

Onrust op de financiële markten nog niet geweken

Bij het verschijnen van onze laatste Special in augustus verkeerden de beurzen in zwaar weer vanwege de Griekse schulden crisis. Momenteel verkeren de markten nog altijd in grote onzekerheid.

Door **Rody van der Pols & Hans Smits**

De politieke onrust in Griekenland en Italië is niet weg, ondanks de aanstelling van de technocraten Papademos en Monti als regeringsleiders. Een verschil is dat het Europese reddingsplan sindsdien verder is opgetuigd, maar vanwege de vele losse einden zijn het besmettingsgevaar en de crisis niet geweken. In deze Special verkennen we de actuele economische situatie en werpen we een voorzichtige blik op de toekomst: wat kunnen we voor de komende maanden verwachten?

1. Wil de ware Europese leider opstaan?

Tijdens de G20 begin november liet Obama er geen misverstand over bestaan: 'Uiteindelijk is het aan Europa om te laten zien dat het achter de euro staat', zei de Amerikaanse president tijdens zijn slotverklaring in Cannes. Met andere woorden: Europa dient leiderschap te tonen als het gaat om het oplossen van haar eigen problemen. Hij legt daarmee precies de vinger op de zere plek. Al twee jaar suddert de crisis voort, een periode die vooral besluiteloosheid laat zien van politieke leiders die daadkracht voorwenden, maar hun radeloosheid nauwelijks weten te verbloemen. Niemand neemt het voortouw bij het vinden van de uitgang van het labyrint dat 'schulden crisis' heet. Met voortdurende onzekerheid bij beleggers als gevolg.

Is er de laatste maanden iets veranderd wat dat betreft? Toch wel, zo lijkt. Het is vooral de aloude as Frankrijk-Duitsland die steeds nadrukkelijker naar voren treedt als 'redder van de euro'. Ga maar na. Het waren Merkel en Sarkozy die een alomvattend plan beloofden voor de eurotop van eind oktober.

Diezelfde Duitse bondskanselier en Franse president riepen de Griekse premier Papandreou op het matje toen hij zijn omstreden referendum aankondigde. En het was wederom de tandem 'Merkozy' die Berlusconi op niet mis te verstane wijze de oren waste over de noodzaak om nu toch echt werk te maken van de hervormingen van de Italiaanse economie. Beide regeringsleiders zijn inmiddels vervangen door de technocraten Papademos en Monti.

'Merkozy'

Hoewel 'Merkozy' naar de buitenwereld een beeld van eensgezindheid probeert op te houden, is het vooral Angela Merkel die daadwerkelijk aan de touwtjes trekt. Niet gek, Sarkozy staat in veel opzichten met zijn rug tegen de muur. Bovenal vreest hij voor zijn herverkiezingen als hij de zwakke Franse banken noodgedwongen staatssteun moet geven, waardoor het land zijn AAA-status verliest. Daarentegen staat Merkel aan het hoofd van de best presterende en grootste economie van Europa zonder welke steun elk reddingsplan gedoemd is te mislukken. Deze krachtsverhouding werd eens te meer duidelijk toen Sarkozy de onuitputtelijke reserves van de Europese Centrale Bank (ECB) wilde inschakelen bij het oplossen van de schulden- en bankencrisis. Merkel stak hier een stokje voor. Waarom? Omdat zij hiermee het belangrijkste pressiemiddel op talmende regeringen met halfslachtige hervormingsmaatregelen uit handen zou geven.

Merkel is, kortom, vastbesloten om de euro in stand te houden. 'Als het slecht met Europa gaat, zal het uiteindelijk ook slecht met Duitsland gaan', sprak ze ten overstaan van het parlement alvorens – met steun van de Bondsdag – naar de eurotop te vertrekken.

Maar die redding moet dan wel op haar – lees: de Duitse – manier. Discipline en Gründlichkeit moeten worden teruggebracht in de Europese politiek. Fouten uit het verleden moeten worden hersteld, zoals vrijblijvende afspraken over begrotingsdiscipline waardoor landen als Griekenland en Italië veel te veel konden lenen. Desnoods moet het Europese verdrag worden herzien, vindt Merkel, hoeveel ellende dat ook brengt. En ze staat daarin niet alleen, want ze weet zich verzekerd van andere Europese 'kernlanden' als Nederland, Finland en Oostenrijk.

