

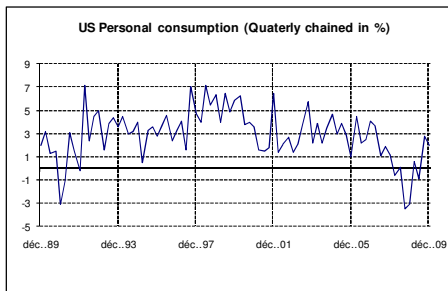
# MAANDOVERZICHT

Macro-economie en financiële markten  
Sébastien Cordoliani – Asset Manager

## Macro-economische situatie – Februari 2010

Deze maand leveren we commentaar bij twee belangrijke onderwerpen: (i) de publicatie van het Amerikaanse bbp-cijfer voor het vierde kwartaal van 2009, dat hoger uitviel dan verwacht en (ii) enkele belangrijke feiten met betrekking tot de Zuid-Europese economieën, een heet hangijzer doordat de markten opnieuw volatiel waren door de ongerustheid omtrent de schulden van Griekenland, Portugal en Spanje ...

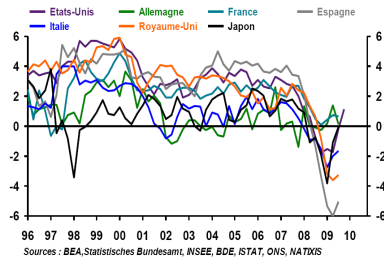
$$G = C + I + G + (X - M) + \Delta \text{ stocks}$$



VS

Ook in het vierde kwartaal bleef de consumptie positief bijdragen tot de economische groei. Meteen het tweede opeenvolgende kwartaal dat de consumptie de groei stimuleert. Toch is er minder groei dan in het derde kwartaal (+2% tegenover +2,8%) en blijft de trend onder het langetermijngemiddelde, dat vóór de crisis ruim boven de 3% lag. Iets wat we al in onze vorige newsletters beklemtoonden en wat ook actueel zal blijven zolang er sprake is van werkloosheid en een *de-leveraging* bij de gezinnen.

Consommation des ménages en volume (GA en %)

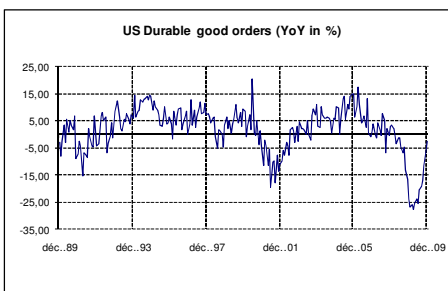


Zuid-Europa

Januari was een erg bewogen maand voor de zogenaamd 'zwakke' landen van de eurozone (Griekenland, Italië, Portugal en Spanje). Als we de economische fundamentals van die landen van naderbij bekijken, zien we dat de onrust terecht is. De grafiek hiernaast toont de duizelingwekkende daling van de consumptie in Spanje. Dat land baseerde zijn groei op de bouwsector, en laat nu net die zeepbel uit elkaar gespat zijn met een bliksemsnelle toename van de werkloosheid tot gevolg. De motoren van de consumptie lijken er tegenwoordig slecht aan toe en de duidelijke stilstand in de vastgoedsector zal zwaar wegen op tal van belangrijke raderwerken: de lokale banken zouden wel eens het volgende slachtoffer kunnen zijn.

Griekenland, dat ontbreekt in de grafiek, was een soortgelijk lot toebedeeld met in 2009 een daling van de 'retail sales' van 9%!

