

Bewolkt met opklaringen

Florissant is het economische klimaat nog niet. Maar de kans op zonnige perioden neemt toe. Aandelen gedijen goed bij dit weertype, meent Luc Aben, hoofdeconoom van Van Lanschot Bankiers.

TEKST Jan Smit

ILLUSTRATIE Gracia Lam, PORTRET Patrick Verbeeck



Jubelende berichten in de financiële media. Op Wall Street heeft de Dow Jones-index onlangs voor het eerst de magische grens van 15.000 punten doorkliefd. Ook op de andere toonaangevende beurzen blinken de aandelenkoersen uit. In de reële economie daarentegen is van euforie nog geen sprake. Zeker niet binnen de eurozone. De werkloosheid stijgt, de economische groei stagneert – veel landen stevenen dit jaar zelfs af op krimp – en het aantal bedrijven dat faillieert, breekt maand op maand records.

Leven beleggers in een parallel universum? Of is de discrepantie tussen de financiële wereld en de economische werkelijkheid kleiner dan de cijfers willen doen geloven?

‘Er is wel degelijk een duidelijke correlatie,’ vertelt Luc Aben, hoofdeconoom van Van Lanschot Bankiers. ‘Maar dat geldt niet zozeer voor de korte termijn. Daar spelen andere factoren mee, zoals het genereuze geldbeleid van de Europese Centrale Bank (ECB). Daardoor worden beleggers gedreven richting aandelen en bedrijfsobligaties.’

Aandelen mogen het dan al een tijdje goed doen, ze zijn nog steeds koopwaardig, voegt Aben toe. ‘Kijk je naar de risicopremies, dan zitten we bijna op het dubbele van het niveau waarop aandelen interessant worden. Dat geldt voor Europa en voor de groei landen.’ Van belang daarbij volgens Aben: de bedrijfsresultaten stellen niet teleur. Aan die resultaten liggen echter vooral saneringen en andere kostenverminderingen ten grondslag. Om structureel goed te kunnen blijven presteren, moeten de inkomsten volgens hem omhoog.

‘Zelfs de langste reis begint met de eerste stappen’

LICHTPUNTJES

Nee, jubelen over het economische klimaat, dat doet de hoofdeconoom van Van Lanschot nog niet. Hij ziet wel lichtpuntjes. Ook op macro-economisch gebied. De Verenigde Staten, de locomotief van de wereldeconomie, stevenen dit jaar af op een groei van ongeveer 2%. ‘Is dat fantastisch? Nee. Maar het is wel goed. Zeker in het licht van de automatische overheidsbezuinigingen die sinds begin dit jaar van kracht zijn, omdat de Amerikanen er maar niet in slagen te komen tot een nieuw bezuinigingsakkoord.’ Aben is voorzichtig optimistisch over de Amerikaanse economie. De hoofdeconoom wijst op het aantrekken van de kredietverlening waardoor bedrijven weer meer gaan investeren. De banengroei lijkt daarentegen wat af te nemen. ‘Wij gaan ervanuit dat deze trein in een rustig tempo blijft doorrijden,’ stelt hij. China blijft het ook goed doen met een verwachte groei van 7,5% tot 8%. Teleurstellende cijfers, vinden sommige beleggers. Daar is de beleggingsstrategie het duidelijk niet mee eens. ‘Twee jaar geleden, toen er nog sprake was van een onstuimige groei, zei iedereen: we hopen op een zachte landing met meer interne groei en minder staatsinmenging. Dat zien we nu allemaal gebeuren. Zelfs de yuan, de Chinese munt, krijgt wat meer ruimte. Dan moet je nu niet klagen. Te snelle hervormingen kunnen het hele systeem ontwrichten. Dat is slecht voor de Chinezen en ook voor ons.’

Aben is mild. Zelfs de ontwikkelingen binnen de eurozone kunnen hem in zekere mate bekoren. Hij heeft lof voor de maatregelen van de ECB. Zonder er ook maar een euro aan te spenderen (!) hebben de *Outright Monetary Transactions* (OMT), het ECB-programma voor het opkopen van obligaties in landen met hoge schulden, hun werk gedaan. De rente op Spaanse en Italiaanse staatsobligaties is fors gedaald. Tot lagere krediettarieven hebben de maatregelen echter nog niet geleid, omdat de banken in deze landen huiverig zijn voor nieuwe stroppen.

De econoom houdt het daarom voor mogelijk dat Mario Draghi, president van de ECB, binnenkort een nieuw konijn uit zijn hoge hoed tevoorschijn tovert. Een maatregel die banken meer vertrouwen moet geven, iets in de garantiefesfeer zou bijvoorbeeld kunnen. Aben: ‘Wil je de economie echt stimuleren, dan moet de rente op kredieten lager zijn dan het niveau van je economische groei plus je inflatie. Dat is een wetmatigheid. In een land als Spanje is daarvan nog geen sprake.’