Het Duitse model

Bij het bereiken van deze doelen wordt zwaar geschut niet geschuwd, zoals we zagen in reactie op Papandreou's aankondiging van een referendum. Voor het eerst speculeerden Sarkozy en Merkel openlijk op het uitreden van Griekenland uit de eurozone. De overduidelijke boodschap: wie het spel niet volgens onze regels speelt, kan barsten. En die regels worden steeds duidelijker: een Europese Unie volgens het Duitse model. Op de lange termijn is dat goed nieuws voor de stabiliteit van de eurozone. Maar op de korte termijn maakt het duidelijk dat we ons moeten schrap zetten voor nog meer onrust op de financiële markten (zoals de crisis in de Italiaanse politiek begin november maar weer eens liet zien). Want, zoals Merkel zelf heeft gezegd: 'De problemen zijn niet met een paukenslag voorbij.' Nu Papademos en Monti hun landen weer goed op de rails moeten zetten, kost het hen nog moeite genoeg om de politieke rijen te sluiten en achter zich te krijgen.

2. Europese schulden crisis: van onzekerheid naar perspectief?

Na de EU-top van 21 juli dachten de Europese leiders er dan eindelijk vanaf te zijn. Een nieuwe noodlening voor Griekenland en meer bevoegdheden voor het Europese noodfonds EFSF (European Financial Stability Facility) moesten toch voldoende zijn om het vertrouwen van de markten terug te winnen. Dat bleek een schromelijke onderschatting van het

2012 terugbrengen naar 120% van het bnp in 2020.

- *Spanje en Italië worden opgeroepen tot verdergaande economische hervormingen.*
- *De EU krijgt een sterker economisch bestuur. De Europese Commissie krijgt daarin een belangrijke rol als toezichthouder. Zo werd op 10 november Europees Commissaris Olli Rehn (Economische Zaken) benoemd tot 'supercommissaris'. Hij krijgt het alleenrecht om eurolanden sancties op te leggen als zij hun begroting niet op orde brengen.*

probleem. De markt toonde zich nauwelijks overtuigd en al snel kwam de schulden crisis in een stroomversnelling terecht. Vooral de angst dat de Griekse brand zou overslaan naar andere zwakke eurolanden noopten tot koortsachtig overleg op het hoogste niveau. Met als voorlopig slotstuk: de presentatie van het 'Grand Plan' tijdens de EU Emergency Summit van 26 oktober. We zetten de hoofdbestanddelen van dit reddingsplan op een rijtje:

- *De 'vuurkracht' van het Europese noodfonds EFSF wordt vervier- tot vijfvoudigd. Dit gebeurt met een zogenoemde 'hefboomconstructie' ('leverage'). Het geld in het fonds wordt niet rechtstreeks gebruikt om problematische obligaties op te kopen, maar gestoken in een soort 'verliesverzekering' voor*

De reacties op het plan waren gemengd. Vooral de vele losse eindjes en niet nader ingevulde details baarden zorgen. Nadat de beuren aanvankelijk positief reageerden, explodeerde begin november de rente op Italiaanse staatsobligaties, een potentiële nieuwe tikkende tijdbom onder de eurozone. Het gevaar is nog niet geweken. De rente in Spanje en Frankrijk loopt ook op. De belangrijkste kritiek op het akkoord:

- *Veel losje eindjes, op allerlei gebieden.*
- *Afschrijving van de Griekse schuld met 50% door private partijen is op basis van vrijwilligheid en dus onzeker.*

DE NIEUWE VERZEKERINGSSTRUCTUUR VAN HET EFSF IS ERG COMPLEX. *Het ontstaan van een parallelle markt van bestaande en nieuwe staatsleningen wordt niet toegejuicht.*

private opkopers van deze staatspapieren (wat deze obligaties aantrekkelijker moet maken). Met de huidige omvang van het fonds van € 440 miljard kan zo voor grofweg € 1000 miljard aan obligaties worden opgekocht.

