



weinig gelukkig met het Amerikaanse beleid.

Partijen lagen al met elkaar in de clinch over de valutapolitiek en de onderlinge handel en nu wordt een gemeenschappelijke benadering helemaal moeilijk. Het is niet ondenkbaar dat de net geluwde valutastrijd weer opblaait in de vorm van nieuwe wisselkoersdrukkende interventies en/of handelsbarrières. Dan zijn de donkere wolken aan de economische horizon meteen weer terug. We duimen dat op de G20-top in Seoel het gezonde verstand zegeviert.

SCHULD EN BOETE

Of het bovenstaande nog niet genoeg is, zien we in euroland de onderlinge rentever verschillen stijgen. Het verschil tussen de Duitse en Griekse tienjaarsrente is alweer 9 procentpunt, niet zo gek veel lager dan tijdens de crisis in het voorjaar. Het verschil tussen de Duitse en de Portugese rente is op 4 procentpunt ongeveer even hoog als toentertijd, terwijl het verschil tussen de Duitse en Ierse rente op ruim 5 procentpunt zelfs hoger is dan de vorige piek.

Breder bekeken lijkt de situatie echter minder gevaarlijk dan in het voorjaar. Toen werden beleggers na publicatie van slechte begrotingscijfers overvallen door het besef dat landen zouden kunnen 'defaulten' en er ontstond paniek omdat men geen idee had in wat voor een chaos dat zou eindigen.

Inmiddels is er een Europees steunfonds opgericht, dat waarschijnlijk een permanente vorm krijgt. Daarbij willen politici ook nadrukkelijk de mogelijkheid van een (ordelijke) 'default' en schuldherstructure-

ring regelen, waarbij ook de obligatiehouders een prijs betalen. Dat is voor die obligatiebeleggers niet leuk, maar het handhaven van een taboe op een reëel gevaar werkt op de zenuwen van alle beleggers.

Veel meer dan in de lente weerspiegelt het oplopen van de 'spread' nu koele rationele beleggingsbeslissingen. Wat is de kans dat een land niet of slechts gedeeltelijk aan zijn verplichting voldoet en wat is de extra risicovergoeding die de belegger daarvoor verlangt? De bredere implicaties – bijvoorbeeld die voor de aandelenmarkten – zijn beperkt. Dat is dan toch nog een relatieve meevaller.

WARMWATERBEURS

Eerder waren de aandelenmarkten van opkomende markten al uitgebroken en na de recente monetaire stimulans zien we dat ook elders overtuigend gebeuren. Er is een gevaar dat de Fed een bubbel aan het creëren is, maar – zoals de voormalige ceo van Citigroup opmerkte – 'as long as the music is playing, you've got to get up and dance'.

Los daarvan zijn de koersstijgingen te rechtvaardigen in de 'fundamentals'. De winsten die Europese bedrijven tot nu toe over het derde kwartaal gepubliceerd hebben, vallen met een stijging van 30 procent mee. Bovendien komen ze niet alleen voort uit kostenreducties – waar de rek al snel uitgaat – maar ook uit omzetgroei. Daarnaast blijft de zogenaamde 'guidance' van bedrijven op peil, terwijl analisten vooraf dachten dat ondernemingen zich voorzichtiger over toekomstige resultaten zouden uitlaten.

In de tweede plaats is de waardering aantrekkelijk. De koers-winstverhouding voor de MSCI Europe is op basis van operationele winsten 11, hetgeen historisch nogal laag is. Met het weggebben van het dubbele-diprisico mag verwacht worden dat beleggers verder de toekomst in durven kijken. Bij het inprijzen van verder weg gelegen winstgroei stijgt de koers-winstverhouding navenant. Het beleggen in aandelen blijft altijd risicovol maar het zou ons niet verbazen als de markten de komende maanden en kwartalen een warm bad blijken te zijn, al dan niet met bubbels. ■

KORTE RENTE	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09	25-10-10	08-11-10	mut. 2 wkn
3 MND EURO	2,49	3,73	4,68	2,89	0,90	1,03	1,05	1,7%
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	0,29	0,29	-1,0%
3 MND JAP	0,10	0,54	0,86	0,74	0,46	0,34	0,34	0,0%
3 MND ZWI	0,91	2,02	2,76	0,20	0,11	0,30	0,30	0,0%
3 MND CHINA	2,50	3,26	4,74	1,75	1,91	2,79	2,80	0,4%
LANGE RENTE								
10 JAAR NL	3,37	3,80	4,41	3,53	3,55	2,66	2,62	-1,3%
10 JAAR GB	4,10	4,74	4,55	3,09	4,12	3,03	3,11	2,6%
10 JAAR VS	4,40	4,71	4,03	2,25	3,84	2,56	2,53	-1,0%
10 JAAR JAP	1,46	1,66	1,48	1,18	1,25	0,88	0,96	8,5%
10 JAAR ZWI	1,89	2,46	2,97	2,06	1,89	1,43	1,35	-6,1%
VALUTA								
EURO/DOLLAR	1,18	1,32	1,46	1,40	1,43	1,40	1,39	-0,3%
EURO/POND	0,69	0,67	0,73	0,97	0,89	0,89	0,86	-3,1%
EURO/YEN	138,73	157,26	162,95	127,82	132,21	113,19	112,69	-0,4%
EURO/CHF	1,55	1,61	1,65	1,49	1,48	1,36	1,34	-1,3%
DOLLAR/YUAN	8,07	7,81	7,30	6,83	6,83	6,67	6,67	-0,1%

Bron: Datastream