

Interessante waardering zet aan tot rechtstreeks beleggen in groeilanden

Investering in Europese aandelen met aanzienlijke blootstelling aan 'emerging markets' doet het niet langer beter dan beursgemiddelde



ANALYSE
CHARLES DAUTRESME
STRATEGIE AXA I.M.

Opkomende markten genieten al lang onze voorkeur. Begin 2008 raadden wij al aan in opkomende markten te beleggen via aandelen van Europese bedrijven die daar aanzienlijke activiteiten hebben. Die strategie heeft twee jaar lang een mooi rendement opgeleverd. In 2010 is dat minder. We sturen onze strategie bij.

W e zien de opkomende markten nog steeds als een van de 'blijvers' onder de strategische beleggingsthema's. In China laten barometers voor het economisch momentum sinds kort een positieve omslag zien, zoals bij de meest recente inkoopmanagersindex voor de verwerkende industrie en de importcijfers voor september (*grafiek 1*).

We hebben onze beleggingen in opkomende markten onlangs opgekrikt. Wij zijn ervan overtuigd dat opkomende markten een aantrekkelijke beleggingscategorie vormen nu China weer tekenen van versnelde groei laat zien. Bovendien ligt de groei van de detailhandelsverkoop in de opkomende markten alweer op het niveau van voor de crisis. De groei van de kredietverlening is daar ook veel sterker dan in de ontwikkelde mark-



De Britse oliereus BP is een van die westerse bedrijven waarin we belegd hebben wegens de aanwezigheid in de groeilanden. Die belegging draaide verkeerd uit.

© REUTERS

ten, waar de kredietkraan nog dichtgedraaid zit.

VERKRAPPING

Sommige beleggers zullen aangevoeren dat in opkomende landen de centrale banken de rente verhogen omdat daar - anders dan in de ontwikkelde landen - de inflatie al versneld oploopt. Zelfs als dat zo is, zien wij de eerste fasen van monetair verkrapping eerder als een teken van kracht dan als een zwakte. Bovendien heeft de monetair verkrapping in de opkomende markten slechts tot deel de economische groei af te remmen naar het potentiële groeiniveau. En dat ligt nog steeds veel hoger dan het piekniveau in om het even welke ont-

wikkelde markt (2,6% voor de VS in 2010). Wij verwachten dat China in 2011 met 9 procent zal groeien (tegen 10% in 2010) en Azië zonder Japan met 7 procent (tegen 7,8%). Voor Brazilië zien we volgend jaar een groei van 5 procent, tegen 7 procent in 2010, en voor Rusland van 3,5 procent, tegen 4,8 procent dit jaar.

Een van de manieren waarop wij bij voorkeur in opkomende markten beleggen, was via aandelen van Europese bedrijven met aanzienlijke activiteiten in die markten. De achterliggende gedachte was van de groei te profiteren en tegelijk de volatiliteit te verminderen.

Sinds het begin van de huidige

Westerse bedrijven met een grote aanwezigheid in groeilanden noteren veel duurder dan de aandelen op de groeibeurzen.

haussemarkt hebben die aandelen circa 10 procentpunten beter gepresteerd dan de beurs. Tegelijkertijd konden zij ook de ontluikende beurzen - de MSCI Global Emerging Markets (MSCI GEM) Index - tot voor kort vrij goed volgen.

In 2010 doet die strategie het niet langer beter dan de MSCI Europe, met een stijging van 5,1 procent tegen 7,9 procent voor de index. De MSCI GEM won in die periode 17,7 procent.

Wat zijn de oorzaken voor die prestatieverschillen? Ons mandje van 67 aandelen heeft een zwaardere geweging in grondstoffengereleerde sectoren dan de MSCI Europe. Ten opzichte van de MSCI GEM geldt hetzelfde, zij het in mindere mate. Basismaterialen en energie zijn goed voor 32 procent van ons mandje met een aanzienlijke geweging in opkomende markten, tegen 28 procent in de MSCI GEM. De overige sectoren in de GEM Index en in ons mandje heb-

ben een gelijke geweging, met uitzondering van niet-duurzame consumptiegoederen. Die sector weegt 7 procent in de MSCI Europe en 22 procent in ons mandje. Aangezien de sectorvoorkeuren niet sterk afwijken, dienen de prestatieverschillen het gevolg zijn van de aandelenselectie.

