

Door Corné van Zeijl
Senior portfoliomanager bij SNS Asset Management

Gaan wij de Japanse kant op?

Aegon hanteert intern de doelstelling om een bepaalde buffer aan te houden boven het kapitaal dat minimaal aanwezig moet zijn voor het behouden van een AA-rating bij kredietbeoordelaar Standard & Poor's (S&P). De AA-rating is belangrijk voor het verkrijgen van opdrachten van pensioenfondsen die hun geld vaak alleen mogen uitzetten bij bedrijven met minimaal een dergelijke rating. Doordat S&P recentelijk de eisen aanscherpte, daalde de buffer in het tweede kwartaal ondanks het goede resultaat en het versterkte eigen vermogen met 700 miljoen euro tot 3 miljard. Als Aegon nu 2,8 miljard aan de staat betaalt, is de buffer dus nagenoeg weg.

LAT OMLAAG

Nu gaat Aegon pragmatisch om met de aangescherpte eisen van S&P: de verzekeraar verlaagt gewoon de interne doelstelling met 700 miljoen euro. De lat gaat dus omlaag, maar er zal nog altijd een kleine miljard euro moeten worden gevonden, wil Aegon de resterende staatssteun kunnen aflossen zonder dat de AA-status te kwetsbaar wordt. Aegon sluit een aandelenemissie niet uit, maar met een jaartje sparen, geen dividend uitkeren dus, en een goede prijs voor het Amerikaanse herverzekeringsbedrijf kan een emissie vermeden worden. Met een sterk herstelde boekwaarde (eigen vermogen per aandeel) van 8,83 euro lijkt het aandeel nu extreem goedkoop op basis van de 'price-to-book' (koers/boekwaarde).

Tot de kredietcrisis noteerde Aegon altijd rond of iets boven de boekwaarde. Rond het jubeljaar 2000 werd voor Aegon zelfs meer dan vier keer de boekwaarde betaald. Dat was veel te veel, nu lijkt het andere uiterste aan de orde. De staat had op basis van dit gegeven zomaar kunnen bedenken dat het weleens gunstig kan zijn de voor 4 euro per stuk verkregen 'securities' om te zetten in gewone aandelen. Dat kan namelijk ook gewoon. Nu het mag, doet Aegon er daarom goed aan de steun zo snel mogelijk af te lossen. ■

De economische groeiverwachtingen zijn langzaam aan het verpieteren. Dat lijkt me uitermate frustrerend voor al die bedrijven die met hun prachtige tweedekwartaalcijfers komen. Het ene bedrijf laat nog meer groei zien dan het andere en toch gaan de koersen nauwelijks omhoog.

Om het een en ander in cijfers weer te geven: de gemiddelde winst van de AEX-bedrijven is in 2010 met 30 procent naar boven bijgesteld, terwijl de AEX nog schommelt rond de eindejaarsstand. In menig managementteam zal worden verzocht wat ze dan moeten doen om de beleggers tevreden te krijgen. Zij vergeten dan wel dat in 2009 de koersen al hard zijn opgelopen, terwijl de winsten nog laag waren. Op zich een vrij normaal patroon, eerst gaan de koersen omhoog, daarna de winsten.

Maar hoe nu verder? Beleggers vrezen steeds meer een dubbele economische dip. De grote vraag is of dit terecht is of niet. Ik denk van wel. Eerst waren we bezorgd dat we ons in Europa een dubbele dip zouden bezuinigen. Nu lijkt ook de economische groei in de Verenigde Staten en China terug te vallen. De Chinese inkoopmanagersindex is onder de 50 gekomen. Dat komt overeen met een economische groei van tussen de 8 en de 9 procent. Daar zou bij ons de vlag voor uit gaan, maar voor Chinezen is dat uitermate mager. Die waren een half jaar geleden nog 11 à 12 procent gewend. Dat lijkt een deflatiescenario te gaan worden.

De standaardregel is dat je bij een deflatie in staatsobligaties moet vluchten. Dat hebben een hoop beleggers al gedaan. De rente op Duitse tienjaarsstaatsleningen is nu 2,5 procent. Twee jaar geleden kreeg u nog 4,3 procent. In Japan, het voorbeeld van een deflatieomgeving, is dat nu 1,0 procent.

De obligatiebeleggers zijn dus al een heel eind richting het Japanse scenario gegaan. Mijn obligatiecollega's hebben even uitgerekend dat er in een dergelijk scenario nog eens 15 procent extra koerswinst gemaakt kan worden. Maar dan houdt het ook zo'n beetje op. In tegenstelling tot aandelen kunnen obligaties niet door blijven stijgen. Dan toch maar in aandelen? Nou, voor de lange termijn is dat misschien niet eens zo'n gek idee. Hoewel een Japan-scenario zo uit een horrorfilm voor beleggers lijkt te komen. De Nikkei ging van 40.000 punten eind 1989, naar nu twintig jaar later nog geen 10.000 punten.

Nu de economie misschien wel richting Japan-achtige scenario's gaat, is er voor aandelen toch wel een aantal verschillen aan te wijzen. De voornaamste is wel de waardering. Toen de Nikkei-index op zijn hoogtepunt stond, was het dividendrendement maar 0,4 procent. Op Europese aandelen krijgt u nu 4 procent. Ook de koers-winstverhouding was toen in Japan 'sky high'. Voor een gemiddeld Japans aandeel moest toen tachtig tot honderd keer de winst betaald worden. In Europa is dat nu nog geen elf keer. Dus de kansen op een Japan-achtig scenario lijken dan wel toe te nemen, maar ik denk dat de belegger daar heel wat minder bang voor hoeft te zijn. En dat is maar goed ook, want er is niets beroerder dan na twintig jaar beleggen – over lange termijn gesproken – nog steeds maar op een kwart van je aankoopkoers te zitten. ■