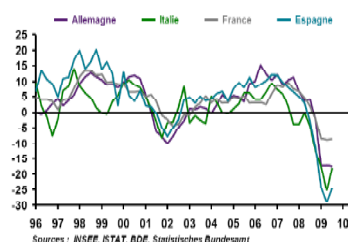
$$G = C + I + G + (X - M) + \Delta \text{ stocks}$$



VS

De investeringen lijken terug te komen van hun bijzonder lage niveaus. Gedurende zeven opeenvolgende kwartalen tekende dat aggregaat immers een daling op. Twee fenomenen liggen aan de basis van het positieve nieuws: de significante basiseffecten en de impact van de 'change in private inventories investment'. Zolang de zichtbaarheid op de groei zwak blijft, zijn er zeker nog geen grote investeringsprojecten te verwachten bij de bedrijven. Bovendien zijn er nog steeds geen katalysatoren voor de Amerikaanse woningbouw, hoewel die in lichte mate bijgedragen heeft tot de groei in het vierde kwartaal.

Investissement productief (volume, GA en %)

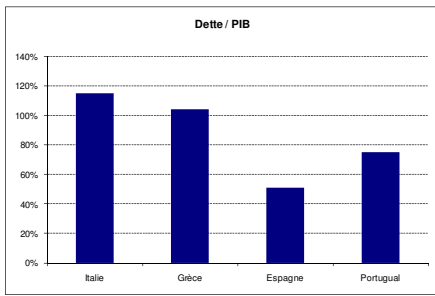


Zuid-Europa

De situatie op het vlak van investeringen is onherroepelijk voor landen zoals Italië en Spanje. In de grafiek hiernaast is duidelijk te zien dat hoewel de investeringen sequentieel licht toegenomen zijn, ze nog altijd zeer laag blijven.

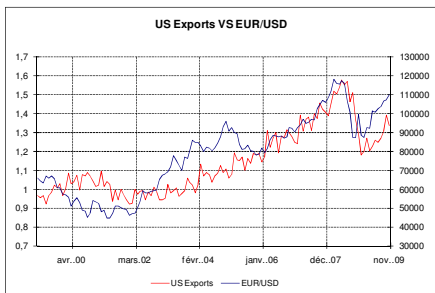
Inzake vastgoed in de landen die de markten de voorbije weken veel zorgen baarden, vormt Spanje duidelijk de zwakke schakel. De enorme vastgoedzeepbel bracht het land in een zeer delicate situatie, een situatie die nog kan verslechteren. Om een voorbeeld te geven, namen we de statistieken van de bouwvergunningen onder de loep. In 2006-2007 reikte Spanje meer dan 1,5 miljoen vergunningen per jaar uit. Nu zijn er dat nog 150.000!

$$G = C + I + G + (X - M) + \Delta \text{ stocks}$$



Het verschil in staatsschuld tussen de Zuid-Europese landen onderling is opmerkelijk. Ondanks de zwakke punten die we al benadrukten aangaande Spanje, heeft dat land immers een van de laagste (65%) schuldenlastpercentages, hoewel dat percentage sterk aan het stijgen is. Griekenland, dat alle ongerustheid concreet maakt, heeft een schuldenlastpercentage van meer dan 105%. In Italië schommelt dat percentage rond hetzelfde niveau. Hoe hoger de schuldenlast, hoe meer de geloofwaardigheid van de regeringen om structurele hervormingen op gang te brengen in vraag wordt gesteld. Ook de omvang van het land speelt een rol, aangezien de schuldenlast in Italië niet in dezelfde mate toenam als die in Griekenland of Portugal. Heel wat landen van de eurozone houden zich overigens niet langer aan de criteria van Maastricht inzake schulden, dus niet alleen de mediterrane landen: Frankrijk is daarvan een perfect voorbeeld ... De staatsschuldcrisis is algemeen verbreid, van de Verenigde Staten via het Verenigd Koninkrijk tot Griekenland. Dat is de prijs die we moeten betalen voor de crisis die we hebben doorgemaakt. Al vóór de crisis kon de Europese potentiële groei de schulden niet verlagen. De Europese landen staan nu met de rug tegen de muur en zullen ingrijpende beslissingen moeten nemen om de tekorten structureel te verminderen.

$$G = C + I + G + (X - M) + \Delta \text{ stocks}$$



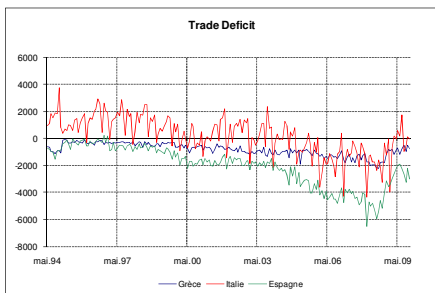
VS

In vergelijking met vorig kwartaal is de export in het vierde kwartaal toegenomen, al laat november een daling zien ten opzichte van oktober en zijn de gegevens van december nog niet beschikbaar. De bijdrage van de buitenlandse handel tot het bbp zal dus pas bij de volgende raming van het bbp definitief bekend zijn.