INBOETEN

De oliereus BP was aan het begin van het jaar goed voor 9,2 procent van de totale marktkapitalisatie van het mandje, tegen 2 procent van de MSCI Europe en - vanzelfsprekend - een nulweging in de MSCI GEM. BP is sinds het begin van het jaar in een haussemarkt 28 procent gedaald. Maar uit onze

de feiten onder ogen zien: zelfs al zou de prestatie exclusief BP positief zijn geweest, dan nog lijkt het erop dat onze strategie aan kracht aan het inboeten is.

Maar wat kunnen we over de waardering zeggen? Aan het begin van 2008 kwam de waardering van onze strategie (uitgaande van een voortschrijdende koers-winstverhouding) ruwweg overeen met die van de MSCI Europe (14,4 keer de winst tegen 13,3 voor de index). Momenteel is zij echter veel duurder met een k/w van 17,5 (tegen 14,8 voor zowel de MSCI Europe als de MSCI GEM). Dat betekent dat ons mandje aandelen met een aanzienlijke geweging in de opkomende markten niet langer aantrekkelijk is gewaardeerd (*zie grafiek 2*).

GRONDSTOFRIJK

Sinds het begin van de haussemarkt is de regio Azië zonder Japan met een winst van 73 procent achtergebleven bij andere opkomende regio's. Latijns-Amerika won 95 procent en Oost-Europa 105 procent. De grondstofrijke landen in Latijns-Amerika en Oost-Europa hebben geprofiteerd van de stijging van de grondstofprijzen en van de inflatie, terwijl regio's die zelf niet genoeg grondstoffen hebben zoals Azië daar last van hadden. Energie en basismaterialen zijn goed voor 46 procent van de totale marktkapitalisatie van Oost-Europa, vergeleken met 49 procent voor Latijns-Amerika, maar slechts 16 procent voor Azië zonder Japan.

De regionale verschillen tussen Oost-Europa en Azië zonder Japan zijn sinds begin dit jaar echter afgenomen. Beide regio's staan 18 procent in de plus, terwijl de winst voor Latijns-Amerika 13,5 procent bedraagt. De risico-premies voor de opkomende markten (*de geïstie jaarvergoeding op aandelen boven op de risicovrije rente, red.*) zijn weliswaar gedaald ten opzichte van het historische hoogtepunt, maar liggen nog steeds boven het langetermijngemiddelde: 12,9 procent voor Oost-Europa ten opzichte van een gemiddelde van 7,2 procent; en 8,3 procent voor Azië-Pacifc zonder Japan ten opzichte van een langetermijngemiddelde van 5,4 procent (*zie grafiek 3*).

We beschikken helaas niet over betrouwbare langetermijngedevens over de Latijns-Amerikaanse risico-premie voor aandelen. Maar we kunnen alleszins besluiten dat op de basis Azië-Pacifc zonder Japan alleszins een van de goedkoopste regio's is.

De betere groeivoorzichten en de aantrekkelijke waarderingen hebben ons ertoe aangezet onze investeringen in de groeimarkten te verhogen. Bovendien bevelen wij beleggers aan hun posities in Azië zonder Japan te vergroten, aangezien die regio naar verwachting de voornaamste motor van de opkomende markten zal zijn en aantrekkelijk gewaardeerd is.

in Seoul volgende week de basis leggen voor ingrijpende bijsturingen, zoniet raakt het economisch herstel zwaar gehypothecerd.'

Olieaandelen zeten in de lift, nadat BP zijn eerste winst had gemaakt sinds het lek in de Golf van Mexico. Hoe staat u tegenover de sector?
Lierman: 'De aantrekkende wereldeconomie zorgt voor een grotere vraag naar fossiele brandstoffen. De olie- en gasprijzen zitten in de lift hoewel het aanbod probleemloos de vraag beantwoordt. Ondertussen groeit de aantrekkingskracht van alternatieve energie met dank aan hogere energieprijzen. Ook grote olie- en gasconcerns investeren in de alternatieven om zich voor te bereiden op een nieuw tijdperk. Speculatieve beleggingen worden soms roet in het eten, zoals in 2008 toen een snelle opmars gevolgd werd door een scherpe correctie. Zou niet het minst veel babyboomers zelf. In The Wall Street Journal verscheen vorig jaar al een *nostra maxima culpa* van een

