



JOHN B. TAYLOR

tie. De kerninflatie ligt nog steeds op een erg laag niveau.

In ieder geval loopt de inflatie wel op, wat de door de Taylor rule berekende neutrale rente een extra zetje omhoog geeft. Geen wonder dus dat de ECB is overgegaan tot een renteverhoging, waarvan wij denken dat die toch wel de eerste uit een serie van vier is. Overigens zou ook de Amerikaanse centrale bank volgens deze maatstaf moeten denken aan renteverhogingen. Bernanke heeft in zijn eerste persconferentie na de zeswekelijkse beleidsvergadering aangegeven daar nog lang niet aan toe te zijn.

Zoals gezegd, de ECB volgt met zijn renteverhogingen het oplopen van de neutrale korte rente. De renteverhogingen van de ECB zijn daarmee niet bedreigend voor de economische groei en ook geen slecht nieuws voor aandelenmarkten. Sterker nog, ze geven aan dat de groeicyclus goed op gang is gekomen en dat de kans op een terugslag (exogene factoren als crises daargelaten) vrij klein is. De horizon van verdisconteerbare winstgroei wordt met de verhogingen zelfs verruimd en dat is gunstig voor aandelen.

REMMENDE VOORSPRONG

In veel opkomende markten is al veel langer sprake van renteverhogingen, maar daar trok de cyclus ook al veel eerder en veel krachtiger aan. Om een voorbeeld te noemen: terwijl de importen van de zogenaamde ontwikkelde markten nu ternauwernood het pre-Lehmanniveau gehaald hebben, ligt

het importniveau van opkomende markten daar al mijlenver boven. De inflatie heeft daar over het algemeen een veel hoger niveau bereikt dan in onze contreien, en de 'output gap, hoewel in veel van deze landen moeilijk te meten, is vaak al geheel gedicht. Inflatiebestrijding krijgt daarom topprioriteit. De centrale bank van India gaf bij de laatste, onverwacht grote renteverhoging zelfs expliciet aan dat dit desnoods ten koste mag gaan van de economische groei op korte termijn.

Sommige opkomende markten zitten

daarmee alweer een fase verder in de cyclus. De renteverhogingen zijn wél negatief voor de groeiverwachtingen en dus niet al te best nieuws voor de lokale aandelenmarkt. Opkomende markten zijn zeker de landen van de toekomst, maar als aandelenmarkten niet altijd aantrekkelijk.

MADE IN CHINA

Voor de vooruitzichten voor aandelen als beleggingscategorie is dan vooral van belang in hoeverre de Chinese autoriteiten de economische groei afremmen. De impact van de Chinese economie op de wereld economie is inmiddels zodanig dat een te grote afkoeling in China de wereldwijde groeiverwachtingen, en daarmee de winstverwachtingen, een gevoelige klap kan toebrengen. De People's Bank of China heeft inmiddels de rente al vier keer verhoogd en, misschien nog belangrijker, de reservevereisten voor banken tot recordniveaus opgetrokken. Hier en daar zien we in de Chinese data ook al wat verontrustende tekenen van groeivertraging. We vinden het nog te vroeg om alarm te slaan, maar het is zeker een ontwikkeling om in de gaten te houden. ■

KORTE RENTE	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09	31-12-10	25-04-11	09-05-11	mut. 2 wkn
3 MND EURO	2,49	3,73	4,68	2,89	0,90	1,01	1,36	1,42	4,9%
3 MND GB	4,58	5,28	5,95	2,63	0,65	0,80	0,83	0,83	0,0%
3 MND VS	4,54	5,36	4,70	1,43	0,25	0,30	0,27	0,27	-2,9%
3 MND JAP	0,10	0,54	0,86	0,74	0,46	0,34	0,34	0,34	0,0%
3 MND ZWI	0,91	2,02	2,76	0,20	0,11	0,28	0,24	0,24	0,0%
3 MND CHINA	2,50	3,26	4,74	1,75	1,91	4,62	4,27	4,50	5,4%
LANGE RENTE									
10 JAAR NL	3,37	3,80	4,41	3,53	3,55	3,14	3,59	3,41	-4,9%
10 JAAR GB	4,10	4,74	4,55	3,09	4,12	3,51	3,55	3,36	-5,2%
10 JAAR VS	4,40	4,71	4,03	2,25	3,84	3,31	3,36	3,14	-6,6%
10 JAAR JAP	1,46	1,66	1,48	1,18	1,25	1,08	1,23	1,15	-6,5%
10 JAAR ZWI	1,89	2,46	2,97	2,06	1,89	1,59	2,02	1,83	-9,7%
VALUTA									
EURO/DOLLAR	1,18	1,32	1,46	1,40	1,43	1,34	1,46	1,44	-1,5%
EURO/POND	0,69	0,67	0,73	0,97	0,89	0,86	0,88	0,88	-1,0%
EURO/YEN	138,73	157,26	162,95	127,82	132,21	108,19	119,83	116,29	-3,0%
EURO/CHF	1,55	1,61	1,65	1,49	1,48	1,25	1,29	1,26	-1,8%
DOLLAR/YUAN	8,07	7,81	7,30	6,83	6,83	6,62	6,52	6,50	-0,3%

Bron: Datastream