Zuid-Europa

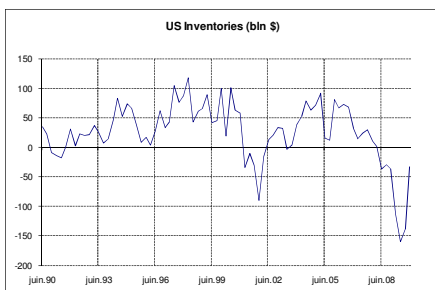
Griekenland en Spanje bieden hetzelfde profiel inzake handelsoverschot:

- een structureel tekort op lange termijn;
- een sterke conjuncturele verbetering sinds half 2008.



In Italië ziet de situatie er echter anders uit. Er waren twee duidelijk waarneembare fasen: die van een structureel positief overschot gedurende een zeer lange periode waarna het handelsoverschot, door de concurrentie van de Aziatische en Noord-Afrikaanse landen, veel volatieler is geworden om nu regelmatig negatief te zijn.

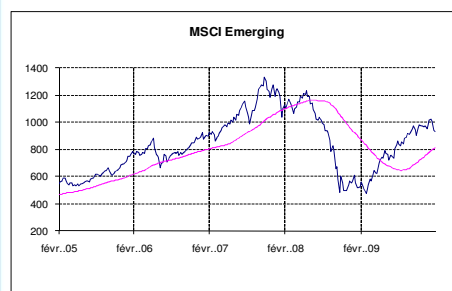
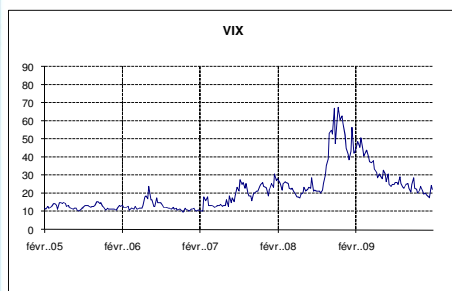
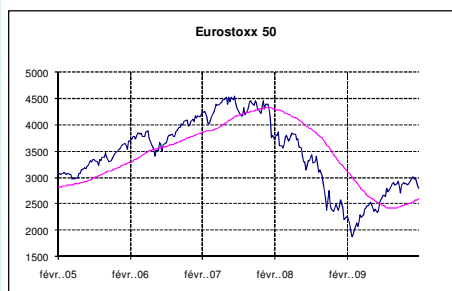
$$G = C + I + G + (X - M) + \Delta \text{ stocks}$$



De cijfers met betrekking tot de voorraadschommelingen bevestigen onze analyse van de voorbije maanden. Hoewel we geloven in een economisch herstel, zal dat herstel immers door gunstige voorraadschommelingen gestimuleerd moeten worden en zal het dus grotendeels technisch van aard zijn, althans toch in eerste instantie. Het bbp voor het vierde kwartaal van 2009 houdt voor het grootste deel goed stand dankzij de bijdrage (+3,39%) van de factor 'private inventory investment'. Belangrijk om te weten, is dat we ons nog steeds niet in een fase van herbevoorrading bevinden, maar in een fase van mindere voorraadafbouw (-33,5 miljard USD tegenover -139,2 miljard USD in het derde kwartaal). Dat benadrukt nog maar eens dat hoewel er opnieuw groei is, die groei vooralsnog niet gezond en structureel is.

