

## **ALGEMEEN INVESTERINGSKLIMAAT**

### **Economie**

Het afgelopen kwartaal stond alweer in het teken van de schulden crisis in de eurozone. De risico's op een ontsporing van deze euro crisis en, in het verlengde daarvan, een discussie over het bestaansrecht van de euro, zijn aanzienlijk toegenomen. Ook spreekt men weer over een terugval in de groei en van een recessie. De Europese regeringsleiders proberen het vertrouwen van de markten te herwinnen door het wegwerken van de begrotingstekorten en het maken van betere afspraken tussen de Europese landen. De Amerikanen proberen een recessie te vermijden door het stimuleren van de economische groei, onder meer via een nieuw pakket stimuleringsmaatregelen ter waarde van 447 miljard dollar.

Eind september begon eindelijk het besef door te dringen dat een grootscheeps reddingsplan voor de euro nodig zal zijn om de rust op de financiële markten te herstellen. Het IMF, de centrale banken en de Europese overheden zouden dit plan binnenkort gezamenlijk aankondigen. Het plan zou uit drie luiken bestaan: de Griekse schuldenproblematiek oplossen en isoleren om besmetting naar andere eurolanden te voorkomen; het versterken van de Europese bankensector; en het stimuleren van de economische groei.

Het wordt almaar duidelijker dat Griekenland de huidige schuldenlast onmogelijk kan dragen. Het doorbreken van de neerwaartse spiraal wordt hoe dan ook een enorme uitdaging. Een gecontroleerd Grieks bankroet, met een kwijtschelding van 50% van de schulden, wordt door vele waarnemers als een mogelijk scenario naar voren geschoven. De vraag is hoe men de Griekse problematiek kan oplossen zonder de kwetsbare Europese banken – met hun hoge blootstelling aan Grieks en ander overheidspapier – en bijgevolg het gehele financiële systeem onderuit te halen.

Met de goedkeuring van het tweede Griekse reddingsplan door het Duitse parlement werd alvast een belangrijke hinderpaal genomen voor de versterking van het Europese noodfonds EFSF.

De ongerustheid omtrent de euro crisis heeft het vertrouwen van ondernemers en consumenten natuurlijk geen goed gedaan. De IFO index, die het vertrouwen van de Duitse ondernemers meet, is gedaald van 108,7 in augustus naar 107,5 in september. De daling was weliswaar minder scherp dan verwacht, maar dit is wel de laagste stand sinds juni 2010. De twee voorgaande maanden was er ook al een daling. Normaliter beschouwen economen drie opeenvolgende dalingen van de IFO index als een trendverandering van de conjunctuur.

De economische groeiverwachtingen worden teruggeschroefd. Zo verwacht de ECB voor dit jaar nog slechts een economische groei in de eurozone van 1,6%; in 2012 zou de groei terugvallen tot 1,3%. Eerder had het IMF ook al zijn verwachtingen voor zowat de hele wereld verlaagd. De wereldeconomie zou dit en volgend jaar met 4% groeien. De industrielanden zullen het zwaarst getroffen worden. Tegenover deze negatieve geluiden staat het feit dat de werkloosheid in de eurozone in augustus stabiel is gebleven op 10 procent.

De Amerikaanse economie is in het tweede kwartaal 1,3% gegroeid op jaarbasis, wat hoger is dan verwacht. In het eerste kwartaal bedroeg de groei een schamele 0,4%. Het Amerikaanse consumentenvertrouwen herstelde lichtjes in september.

De inflatie in de eurozone is in september onverwacht versneld tot 3%, tegenover 2,5% in augustus. Dit maakt het moeilijker voor de ECB om de rente te verlagen teneinde de economie aan te zwengelen. Begin september zei de ECB nog dat ze uitgaat van een inflatie van 2,6% dit jaar en 1,7% in 2012. De olieprijs is, ondanks de

toenemende vrees voor een nieuwe recessie, al bij al relatief stabiel gebleven en blijft met een niveau van rond de 100 dollar een flink stuk hoger dan vorig jaar. Andere grondstoffen, zoals industriële en edele metalen, gingen wel omlaag.

### Valuta- en geldmarkten

De Europese Centrale Bank heeft de rente begin juli nogmaals met 25 basispunten verhoogd, tot 1,50%. Door de inmiddels verslechterde economische vooruitzichten was dit misschien ietwat voorbarig.

Om de forse stijging van de rente in de perifere eurolanden een halt toe te roepen is de ECB overgegaan tot het opkopen van met name Italiaanse en Spaanse overheidsobligaties.

De toenemende verdeeldheid binnen de ECB kwam pijnlijk tot uiting door het onverwachte vertrek van de hoofdeconoom Jürgen Stark, naar verluidt uit onvrede met het gevoerde beleid. Hun historische afkeer voor inflatie blijft de Duitsers achtervolgen.

Om de Amerikaanse langetermijnrente – die nochtans al historisch laag staat – verder te drukken gaat de Federal Reserve voor 400 miljard dollar staatsobligaties met een korte looptijd verkopen om ze te vervangen door obligaties met een langere looptijd. Hiervoor kan de Federal Reserve putten uit de 1.500 miljard dollar staatsobligaties die ze eerder al had ingekocht.

De euro is voor het eerst sinds zeven maanden gezakt onder de kaap van 1,35 dollar.