JAPAN: SLEEPING BEAUTY

Cyprus is een ander lichtpuntje binnen de eurozone, vindt Aben. Voor het eerst sinds het uitbreken van de eurocrisis draait niet meer alleen de overheid op voor de sanering van noodlijdende banken, De Cypriotische aanpak geeft lucht aan de plannen voor de oprichting van een bankenunie, het plan om alle landen binnen de eurozone mee te laten betalen als er weer een grote bank in de problemen komt. Als aandeel-, obligatie- en depositohouders ook moeten bloeden, zullen sterke landen binnen de eurozone eerder ja zeggen tegen zo’n bankenunie. Immers, dan kunnen de kosten over meer partijen worden uitgesmeerd, redeneert Aben. De discussie over een bankenunie zou volgens de econoom



de komende maanden wel eens kunnen oplaaien. Over een paar maanden verhuist het banktoezicht vanuit de nationale centrale banken naar de ECB. Aben acht de kans reëel dat die Europese toezichthouder de teugels aantrekt. Dit zou de roep om een Europees vangnet opnieuw luider doen klinken. Bemoedigend vindt de hoofdeconoom de verminderde druk op de eurolanden om extra te bezuinigen. Koste wat kost vasthouden aan de eerder vastgestelde normen kan funest zijn, meent hij. Maar deze landen moeten die extra ruimte dan wel gebruiken voor nieuwe hervormingen waar de economie op de lange termijn baat bij heeft. Maatregelen op het gebied van bijvoorbeeld de woningmarkt, pensioenen en de zorg – allemaal domeinen die substantieel hebben bijgedragen aan de stijgende staatsschulden.

Een andere economische grootmacht met potentie is volgens Aben Japan. Best mogelijk dat deze *sleeping beauty* binnenkort uit een al twintig jaar durende deflatiedip ontwaakt. Net als de Amerikaanse *Federal Reserve* koopt de Japanse centrale bank massaal staatsleningen op. Dat kan de inflatie en de consumptie aanwakkeren. Door de koersdaling van de yen krijgt ook de export de wind in de rug. Allemaal veelbelovend, vindt de hoofdeconoom. 'Het is niet de eerste keer dat de Japanners de economie een impuls proberen te geven, maar dit plan wekt hoge verwachtingen.'

'DIJSSELBLOEM-GEVAAR'

'De mogelijkheid van een economische opleving heeft Van Lanschot doen besluiten weer mondjesmaat wat Japanse aandelen in de modelportefeuille op te nemen. Zoals gezegd: het beleggingsklimaat voor aandelen is sowieso goed,' vindt Aben. Voor Europese aandelen en aandelen van bedrijven in de groei regio's is de risicopremie al voldoende en door het overschot aan liquiditeiten kunnen de koersen de komende maanden verder stijgen. Mogelijk is er zelfs sprake van een zichzelf versterkend effect, denkt hij. In de financiële wereld wordt al gesproken van *the great rotation*, het rotatie-effect dat optreedt als beleggers in groten getale switchen van vastrentende naar variabele waarden.

Mocht de economie in de tweede helft van dit jaar wat aantrekken, dan gaat Van Lanschot de positie in aandelen mogelijk iets verder uitbouwen. De eerste voortekenen van zo'n

opleving signaleert Aben al. Uitzendbureaus zien de arbeidsmarkt in Zuid-Europa weer voorzichtig aantrekken. 'Een flauw schijnend lichtje,' aldus Luc. 'Maar zelfs de langste reis begint met de eerste stappen.' Amerikaanse aandelen zijn volgens de bank momenteel neutraal gewaardeerd.

Staatsobligaties blijven uit de gratie bij Van Lanschot. Met uitzondering van schuld papier van groei landen in lokale valuta. Tegenover bedrijfsobligaties staat de bank momenteel vrij ambivalent. Het extra rendement is nog net voldoende om deze obligaties aan te houden, maar als het rendement nog iets verder daalt, gaat de bank winst nemen. De risico's zijn toegenomen, zeker voor wat betreft obligaties van banken en andere financials. Aben noemt dat het 'Dijsselbloem-gevaar': de kans dat obligatiehouders moeten meebetalen als er opnieuw banken in de problemen komen.

INFLATIEGEVAAR WEGGEËBD

Aanleiding om weer een groter deel van de portefeuille in grondstoffen te investeren, ziet Aben evenmin. 'We zitten daar neutraal in vanwege de noodzaak tot diversificatie. Willen we die positie ophogen, dan moet de economie fors groeien.' China was volgens Aben de motor van de onstuimige grondstoffenmarkt. Doordat de Chinezen meer consumeren in plaats van investeren, is die motor weggevalen. De dalende goudprijs is in dit opzicht illustratief. Uit angst voor horrorscenario's stapten veel beleggers de afgelopen jaren in goud. Ook de inflatie geeft volgens hem vooralsnog geen aanleiding weer in goud en andere edelmetalen te stappen. 'Zolang het gedrukte geld niet rolt, komt er geen inflatie,' besluit Aben. 'De grondstoffenprijzen, de lonen, de consumptie: alles daalt. Dus ik zie niet in waar die inflatie vandaan moet komen.' ■

Volg Luc Aben via zijn blog op www.vanlanschot.com of op Twitter: [@Luc_Aben](https://twitter.com/Luc_Aben)

