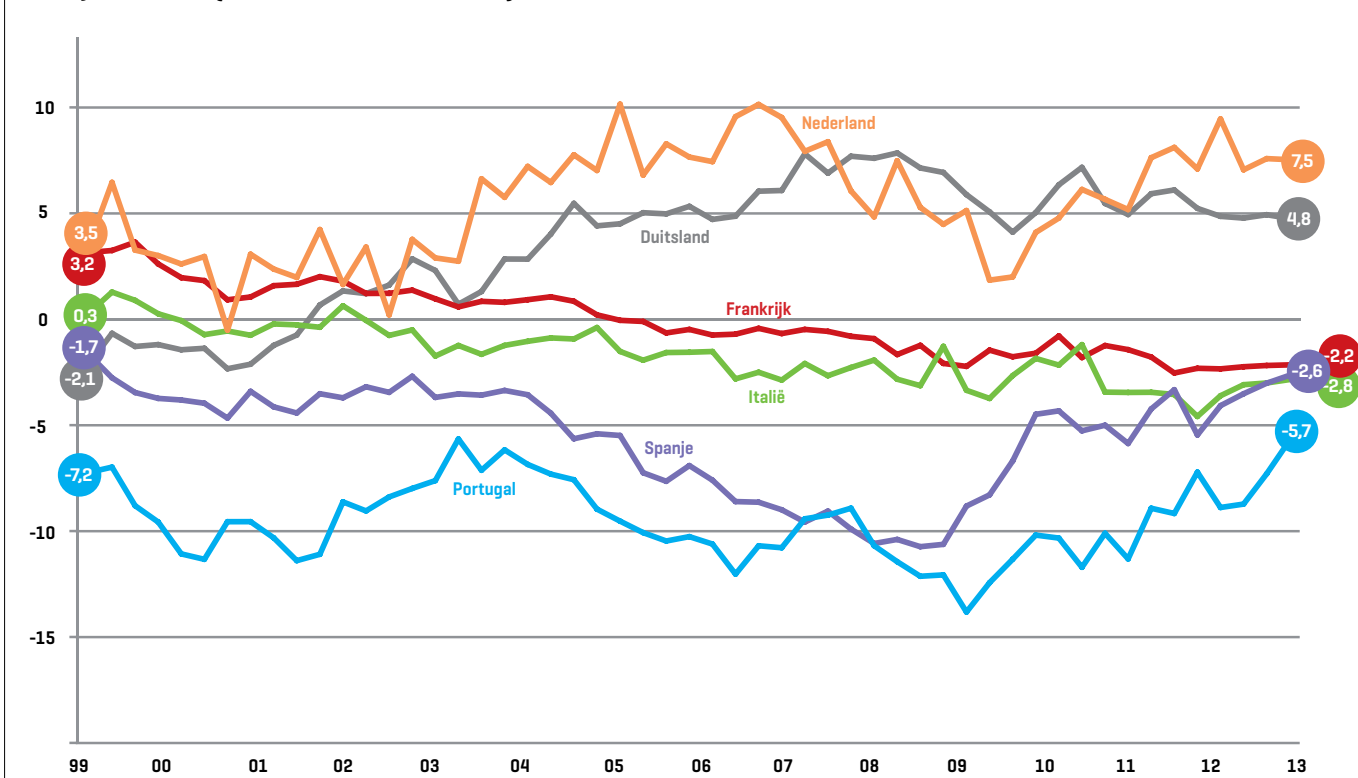
Voor een stabielere muntunie is een automatisch solidariteitsmechanisme onmisbaar. Alleen als alle landen voor elkaars schulden aansprakelijk zijn, kunnen staatsobligaties hun status van veilige belegging terug krijgen. Om misbruik te voorkomen is gemeenschappelijke aansprakelijkheid alleen mogelijk als de vrijheid van landen om een eigen begrotingsbeleid te voeren,

NIET DE OVERHEIDSTEKORTEN, MAAR DE SCHULDEN VAN OVERHEID PLUS PRIVATE SECTOR VOORSPELLEN BETALINGS-PROBLEMEN

Dividendrendement ruim hoger dan obligatierente



Tekort op de lopende rekening in diverse eurolanden vanaf januari 1999 (als % van nationaal inkomen)



in hoge mate wordt ingeperkt. We spreken dan over een echte fiscale unie. Dit alles is voor veel landen nu nog een brug te ver, maar de euro is nog jong en er is nog veel ruimte voor voortschrijdend inzicht.

GOUDEN TIJD VOOR OBLIGATIES VOORBIJ

Beleggers wordt vaak voorgehouden dat aandelen op korte termijn veel risico in zich bergen, maar op langere termijn toch de beste rendementen leveren. Die wijsheid wordt danig op de proef gesteld. De afgelopen jaren waren per saldo niet best. Als we bijvoorbeeld naar de afgelopen tien jaar kijken, zien we dat beleggers beter in obligaties hadden kunnen beleggen.

Gelukkig voor aandelenbeleggers bieden rendementen uit het verleden geen garantie voor de toekomst. Bedacht moet worden dat de belangrijkste reden van het uitstekende rendement op obligaties de inflatie- en rentedaling is geweest die zich al begin jaren

tachtig inzette. Met een 10-jaarsrente van beneden de 2 procent op Duits staatspapier is het einde aan die beweging nu echter wel in zicht. Tenzij er Japanse toestanden ontstaan, zullen obligatiebeleggers het in de toekomst vooral moeten hebben van het couponrendement. Het te verwachten rendement op aandelen is het dividendrendement plus de groei van het dividend. Die groeifactor zorgt ervoor dat normaal gesproken beleggers genoegen nemen met een dividendrendement (directe rendement van aandelen) dat lager is dan de obligatierente (directe rendement obligaties).

DIVIDEND GEEFT RENDEMENT

Op dit moment doet zich de bijzondere situatie voor dat het verwachte dividendrendement van de Europese MSCI/aandelenindex op ruim 4,5 procent duidelijk boven de obligatierente ligt. Dat betekent dat aandelen dus erg goedkoop zijn geworden. Daarbij moet ook nog bedacht worden dat het deel van de

OP EEN WAT LANGERE TERMIJN IS HET AANNEMELIJK DAT DE LANGSTE PERIODE VAN SLECHTE AANDELEN-RENDEMENTEN ACHTER ONS LIGT

winst dat in deze periode aan dividend uitgekeerd wordt naar historische maatstaven niet hoog is. Waar in 2008 ook Financials nog hoge dividenden uitkeerden, wordt dat nu gedaan door solide bedrijven die het dividenddeel van de winst vermoedelijk niet snel zullen verlagen.

Uiteraard biedt dit alles geen garantie voor 2012, maar op een wat langere termijn is het aannemelijk dat de langste periode van slechte aandelenrendementen achter ons ligt.

OVER DE AUTEUR

• Cees Rijdsdijk is beleggingsstrateeg bij SNS Bank.

• Maandelijks geeft hij in Effect zijn visie op macro-economische ontwikkelingen

• Reageren? effect@veb.net