



investeringen en overheidsbestedingen. Al die groeiaandrijvers hebben natuurlijk een beperkte levensduur.

Zoals gezegd zakt het groeitempo en het is nu cruciaal dat de banenmotor de economie door het dooie punt trekt. Als dat lukt ontstaat er gewoonlijk een 'virtuous cycle', waarin een groter leger werkenden meer besteedt, bedrijven dus meer afzetten en vervolgens weer mensen aannemen om die spullen te maken.

Als dat niet lukt, komen we al snel in een 'double dip'-scenario terecht. De ellende zou niet te overzien zijn, omdat centrale banken en overheden middelen ontberen om de economie ook uit dat tweede dal te helpen. Het perspectief van een langdurige recessie, ofwel een depressie, wordt dan zeer concreet.

OBAMA'S DUWTJE IN DE RUG

De Amerikaanse economie staat dus op een tweesprong. Wij gaan ervan uit dat het kwartje uiteindelijk de goede kant op valt. Hoopgevend is dat bedrijven hun werknemers al aanmerkelijk langer laten werken dan aan het begin van het jaar en ook dat de uitzendwerkgelegenheid groeit. Er is schaarste aan personeel en zodra bedrijven iets meer fiducia in de vooruitzichten krijgen, zullen ze ook meer personeel aantrekken. Het blijft een beetje het verhaal van de kip en het ei: wie zet de eerste stap. Misschien dat de investeringsplannen van Obama ondernemers net dat ene noodzakelijke duwtje in de rug kunnen geven.

BEDRIEGLIJKE RENTE

De performance van aandelen laat dit jaar te wensen over en de grote vraag is wat beleggers nog boven het hoofd hangt. Om enig houvast te krijgen bekijken we de waardering van aandelen. De waarderingsmaatstaven waarvan de staatsrente een component vormt, laten we buiten beschouwing. Omdat de rente zo laag staat, geven ze allemaal aan dat aandelen goedkoop zijn, maar het is de vraag of die lage rente duurzaam is. Als we kijken naar de koers in verhouding

tot de behaalde winst, zien we ook dat aandelen allesbehalve duur zijn. Aan het begin van een conjunctuurcyclus stijgt de winst echter meestal explosief omdat bedrijven eerst hun omzet zien toenemen en pas later eventueel de lonen van hun personeel verhogen.

GOEDKOOP, MAAR TOCH

Het is daarom beter om de gemiddelde winst over een langere periode te gebruiken. Meestal nemen we een periode van tien jaar, omdat daar alle ups en downs van de economie wel in zitten.

Tegenover de hoge winsten van nu staan de veel lagere in de recessiejaren. Dit geeft dus een eerlijker beeld. We zien dat ook op grond van deze maatstaf aandelen niet duur zijn. Ze zijn niet zo goedkoop als in maart vorig jaar, na de duizelingwekkende val van de aandelenmarkten, maar de 'multiples' zijn historisch laag, zoals uit de waarderingsgrafiek blijkt. Het betekent vermoedelijk dat aandelen veel te winnen hebben bij een min of meer normaal herstelpatroon van de economie.

Anderzijds zal de waardering een val van de aandelenkoersen niet tegenhouden als de zo gevreesde dubbele dip werkelijkheid wordt. Zolang de economie niet gekozen heeft, doen wij het ook niet en zijn we zoals dat zo mooi heet 'neutraal op aandelen'. ■

KORTE RENTE	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09	30-08-10	13-09-10	mut. 2 wkn
3 MND EURO	2,49	3,73	4,68	2,89	0,90	0,89	0,88	-1,0%
3 MND GB	4,58	5,28	5,95	2,63	0,65	0,80	0,80	0,0%
3 MND VS	4,54	5,36	4,70	1,43	0,25	0,30	0,29	-1,6%
3 MND JAP	0,10	0,54	0,86	0,74	0,46	0,37	0,36	-3,1%
3 MND ZWI	0,91	2,02	2,76	0,20	0,11	0,18	0,24	33,3%
3 MND CHINA	2,50	3,26	4,74	1,75	1,91	2,83	2,47	-12,7%
LANGE RENTE								
10 JAAR NL	3,37	3,80	4,41	3,53	3,55	2,31	2,58	11,5%
10 JAAR GB	4,10	4,74	4,55	3,09	4,12	2,87	3,05	6,3%
10 JAAR VS	4,40	4,71	4,03	2,25	3,84	2,53	2,75	8,5%
10 JAAR JAP	1,46	1,66	1,48	1,18	1,25	1,04	1,13	9,6%
10 JAAR ZWI	1,89	2,46	2,97	2,06	1,89	1,16	1,48	27,9%
VALUTA								
EURO/DOLLAR	1,18	1,32	1,46	1,40	1,43	1,27	1,29	1,7%
EURO/POND	0,69	0,67	0,73	0,97	0,89	0,82	0,83	1,7%
EURO/YEN	138,73	157,26	162,95	127,82	132,21	107,48	107,66	0,2%
EURO/CHF	1,55	1,61	1,65	1,49	1,48	1,31	1,30	-0,5%
DOLLAR/YUAN	8,07	7,81	7,30	6,83	6,83	6,80	6,75	-0,8%

Bron: datastream