BOOMER TAX
Gerrit Komrij is een cultuurpessimist, zoveel mag duidelijk wezen. En een behoorlijk meedogenloze ook. Maar als het over zijn generatie en haar erfenis gaat, is hij lang niet de enige. Iederéén lijkt de babyboomers de meest hypocriete, gewetenloze, verwend en zelfzuchtige generatie te vinden die het Westen ooit kende. Niet het minst veel babyboomers zelf. In The Wall Street Journal verscheen vorig jaar al een *nostra maxima culpa* van een

weekend

DE TIJD | ZATERDAG 6 NOVEMBER 2010

EIGENZINNIGE VERHALEN OVER MENS, WERELD EN CULTUUR

43

NEDERLAND

Intra-Belgisch gevecht om 300 ha polder

44

CHINA

Wie gaat de groeiende bevolking voeden

46

BOEKEN

Grunbergs 'Huid en haar' geen hoogvlieger



© SKEE BARDEN

Bye bye babyboomers

Daar gaan ze. De oudste babyboomers - die van het bouwjaar 1945 - verlaten met gebogen hoofd de scène, onder oorverdovend boegeroep. De 'grootste gelukzakken aller tijden' beloven 'peace and love', maar laten hun kinderen een doodzieke planeet na, op de rand zelfs van het economisch en ecologisch bankroet. **BABYBOOMERS OVER ZICHZELF EN HUN ERFENIS.** 'Ah, de schaamte om ons te zijn!'

aantal prominente vertegenwoordigers van de generatie, die zich publiek excuseren voor de staat waarin ze de wereld aan hun nakomelingen achterlieten. 'Mijn generatie was een soort sprinkhanenplaag', schreef Thomas Friedman (1953), de auteur van de bestseller 'The World Is Flat'. 'We vraten ons als hongerende insecten door alles heen.'

De haat en de zelfhaat van en jegens de babyboomers gaat ver. Nu de oudsten met pensioen vertrekken, staat er al helemaal geen maat meer op. Het Amerikaanse maandblad The Atlantic pleitte onlangs voor een babyboomblasting - een 'Boomer Tax' - om het duizelingwekkende gat in de begroting te dichten dat hun generatie had geslagen. Zo'n 'geste'

was volgens het magazine het minste wat de 'gebuisde generatie' kon doen nadat ze er zo'n potje van had gemaakt. En misschien moesten ze bij wijze van afaat ook nog maar een paar jaar onbetaald vrijwilligerswerk doen voor de maatschappij. En massa! 'do not resuscitate' op hun borstkas laten tatoeëren, voor het geval hun hart zo vriendelijk zou zijn het voor-

tijdig te begeven. Dat zou dan alweer een slok op de borrel van de vergrijzingsfactor schelen. Een grapje vanzelfsprekend, dat laatste. Maar dan wel een van het veelzeggende soort. Nederlandse 'babyboombashers' - ook 'babydoomers' en 'babybusters' genoemd - richten dan weer haastites op, met namen als 'Hate 68'. In 2005 verko-

zen ze al 'de ergste babyboomer'. De 'weerinwekkendste mazzelende uitvretter' Eurocommissaris Neelie Kroes won de verkiezing, ook al werd ze in 1941 geboren. Toen van een babyboom nog lang geen sprake was. Ook dat spreekt boekdelen. Het woord 'babyboomer' heeft bij onze noorderburen zo'n negatieve connotatie dat het al lang niet meer alleen op de generatie slaat die vlak na de oorlog het levenslicht zag. Iedereen die oud, grijs en/of kalehd is, en op de een of andere manier op de zenuwen werkt, wordt er grandmerkt als 'babyboomer'. Zelfs Harry Mulisch, die nog voor de Grote De-pressie het levenslicht zag, was voor de 'ergste boomer' genomineerd.

In het Verenigd Koninkrijk was de erfenis van de babyboomers, de echte dan wel, dit jaar zelfs een belangrijk verkiezingsthema. Zouden de babyboomers, samen met de 65-plussers goed voor 40 procent van het kiesvee, hun numerieke overwicht niet misbruiken om hun zielelijke koste van de volgende generatie boeken door te drukken? Er werd een website opgericht met als enige doel de zogenaamde 'grey vote' te dwarsbomen en de babyboomers niet te parlemen te stemmen. En daar bleef het niet bij. Er verschenen de voorbije maanden ook tientallen 'accuses, pamfletten en non-fictieboeken over het vergrijzingsdebat, waarvan de titels meestal weinig of niets aan de verbeelding overlieten. 'What Did the Baby Boomers Ever Do For Us?', bijvoorbeeld. 'Jilted Generation: How Britain Has Bankrupted Its Youth'. Of nog, veel korter maar minstens even krachtig: 'It's All Their Fault!'. Er werd zelfs een nieuwe naam voor dat soort boeken uitgevonden: 'boom doom'.

