



malige Fed-baas Paul Volcker daar echter via torenhoge rentes bewust op aan om af te rekenen met de hoge inflatie.

De schrik zit er echter goed in en voorlopig zal het angstbeeld van een dubbele dip niet naar de achtergrond verdwijnen. Het is interessant te zien dat door de angst nu ook de samenhang tussen de performance van de verschillende beleggingscategorieën verandert.

Aandelenkoersen worden volgens de dividend-discountformule met name bepaald door de verwachte langetermijngroei van de winsten en het niveau van de rente waar tegen de toekomstige winsten (of eigenlijk dividenden) contant gemaakt worden. De rente is laag, wat gunstig is voor de beurs. Beleggers vrezen echter een dubbele dip en somberen dermate over de winstgroei dat de aandelenkoersen toch onder neerwaartse druk staan. De correlatie tussen aandelen- en obligatiekoersen wordt dus negatief, een situatie waar Japan al sinds begin jaren negentig mee kampt.

Normaal gaat een rentedaling (hogere obligatiekoersen) samen met een waardestijging van aandelen. De negatieve samenhang van dit moment betekent dat de bewegingen van aandelen en obligaties elkaar enigszins compenseren. Omdat aandelen in de regel veel sterker in waarde schommelen dan obligaties zal dat bij lagere beurskoersen echter een schrale troost zijn.

STIMULERINGSKLOOF

De Verenigde Staten en Europa verschillen momenteel van inzicht over het te voeren

begrotingsbeleid. Iedereen kampt met grote begrotingstekorten en hoge schulden, maar de Amerikanen voelen nog niets voor grote bezuinigingen omdat daarmee het economisch herstel in de knop gebroken wordt. Vooralsnog geven zij er de voorkeur aan verder te stimuleren.

De Europeanen voelen daar echter niets voor en verwijzen naar het begrip 'Ricardian Equivalence': hogere schulden leiden tot hogere belastingen. Vooruitlopend daarop haalt de consument alvast de broekriem aan, waardoor er van de stimulering weinig

terecht komt. Dit zien we vooral als de schulden van de overheid al heel hoog zijn.

BEETJE GELIJK

Toch hebben de Amerikanen ook een punt. De hoge overheidstekorten zijn vooral een gevolg van lagere belastinginkomsten en hogere sociale uitkeringen door de enorme terugval van de activiteit van het bedrijfsleven tijdens de kredietcrisis. In die volgorde wel te verstaan. Het inkrimpen van de overheid zal niet automatisch leiden tot herstel van de private sector. Bezuinigingen in deze fase kunnen verkeerd uitpakken voor de economie.

De Amerikaanse redenering geldt voor tijdelijke, conjuncturele tekorten, die automatisch verdwijnen als de economie herstelt. Hardnekkige, structurele tekorten zoals de landen in Zuid-Europa hebben, moeten wél door bezuinigingen worden weggewerkt.

Overigens hebben de Amerikanen makkelijk praten. De dollar is 's werelds reservevaluta en de Verenigde Staten hebben heel diepe obligatiemarkten. Dat betekent dat internationale beleggers niet om de Verenigde Staten heen kunnen. Hoewel de Amerikaanse tekorten en schulden behoorlijk uit de hand lopen, staan beleggers in de rij voor Amerikaans schuld papier. Ook voor de langere looptijden nemen zij genoeg met een effectief rendement van minder dan 3 procent. Daar is menig ander schuldland stinkend jaloers op. ■

| KORTE RENTE | 31-12-05 | 31-12-06 | 31-12-07 | 31-12-08 | 31-12-09 | 21-06-10 | 05-07-10 | mut. 2 wkn |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|------------|
| 3 MND EURO | 2,49 | 3,73 | 4,68 | 2,89 | 0,70 | 0,73 | 0,79 | 8,2% |
| 3 MND GB | 4,58 | 5,28 | 5,95 | 2,63 | 0,65 | 0,75 | 0,80 | 6,7% |
| 3 MND VS | 4,54 | 5,36 | 4,70 | 1,43 | 0,25 | 0,54 | 0,53 | -1,3% |
| 3 MND JAP | 0,10 | 0,54 | 0,86 | 0,74 | 0,46 | 0,39 | 0,38 | -2,6% |
| 3 MND ZWI | 0,91 | 2,02 | 2,76 | 0,20 | 0,11 | 0,05 | 0,06 | 20,0% |
| 3 MND CHINA | 2,50 | 3,26 | 4,74 | 1,75 | 1,91 | 2,91 | 3,53 | 21,3% |
| LANGE RENTE | | | | | | | | |
| 10 JAAR NL | 3,37 | 3,80 | 4,41 | 3,53 | 3,55 | 2,97 | 2,75 | -7,3% |
| 10 JAAR GB | 4,10 | 4,74 | 4,55 | 3,09 | 4,12 | 3,45 | 3,28 | -5,0% |
| 10 JAAR VS | 4,40 | 4,71 | 4,03 | 2,25 | 3,84 | 3,24 | 2,98 | -8,1% |
| 10 JAAR JAP | 1,46 | 1,66 | 1,48 | 1,18 | 1,25 | 1,18 | 1,09 | -7,3% |
| 10 JAAR ZWI | 1,89 | 2,46 | 2,97 | 2,06 | 1,89 | 1,53 | 1,41 | -7,6% |
| VALUTA | | | | | | | | |
| EURO/DOLLAR | 1,18 | 1,32 | 1,46 | 1,40 | 1,43 | 1,23 | 1,25 | 1,9% |
| EURO/POND | 0,69 | 0,67 | 0,73 | 0,97 | 0,89 | 0,84 | 0,83 | -0,7% |
| EURO/YEN | 138,73 | 157,26 | 162,95 | 127,82 | 132,21 | 113,16 | 109,86 | -2,9% |
| EURO/CHF | 1,55 | 1,61 | 1,65 | 1,49 | 1,48 | 1,37 | 1,33 | -3,0% |
| DOLLAR/YUAN | 8,07 | 7,81 | 7,30 | 6,83 | 6,83 | 6,83 | 6,77 | -0,8% |

Bron: Datastream