Tegenover de Japanse yen bevindt de euro zich zelfs op het laagste niveau in tien jaar.

De Zwitserse nationale bank zorgde dan weer voor ophef door een plafond voor de Zwitserse frank in te voeren (minimum 1,20 CHF per euro). De Zwitserse industrie heeft immers zwaar te lijden onder de sterke opwaardering van de lokale munt.

### Aandelenmarkten

	30/sep/11	30/jun/11 - 3 mnd	31/mrt/11 - 6 mnd	31/dec/10 - 9 mnd	30/sep/10 - 12 mnd
AEX	280,18	-17,51%	-23,37%	-20,98%	-16,21%
BEL20	2131,28	-17,15%	-19,94%	-17,35%	-17,70%
DAX	5502,02	-25,41%	-21,86%	-20,42%	-11,67%
EU50	2179,66	-23,48%	-25,12%	-21,95%	-20,68%
DJ	10913,40	-12,09%	-11,42%	-5,74%	1,16%
SP500	1131,42	-14,33%	-14,66%	-10,04%	-0,86%
Nasdaq	2415,40	-12,91%	-13,15%	-8,95%	1,97%
EUR/USD	1,3388	-7,68%	-5,44%	0,01%	-1,80%
EUR 3 maanden	1,5540	0,0070	0,3150	0,5480	0,6620
EUR 10 jaar	2,2850	-1,0580	-1,3570	-0,8690	-0,2250

De Europese beurzen hebben het slechtste kwartaal in jaren achter de rug. De Amerikaanse beurzen daalden veel minder, mogelijk omdat Amerikaanse beleggers Europa verlieten en hun toevlucht in hun thuismarkt zochten.

De Europese beurzen moesten, door het uitblijven van een fundamentele oplossing voor de eurocrisis, de zwaarste klappen incasseren. Het gevaar voor een Griekse wanbetaling blijft als het zwaard van Damocles boven de beurzen hangen.

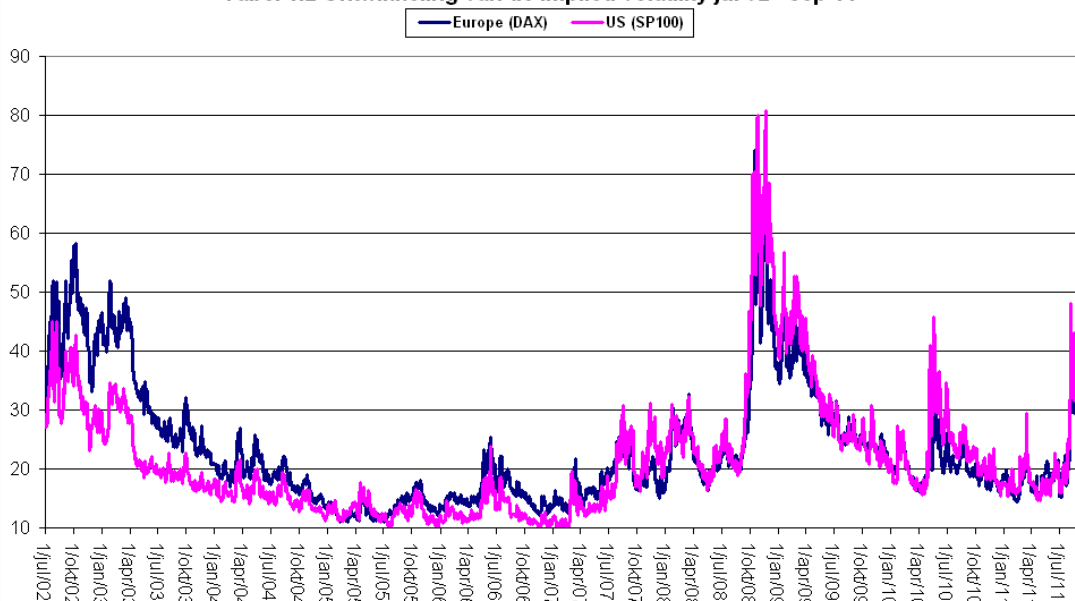
De exportgedreven DAX spande de kroon met een kwartaalverlies van maar liefst 25%. De Eurostoxx 50 moest echter nauwelijks onderdoen. Hier daalden vooral de bank aandelen. De Nederlandse small- en midcap indices deden het het afgelopen

kwartaal nog minder goed dan de AEX. De ASCX daalde bijna 20%, de AMX zelfs meer dan 23%. In Duitsland presteerden de MDAX (-24%) en de SDAX (-20%) iets beter dan de DAX.

### Implied Volatility

De volatiliteit van de aandelenbeurzen kende de afgelopen maanden een forse opstoot tot boven de 40%. Dit is weliswaar een stuk minder dan tijdens de crisis van 2008 en 2009, maar desalniettemin een uitzonderlijk hoog niveau.

Tabel 1.2 Ontwikkeling van de implied volatility jul 02 - sep 11



### Lange termijn

De AEX kreeg tijdens de zomermaanden forse klappen te incasseren. Met 256 punten werd het laagste niveau sinds juli 2009 bereikt.

De laatste week van september was er toch nog een herstelbeweging tot 280 punten, waardoor het kwartaalverlies uiteindelijk nog enigszins beperkt werd tot 17,5%.

Tabel 1.3 Lange termijn ontwikkeling AEX jan 03 - sep 11