GENERATIEORLOG

De babyboomers waren de winnaars van de grote generatietolerantie, is de teneur van die 'boom doom'-boeken. Grotere gelukzakken werden er nooit geboren. Terwijl hun ouders een depressie, een wereldoorlog en een Holocaust voor de kinderen kregen, hadden zij het geluk op te groeien in wat de Amerikaanse econoom John Kenneth Galbraith zo treffend 'de overvloedmaatschappij' noemde. Ze werden groot in een wereld zonder oorlog, zonder werkloosheid en zonder aids, in een tijd dat de aarde nog niet opwarmde, natuurlijke rijkdommen onuitputtelijk bleef en de Amerikaanse economie was. Ze konden voor geen geld ginkelse huizen kopen, waarvan de waarde in enkele decennia verviervoudeerde. En alsof ze daarmee nog niet vervuld genoeg waren, zagen ze ook hun levensverwachting elk jaar met drie maanden stijgen. Ze werkten hard, dat wel, maar ze betaalden zich daar ook voorstelijk voor. Ze vonden aandelenopties en gouden handdrukken uit, en regelden gèndexeerde pensioenen voor zichzelf. Allemaal op de kap van de volgende generaties. Egoïstischer nog. Ze leerden zichzelf op hun oude dag SK Ten, een acroniem voor 'Spending their Kids Inheritance'.

Zelfs de nieuwe Britse minister van Wetenschapbeleid David Willetts, een gerespecteerd boegbeeld van de Conservatieven en zelf een 'boomer' van 1956, bracht onlangs een 'boom doom'-boek uit. Ook al met een niet mis te verstane titel die tegelijk de korte inhoud was: 'The Pinch. How the Baby Boomers Took their Children's Future. And Why They

► VERVOLG OP PAGINA 42

De Fed maakte de modaliteiten van het tweede rondje kwantitatieve versoepeling bekend. Gebruik in het positieve effect daarvan?

Frank Lierman: '600 miljard dollar vers geld en 300 miljard dollar van hypotheekobligaties in de portefeuille die op vervaldag komen, vormen een fors bedrag. De rente kan zeker laag worden gehouden. Of dat volstaat om de economie op te krikken, de werkloosheid te drukken en het deflatiegevaar af te wenden, is allerminst zeker. De globalisering van de economie heeft ook in de VS veel arbeidsplaatsen geschrapt en dus is een groter deel van de huidige werkloosheid structureel. De overheid zal het aantal ambtenaren niet verhogen, integendeel de afvloeiingen gaan onverminderd voort door de compleet ontpoerde financiën in de meeste staten van de VS. Meer produceren voor de binnenlandse markt is een illusie omdat de vraag onvoldoende aantrekt. Dus moet er meer worden uitgevoerd en daarvoor is een

Elke week laten we een expert de financieel-economische actualiteit commentariseren. Dit keer is dat Frank Lierman, de hoofd-econoom van Dexia.

DE WEEK VOLGENS

FRANK LIERMAN

'Ik geloof niet in een Zuid-Europese schuldherschikking'

lagere dollar welkom. De overheid profiteert van die kapitaalinjectie omdat ze zich goedkoop kan herfinancieren, net zoals de banksector die de sanering kan verderzetten, en misschien ook de aandelenmarkten als beleggers op zoek gaan naar returns die ze niet meer vinden bij vastrentende beleggingen.'

Het vertrouwen in de Europese schuldenzondaars, en dus ook in hun obligaties, kreeg weer klappen. Wat is er nodig om de obligatiemarkten van de europeriferie vlot te trekken?
Lierman: 'De opdracht die de

betrokken landen kregen, is gigantisch: saneren en toch groeien. Als de klemtou op het afbouwen van het overheidstekort ligt, dan beïnvloedt dat het bruto binnenlands product (bbp) negatief, en riskeren we een verslechterting van het tekort en de staatschuld in procentage van het bbp. Ondertussen stijgt opnieuw de bezorgdheid over de financiële gezondheid van de banksector in die landen.'

Het renteverschil tussen Duitsland en de ene kant en Zuid-Europese of Iers staatspapier aan de andere kant weerspiegelt de vrees voor een partiële schuldherschikking. Dat lijkt mij overdeven.

De grote landen van de eurozone doen er alles aan om zo'n scenario te voorkomen, omdat de banken zwaar in overheidsobligaties zitten. Een heropflakering van de financiële crisis loert om de hoek.'

'De Duitse eis om de tijdelijke reddingsboei, 750 miljard euro voor drie jaar, om te vormen tot een continu reddingsmechanisme en de 'economic governance' regels van de Europese president Herman Van Rompuy vormen het begin van een ruggengraat.'

'Iedereen profiteert van een zakke dollar', zei Nobelprijswinnaar economie Ed-