## Situatie op de markten – FEBRUARI 2010

### Aandelen – Obligaties – Risico's



Na een eerste positieve beursdag was er opnieuw turbulentie op de aandelenmarkt. Zo kunnen we vaststellen dat de VIX-volatiliteitsindicator sterk terugstuitte om weer op 30 te komen na onder de 20 te zijn gezakt. Dat was het gevolg van meerdere factoren:

- toespraak van president Obama en andere politici die steeds meer voorstander zijn van beperkingen voor de banken en meer bepaald de tradingactiviteiten;
- ongerustheid over de staatsschuld van de 'zwakke' landen van de eurozone (Griekenland, Italië, Portugal, Spanje ...).

Inmiddels is het wel duidelijk dat het bankenlandschap er in de toekomst helemaal anders zal uitzien, met veel langere RoE's. De staatsschulden van sommige landen zullen bovendien druk uitoefenen op de groei. De onzekerheid en de nieuwe politieke druk veroorzaakten opnieuw spanningen op de aandelenmarkt, ondanks de hoger dan verwachte Amerikaanse bedrijfsresultaten. Tot op heden wist 75% van de bedrijven immers de consensus te overtreffen inzake resultaten. Dat goede nieuws werd echter niet beloond waaruit blijkt dat de politieke 'newsflow' de boventoon voert, maar ook dat die resultaten al verwacht werden.

Prestaties:

- -6,35% voor de EuroStoxx 50;
- -3,7% voor de S&P 500;
- -5,37% voor de Nasdaq;
- -3,3% voor de Nikkei.

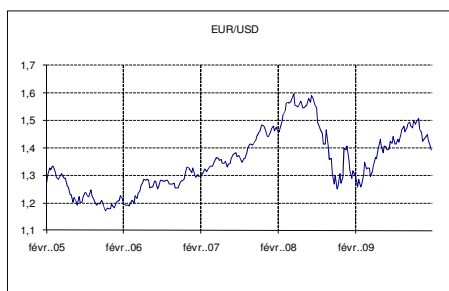
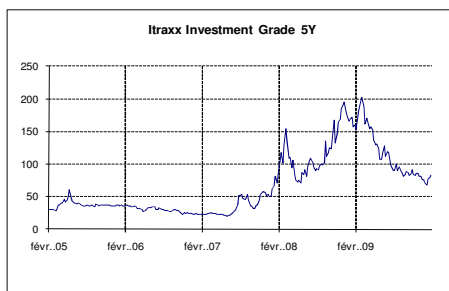
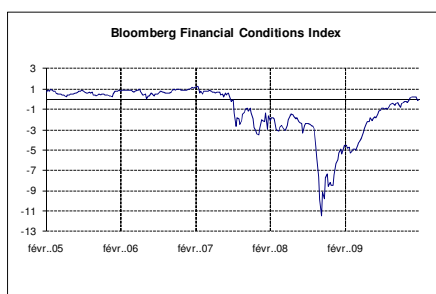
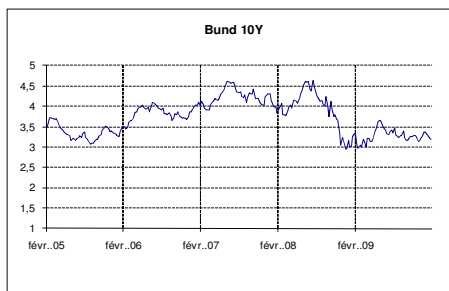
### Groeilanden

De meeste groeilanden kenden dezelfde tegenslag in januari, vooral China. De Chinese regering kondigde verscheidene maatregelen aan om de kredietexpansie, die dreigt te veranderen in een zeepbel, in te perken. Uit de grafiek hiernaast blijkt duidelijk dat de Chinese markt sinds een aantal maanden zijwaarts evolueert. Ondanks de dynamische groei van de groeilanden beklemtoonden we in onze vorige newsletters al dat de koersen van de groeimarktaandelen iets te ver van hun voortschrijdende gemiddelde op 200 dagen lagen en dus op korte termijn zouden kunnen corrigeren. Rusland vormde daar begin dit jaar een uitzondering op met een positieve prestatie. Opmerkelijk zijn ook de ongelofelijke prestaties van de Baltische staten, waarvan enkele al rendementen op jaarbasis van meer dan 30% laten zien.

