

Amper is de Griekse crisis - althans tijdelijk - afgewend, of we worden alweer geconfronteerd met nieuwe zorgen over de schuldencrisis in de VS en Italië en Spanje. Ik kan me voorstellen dat dit bij relaties associaties oproept met eerdere zomerse turbulentie op effectenbeurzen. Die zorgen zullen echt niet vanzelf verdwijnen en kunnen ook best nog een tijd het sentiment op beurzen blijven domineren. De terugkeer van het vertrouwen zal moeten komen van de winstcijfers van bedrijven, en van een even ongrijpbaar als onweerlegbaar bestaand fenomeen: *de autonome veerkracht van de economische conjunctuur*. Ik beklemtoon dan ook nog maar eens dat dit één van de meest essentiële verschillen is met de situatie in 2007: toen was de economie na 6 tot 7 jaar van expansie wel toe aan een recessie, nu komen we eigenlijk nog maar net uit een korte, maar diepe, recessie. Uiteraard kan er een groeivertraging resulteren uit de gedeeltelijke vraaguitval die het gevolg zal zijn van de huidige schuldencrisis, maar uiteindelijk is de verwachting dat het herstel door zal zetten. Ik heb hieronder een aantal positieve en negatieve punten op een rijtje gezet. Uiteraard zijn onze relatiebeheerders altijd bereid u in een persoonlijk gesprek een nadere toelichting te geven die is toegespitst op uw specifieke vragen en uw persoonlijke situatie.

Impact van de schuldencrisis op onze vooruitzichten voor het beleggingsbeleid

Negatief

- “The buck stops here”: de schuldencrisis is nu beland op een bureau van waaraf het niet kan worden verder geschoven: namelijk dat van de overheid, en dan met name die van de VS. Hier moet men er iets aan doen. Voorlopig is de politiek onvoldoende daadkrachtig om de markt te overtuigen. Pas als de combinatie van bezuinigingen en belastingmaatregelen ertoe leidt dat meer wordt bespaard dan er jaarlijks aan rente wordt uitgegeven kan er sprake zijn van een structurele daling van de staatsschuld. Het argument hiertegen is Keynesiaans: juist in tijden van crisis dient de overheidsvraag (die bijvoorbeeld 12% van de vraag in de VS uitmaakt) op peil gehouden te worden.
- Dat geldt ook voor Italië en - in mindere mate - voor Spanje. De regering Berlusconi voert een klucht op die nog door niemand aux sérieux wordt genomen.
- Maar uiteindelijk is er voor elke politicus een ijzeren wet in dit soort situaties: “failure is not an option”.
- Wel probeert men zolang mogelijk de verantwoordelijkheid voor impopulaire bezuinigingsmaatregelen en belastingverhogingen van zichzelf/zijn eigen partij af te houden, zeker met in veel landen het vooruitzicht van verkiezingen in het volgende jaar.

Positief

- Het sentiment is al bijzonder negatief, de verwachtingen zijn niet optimistisch van toon.
- Bedrijfswinsten zijn vooralsnog solide, marges zijn prima, inclusief die van banken. Verwachtingen voor winstgroei zijn teruggeschroefd, en hebben al geleid tot dalingen op markten.
- Banken staan er veel beter voor dan voorafgaand aan de crisis van 2007 (voor impact van Europese schuldencrisis: zie de eerdere brief aan klanten van juli 2011)

- Waarderingen zijn over het algemeen gunstig.
- We zijn in een andere fase van de conjunctuurcyclus, de autonome kracht van het herstel is gebleken bijzonder krachtig te zijn en, zowel ten positieve als ten negatieve, maar in beperkte mate beïnvloedbaar door politiek handelen. Op zichzelf is het geen erg populaire notie in deze tijd waarin we de illusie hebben dat we in een maakbare wereld leven, maar de volgende stelling blijft geldig: “Het gaat vanzelf goed, en het gaat vanzelf fout”.
- We hebben dit bijvoorbeeld al gezien bij het aantreden van Clinton, toen bleek dat het herstel achteraf gezien al in september van dat jaar was ingezet. Hij riep toen al de vermaard geworden woorden: “It’s the economy, stupid”.
- Het volume-effect in de economie heeft een gunstig effect op belastinginkomsten. Meer bedrijfswinsten geven meer belastingopbrengsten, en dividenden vormen stimulansen voor zowel consumptie als investeringen. Het herstel lijkt altijd uit het niets te komen. Het lijkt dan een beetje op de baron Von Münchhausen, die zichzelf aan zijn haren de modder uit trekt.
- Er is geld genoeg in de wereld: pensioenfondsen en bedrijven barsten van het geld. Bij de huidige lage rentestanden en de vooruitzichten voor oplopende inflatie is er voor hen eigenlijk geen alternatief dan te beleggen in aandelen.
- Voor de VS geldt: linksom of rechtsom zal het effect zijn dat er dollars worden bijgedrukt. Noem het QE3 of verhogen van het schuldplafond, het komt in feite op hetzelfde neer. Je devalueert je zo uit je eigen schulden crisis. Een methode die overigens in het verleden talloze malen is toegepast in landen als Italië, Spanje, Griekenland en Portugal!
- Het europroject zal naar onze overtuiging niet tot een einde komen door deze crisis. Die remedie zou nog erger zijn dan de kwaal. In Europa is politieke moed en verantwoordelijkheidsgevoel vereist om maatregelen af te dwingen en eensgezind en met overkill achter de euro te gaan staan. Het wordt tijd dat Sarkozy maar weer eens het vliegtuig instapt om Frau Merkel te overtuigen van de ernst van de situatie.

We volgen de ontwikkelingen op de voet. Waar nodig nemen we maatregelen in de portefeuilles. Dat doen we overigens door kalm en nuchter vanuit Value perspectief naar de markt te kijken.

Fried van 't Hof, 3 augustus 2011