- *Er wordt een speciale constructie opgezet (een 'Special Purpose Vehicle') waarmee niet-eurolanden en het IMF kunnen meehelpen aan de redding van eurolanden.*
- *De Europese banken moeten hun kapitaalbuffers versterken. De verplichte kapitaalbuffer gaat naar 9% van de uitstaande verplichtingen; nu ligt de ondergrens nog op 6%. Banken die hieraan niet voldoen, mogen geen dividend of bonussen uitkeren. Dit betekent dat de betrokken banken op zoek moeten naar circa € 100 miljard nieuw kapitaal. Lukt het aantrekken van kapitaal niet op eigen kracht, dan zullen ze bij de staat aankloppen. In laatste instantie kunnen ze een beroep doen op het noodfonds.*
- *De helft van de Griekse schulden in handen van banken, verzekeraars en pensioenfondsen dient op vrijwillige basis te worden kwijtgescholden (oftevel, een 'haircut' van 50%). In combinatie met extra leningen moet dit de Griekse staatsschuld van 170% van het bruto nationaal product (bnp) in*

- *Griekenland wordt slechts tot 2014 vooruit geholpen. Wat gebeurt er daarna?*
- *Is de herstructurering van het bankwezen voldoende?*
- *Vooralsnog weinig interesse van niet-eurolanden om bij te dragen aan het EFSF; opkomende landen willen wel helpen, maar alleen via het IMF en in ruil voor meer zeggenschap.*
- *De nieuwe verzekeringsstructuur van het EFSF is erg complex. Het ontstaan van een parallelle markt van bestaande (onverzekerde) en nieuwe (verzekerde) staatsleningen wordt niet toegejuicht.*
- *De versterking van het economisch bestuur binnen de eurozone is nog onduidelijk en allerminst zeker.*
- *Wie grijpt in als eurolanden de noodzakelijke crisismaatregelen achterwege laten?*

3. Ondertussen in de VS: *Deal or No Deal?*

'Zo veel instellingen, zo veel vergaderingen', verzuchtte de Amerikaanse president Obama na afloop van de G20 in reactie op de Europese schulden crisis. Het gekrakeel van de Europese politici doet de Amerikanen dan ook regelma-

tig het hoofd schudden. Maar ondertussen heeft de Amerikaanse politiek zo zijn eigen uitdaging. Afgelopen zomer kwam het land bijkans tot stilstand nadat de Amerikaanse overheid haar wettelijk vastgelegde schuldenplafond had bereikt. Bezuinigen was onvermijdelijk, maar de Democraten en Republikeinen kwamen er niet uit hoe dat moest gebeuren. Waar de Democraten een belastingverhoging voor de rijken wilden, eisten de Republikeinen – onder druk van de ultraconservatieve, maar invloedrijke Tea Party-beweging – louter bezuinigingen. Na een vruchteloze tweekamp werd er toch nog een nooduitgang gevonden: het schuldenplafond zou een klein beetje worden verhoogd – genoeg voor een beetje lucht – terwijl een commissie met zes Republikeinen en zes Democraten zich zouden buigen over een meer permanente oplossing.

De deadline voor commissie is bijna daar: op 23 november moet zij een voorstel presenteren voor een totale bezuiniging van \$ 1500 miljard in ruil voor een extra verhoging van de maximale leencapaciteit met datzelfde bedrag. Komen de commissieleden er niet uit of verwerpt de Senaat het voorstel, dan is er een stok achter de deur: automatische bezuinigingen van \$ 1200 miljard op beleidsterreinen die beide partijen aan het hart gaan, namelijk: defensie en nationale veiligheid (Republikeinen) en gezondheidszorg en sociale projecten (Democraten).

Compromis?

De hamvraag: komen de partijen er tijdig uit? De tegenstellingen zijn groot en de druk vanuit de beide kampen hoog. Zo voelen de Democraten de hete adem van de 'Occupy'-beweging in hun nek; reden te meer om zich sterk te maken voor een belastingverhoging voor de allerrijksten. Tegelijkertijd hebben de Republikeinen rekening te houden met de Tea Party. Deze populistische beweging is mordicus tegen elke vorm van belastingverhoging.

Is een compromis dan ondenkbaar? Zeker niet, maar lastig wordt het wel. Voor elk offer dat een van beide partijen brengt, zal het een stevige tegenprestatie van de tegenpartij verlangen. Zo hebben de Republikeinen laten doorschemeren dat ze het belastingstelsel wel willen hervormen (verlaging van het hoogste belastingtarief van 35% naar 28% in combinatie met het schrappen van aftrekposten en andere belastingvoordeeltjes), maar alleen als daar bezuinigingen op Medicare tegenover staan (gezondheidszorg voor de laagste inkomensgroep). Bijvoorbeeld door verhoging van de toelatingsleeftijd van 65 naar 67. Dit ligt dan weer gevoelig bij de Democraten en hun achterban.