Prestaties:

- -4,65% voor Brazilië;
- -8,78% voor China;
- +2,02% voor Rusland.

## Aandelen – Obligaties – Risico's



### VS/Europa

De obligatiemarkt maakte een contrastrijke evolutie door, met een daling van de Duitse en Amerikaanse rentes als gevolg van de risicoaversie zoals eerder al aangehaald hierboven in de alinea over aandelen. Opvallend is uiteraard de verbreding van de intra-Europese spreads. Het meest tekenende geval is dat van Griekenland, waar de rente op tien jaar tijdens de maand de 7% overschreed! De ramzalige begrotingssituatie en de staatsschuld van meer dan 100% van het bbp bracht het land in een vicieuze cirkel die zeer moeilijk te doorbreken is. Een situatie die problematisch zou zijn voor heel wat landen, ware het niet dat Griekenland daarnaast ook nog eens met politieke problemen kampt. De geloofwaardigheid van de regering met betrekking tot het invoeren van een besparingsplan wordt immers ernstig in twijfel getrokken. Ook andere landen, zoals Portugal, zien hun spreads verbreden. Spanje, dat in een nooit eerder geziene vastgoedcrisis is verstrikt geraakt, zou hetzelfde lot kunnen ondergaan. Hoewel de situatie moeilijk is, geloven we niet in een faillissement van Griekenland of een ander land van de eurozone omdat dat simpelweg het einde zou betekenen van de Europese Unie en de eenheidsmunt.

### Groeilanden

In januari kenden de groeimarktobligaties twee fasen:

- een correcte prestatie tijdens de eerste twee weken van het jaar door de verdere inkrimping van de spreads en vooruitzichten op een verstrakking van het monetaire beleid in die zone;
- de aankondiging door China om de reserveverplichtingen op te trekken van 15,5% tot 16% en de problemen inzake financiering van de overheidstekorten in de Zuid-Europese landen, die op de markt het effect van een koude douche hadden. De terugkeer van enige risicoaversie dwong Hongarije bijvoorbeeld om een hoger rendement te bieden dan Turkije en verplichtte Vietnam tot het uitstellen van zijn plaatsing en het verhogen van het rendement van zijn uitgifte om het succes ervan te waarborgen.

### Bedrijfsobligaties

De risicoaversie deed de corporate spreads verbreden, zij het wel in beperkte mate. Aangezien het systeemrisico niet meer is wat het was in 2008, zullen de spreads wellicht op die niveaus blijven. In de kwetsbare landen waar de staatsrentes de hoogte in vlogen, zou het risico echter weer zorgwekkend kunnen worden. De keuze van bedrijven zal doorslaggevend zijn en sectoren waar de regulator druk zal uitoefenen zoals de achtergestelde schulden van de banken zijn misschien te mijden.

### Deviezen en grondstoffen

Door de risicoaversie bleef de omgekeerde relatie tussen de dollar en de aandelenmarkten van kracht. De Amerikaanse munt apprecieerde immers sterk ten opzichte van de euro. De verbreding van de intra-Europese spreads is evenmin in het voordeel van de euro. Zolang die bijna-institutionele crisis niet voorbij is, zal de Europese munt onder druk blijven staan. In dezelfde logica van een 'de-risking' is ook de yen in waarde gestegen ten opzichte van de euro, wat opnieuw druk uitoefende op de concurrentiepositie van de exportgerichte bedrijven.

Door de dollarstijging nam de olieprijs een diepe duik. Het ontbreken van een duidelijk economisch herstel in de OESO-landen en de hoge voorraadvolumes wegen op de koersen. Bovendien deed de recente risicoaversie zeker menig speculant uit de markt stappen. De aarzelende houding van China met betrekking tot het inperken van de kredietexpansie doet sommige beleggers ook speculeren op een vertraging van de groei en dus de vraag.