



van op macroniveau dat de werkloosheid niet meer daalt naar de pre-recessieniveaus en structureel hoger blijft. Amerikaanse bedrijven reorganiseren sneller in tijden van tegenspoed. Dat heeft voordelen, maar op langere termijn zijn we met het Rijnlandse model vermoedelijk niet slechter af.

ZWAKKER DOOR STERKTE

Vanwege de superlage Amerikaanse korte rentes worden tegenwoordig geen yens maar dollars geleend om in valuta's met een hogere rente te beleggen ('carry trades'). Het gevolg is dat de yen de laatste tijd fors gestegen is tegenover de dollar en tegen de daaraan gekoppelde Chinese yuan. Er is nog maar een kleine stijging nodig en de yen staat op het hoogste punt in veertien jaar.

Dit is niet zonder consequenties voor de Japanse economie. Vooral de grote op het buitenland gerichte bedrijven klagen omdat de dure yen de concurrentiepositie aantast, zodat het moeilijk wordt Japanse producten te slijten in het buitenland. De druk om actie te ondernemen neemt toe, temeer omdat het conjunctuurherstel tot nu toe op het conto van de exporteurs geschreven kan worden.

GEEN BEDRIJFSLEIDERS

De nieuwe politieke leiders van de Democratische Partij van Japan zijn echter minder gevoelig voor de wensen van (grote) bedrijven dan de vorige regering en ze hebben bovendien gezegd de exportafhankelijkheid van het land te willen verminderen.

Dat is niet onverstandig. Een sterkere yen bevordert de overgang naar een evenwichtiger groei-model, waarin ook de interne vraag aan de expansie gaat bijdragen. Dat maakt de economie uiteindelijk minder kwetsbaar.

Voor de korte termijn zal niet ingrijpen op de valutamarkt nadelig voor de economie uitpakken. Het is dan ook nog maar de vraag of de regering aan haar principes zal blijven vasthouden, zeker nu een aantal kleinere Aziatische landen inderdaad aan het interveniëren zijn geslagen. De nieuwe

minister van financiën Fuji stelde onlangs dat er niets abnormaals is aan de stijging van de yen, maar voegde er voor de zekerheid toch maar aan toe dat hij nooit gezegd had dat hij nooit zou interveniëren.

ZWETEN OVERBODIG

Nu de beurzen blijven stijgen, staat menig-een zo langzamerhand het klamme zweet in de handen. Aandelen worden nu toch wel wat duur, zo lijkt het op het eerste gezicht. Een graadmeter voor de hoogte van de koersen is natuurlijk de koers-winstverhouding. Op basis van operationele winsten ligt de MSCI-index voor Europese aandelen op 15, wat weer boven het niveau van medio 2007 is, toen de beurs aan de vooravond van een grote en langdurige daling stond.

Toch liggen de kaarten anders dan het op het eerste gezicht lijkt. Voor een goed oordeel over de waardering moet je namelijk rekening houden met de fase waarin aandelen verkeren. We hebben nu te maken met een zogenaamde 'winstrecessie' waarin de koers-winstverhouding stijgt omdat beleggers vooruitlopen op het verwachte winstherstel. Je moet de huidige koers-winstverhoudingen dus afzetten tegen vergelijkbare periodes in het verleden. Dan zien we dat de waardering nog achterblijft. Ten tijde van de vorige winstbodems in 1993 en 2002 lagen de koers-winstverhoudingen op respectievelijk 20 en 25. Zo bezien zijn de waarderingen redelijk aantrekkelijk. Voor ons is dat een belangrijke reden om niet al te veel hoogtevrees te hebben bij de huidige koersniveaus. ■

KORTE RENTE	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	28-09-09	12-10-09	mut. 2 wkn
3 MND EURO	2,49	3,73	4,68	2,89	0,74	0,74	0,5%
3 MND GB	4,58	5,28	5,95	2,63	0,56	0,69	23,2%
3 MND VS	4,54	5,36	4,70	1,43	0,28	0,28	0,7%
3 MND JAP	0,10	0,54	0,86	0,74	0,54	0,54	0,0%
3 MND ZWI	0,91	2,02	2,76	0,20	0,11	0,11	0,0%
3 MND CHINA	2,50	3,26	4,74	1,75	1,88	1,80	-4,3%
LANGE RENTE							
10 JAAR NL	3,37	3,80	4,41	3,53	3,50	3,48	-0,5%
10 JAAR GB	4,10	4,74	4,55	3,09	3,63	3,48	-4,0%
10 JAAR VS	4,40	4,71	4,03	2,25	3,28	3,38	3,1%
10 JAAR JAP	1,46	1,66	1,48	1,18	1,25	1,27	1,6%
10 JAAR ZWI	1,89	2,46	2,97	2,06	2,01	1,97	-2,0%
VALUTA							
EURO/DOLLAR	1,18	1,32	1,46	1,40	1,46	1,48	1,0%
EURO/POND	0,69	0,67	0,73	0,97	0,92	0,94	1,8%
EURO/YEN	138,73	157,26	162,95	127,82	130,82	133,15	1,8%
EURO/CHF	1,55	1,61	1,65	1,49	1,51	1,52	0,4%
DOLLAR/YUAN	8,07	7,81	7,30	6,83	6,83	6,83	0,0%

Bron: Datastream