Analisten houden dan ook hun adem in. Als er al een plan komt, is het de vraag of er wel genoeg wordt bezuinigd om alle zorgen voor de toekomst weg te nemen. Volgens veel financieel-experts moet er veel meer worden bezuinigd dan de \$ 1500 miljard die nu als ondergrens wordt

gehanteerd om de economische stabiliteit van de VS op de lange termijn te garanderen. Zolang de onzekerheid blijft voortduren, bestaat het risico op een afwachtende houding bij het bedrijfsleven en angst onder consumenten. Gevolg: hand op de knip. Terwijl juist spendeerdrijf van de private sector keihard nodig is om de Amerikaanse economie uit het slop te trekken. Eén ding is zeker: het wordt hoe dan ook spannend rond 23 november.

4. Outlook 2012: turen in de mist

Kunnen we – met zoveel mist aan de horizon – eigenlijk wel een uitspraak doen over de economische ontwikkelingen in 2012? Toch wel. Al is het maar, omdat de economieën van de opkomende landen rustig doorgroeien. Weliswaar blijven landen als China, Brazilië en India ook niet buiten schot als de problemen in Europa en de VS verder opspelen. Maar de gevolgen blijven redelijk beperkt, zoals de nasleep van de kredietcrisis heeft laten zien. Vraaguitval uit het Westen kon toen grotendeels worden opgevangen door de groeiende binnenlandse markt en de handel tussen opkomende landen onderling. Met andere woorden: het is ook een kwestie van perspectief. En vanuit het gezichtspunt van de opkomende landen

DE INFLATIE, DIE IN DE LOOP VAN 2011 OPLIEP, zal in 2012 gaan dalen. De werkloosheid zal betrekkelijk hoog blijven en slechts mondjesmaat afnemen.

gaan de zaken tamelijk voorspoedig, hetgeen we natuurlijk moeten meenemen in ons plaatje voor 2012.

Daar komt bij: uiteraard kunnen we geen voorspellingen doen over individuele gebeurtenissen die hun weerslag hebben op economische ontwikkelingen. Denk aan een natuurramp of een politieke omwenteling. Maar we kunnen wel de lijnen vanuit het heden doortrekken naar de toekomst en zo de meest waarschijnlijke economische scenario's uittekenen. Dit doen wij uitgebreid in onze Outlook 2012, die in december in het Staal Magazine zal worden gepubliceerd.

De hoofdlijnen op een rijtje.

Net als vorig jaar voor 2011 hanteren we voor 2012 drie scenario's: een hoofdsce­nario en twee risico scenario's. Gedurende het jaar kan de waarschijnlijkheid van elk scenario soms groter dan weer kleiner lijken, afhankelijk van de daadwerkelijke economische ontwikkeling in de tijd. Eén ding lijkt duidelijk, de wereld-economie zal blijven groeien. De mate waarin is cruciaal afhankelijk van hoe het Westen (Europa en de VS) zich gaat houden, want de opkomende markten zullen een goed groeipatroon blijven tonen.

Het hoofdsce­nario is:

- stagnerende groei in het Westen van 0,5 à 1,5%, de wereld groeit 3,0 à 3,5%, de opkomende landen 6,0 à 6,5%

De risicosce­nario's zijn:

- negatieve groei in het Westen van -1,0 à 0,5%, de wereld groeit 2,0 à 2,5%, de opkomende landen 5,0 à 6,0%
- opverende groei in het Westen van 2,0 à 2,5%, de wereld groeit 4,0 à 4,5%, de opkomende landen 7,0 à 8,0%

Hoe het in het Westen zal gaan wordt vooral bepaald door het vertrouwen van consumenten en producenten. Blijven die besteden en investeren, exporteren en importeren, dan kan de groei in het Westen meevallen. Van overheidswege is niet veel te verwachten, want die moeten zowel aan deze kant als aan de andere kant van de oceaan het begrotingsbeleid op orde brengen door bezuinigingen en belastingverhogingen.

De inflatie, die in de loop van 2011 opliep, zal in 2012 gaan dalen. De werkloosheid zal betrekkelijk hoog blijven en slechts mondjesmaat afnemen. De korte rente blijft relatief laag in 2012, omdat de centrale banken in de Ver-

enigde Staten en in Europa een accommoderend monetair beleid blijven voeren. De lange rente wordt in deze dagen minder bepaald door fundamentele factoren, maar vooral bepaald door de risicohouding van partijen (vluchtgedrag, beschikbaarheid van kredieten, etc.)

5. De visie van Staalbankiers: de Multi Asset benadering

Exploderende Italiaanse rentes. Wederom pakken donkere wolken zich samen boven de financiële markten. Menig belegger zal wellicht overwegen om zijn 'assets' van de hand te doen en liquide te gaan. Toch adviseert Staalbankiers om juist op momenten van grote onrust het hoofd koel te houden, niet mee te gaan in de waan van de dag en vast te houden aan de lange termijn doelstellingen.

Waarom? Eenvoudig: de bewegingen op de markten zijn niet te voorzien, en dus ook niet te verslaan. Wie op enig moment uitstapt, moet op een later moment weer instappen om zijn koersverlies goed te maken. Maar wat is het juiste ogenblik? Niemand die het weet. Getimed in- en uitstappen levert daarom over een langere periode eerder rendementsverlies dan –winst op. Precies om die reden is de Multi Asset benadering wars van kortetermijninter-

Meer weten? Indien u vragen heeft, kunt u contact opnemen met uw bankier.

venties in het beleggingsbeleid en de invulling van de beleggingsportefeuille. Deze brengen de langetermijndoelstelling alleen maar in gevaar.

Niet achteruit varen

Hier tegenover stelt de Multi Asset benadering van Staalbankiers een gespreide belegging over uiteenlopende vermogenscategorieën die een lage correlatie vertonen. Elk kwartaal wordt de spreiding over de verschillende 'asset classes' opnieuw bepaald aan de hand van verschillende factoren, zoals marktkapitalisatie, de bewegelijkheid van de koers (volatiliteit), de genoemde correlatie met andere categorieën en rendement. Zo herstellen we telkens het evenwicht in de portefeuille op basis van de langetermijnbeleggingsdoelstellingen.

Deze beleggingsmethodiek beschermt niet perse tegen koersdalingen. Ook zo'n portefeuille is onderhevig aan de schommelingen op de beurzen. Het gaat erom op de lange termijn het rendement te realiseren dat hoort bij het gekozen beleggingsprofiel. Vergelijk het met een schipper met een eindbestemming voor ogen. De beste man zal allicht af en toe zijn koers bijstellen als er bijvoorbeeld een storm op komst is. Maar hij zal niet ineens achteruit gaan varen. Dan geraakt hij immers nooit op zijn eindbestemming. . .

Op verzoek geeft uw beleggingsadviseur of bankier u graag inzicht in de prestaties van en de achterliggende invloeden op uw Multi Asset portefeuille, uw Staalfondsbeheer portefeuille, uw Staalbankiers Vermogensbeheerportefeuille of uw Staaladvies portefeuille.

Meer weten? Indien u vragen heeft, kunt u contact opnemen met uw bankier.

DISCLAIMER Deze publicatie is uitsluitend bedoeld ter informatie en is geen aanbod noch een uitnodiging om een financieel instrument te kopen of te verkopen of om deel te nemen in een bepaalde beleggingstrategie. Elk voorbeeld gegeven in deze publicatie, geldt enkel ter nadere uitleg van het betreffende product. Aan deze voorbeelden kunnen geen rechten worden ontleend. Potentiële beleggers moeten zich bewust zijn van de risico's verbonden aan financiële instrumenten en moeten alleen overgaan tot een investeringsbeslissing met betrekking tot deze producten na voldoende beraad, in overleg met hun eigen adviseurs, waarbij in overweging moet worden genomen of deze producten passen binnen hun eigen risicoprofiel.

Hoewel de in deze publicatie gestelde feiten en verstrekte opinies als juist worden verondersteld en zijn gebaseerd op betrouwbare bronnen, aanvaardt Staalbankiers geen enkele aansprakelijkheid voor enige schade in welke vorm dan ook, voortvloeiend uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud daarvan. Staalbankiers wijst op de mogelijkheid dat bepaalde informatie in deze publicatie na verloop van tijd verouderd is.

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Staalbankiers N.V., statutair gevestigd te Den Haag aan de Lange Houtstraat 8, 2511 CW Den Haag, is ingeschreven bij de KvK Haaglanden onder nummer 27030700. Staalbankiers is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële markten (www.afm.nl) te Amsterdam. Voor meer informatie over het toezicht op Staalbankiers N.V. kunt u bellen naar de toezichtlijn van de AFM 0900-5400540.
