

99 VBA Journaals, een hausse en twee bubbels verder

'Na jaren van lusteloosheid kwam de Amsterdamse aandelenbeurs in september 1982 weer krachtig tot leven. Daaraan lag meer ten grondslag dan alleen de hausse in Wall Street. Dit artikel gaat in op de onderliggende factoren die voor de koersstijgingen op de Nederlandse aandelenmarkt zorgdragen.' Met deze woorden opende mijn eerste bijdrage aan het VBA Journaal van begin 1985¹, een samenvatting van de afstudeerscriptie voor het diploma VBA/NIBE-Beleggingsanalist, zoals dat toen nog heette.

99 Edities van het VBA Journaal verder en 25 jaar beleggingsanalyse rijker is het aardig te bezien welke drijfveren van het eerste uur nog steeds gelden. Heeft die kwart eeuw werkelijk nieuwe inzichten opgeleverd voor beleggers of gelden de fundamentele krachten van weleer nog steeds?

1982

'Medio 1982 leek de wereld af te stevenen op een depressie: de geïndustrialiseerde landen zagen zich

geconfronteerd met een combinatie van een inkrimpende economie, gepaard gaand met een explosief toenemende werkloosheid en grote verliezen bij het bedrijfsleven.

Nadat de Amerikaanse monetaire autoriteiten in juli 1982 hun tot dan toe gevoerde inflatiedrukkende, restrictieve beleid versoepelden, kon de rente mondiaal snel dalen. Dit schraagde het vertrouwen bij het bedrijfsleven en de consument in de VS dusdanig dat de dreigende depressie omsloeg in een spectaculair econo-

Philip Menco

Algemeen
Directeur
De Eendragt
Pensioen N.V.



misch herstel. De expansieve budgettaire politiek van de regering Reagan zorgde voor verdere impulsen.' Al betrof het hier een andere schaal, feitelijk verloopt het patroon van monetaire en budgettaire stimulanzen voor main street en Wall Street niet anders in de huidige crisis als tijdens het voorgaande grote conjunctuurdal.

In Nederland volgden in 1982 en '83 belastingverlagingen (de vennootschapsbelasting ging van 48 naar 43%, jawel). Loonmatiging (het akkoord van Wassenaar) zorgde voor een verlaging van de kosten per eenheid product. En last but not least kreeg het bedrijfsleven door stijgende winsten en een forse daling van de rente meer ruimte om investeringen te financieren. Tot die tijd zat de kapitaalmarkt feitelijk op slot door extreem hoge leenkosten (12 tot 15%) en een lage aandelenmarktwaardering – een koers-winstverhouding van 4,8 en een dividendrendement van gemiddeld 9,8%. Dat waren nog eens tijden! Niet voor niets – of eigenlijk wel – trok het faculteitsblad van de economische faculteit van de Universiteit van Amsterdam op 1 april 1980 tevergeefs een volle collegezaal met een geslaagde grap. De reeds 15 jaar in functie zijnde hoogleraar financiering zou volgens de aankondiging die dag alsnog een omissie goedmaken door zijn oratie te houden onder de titel: Het gebrek aan eigen vermogen.

Andere redenen voor de hausse op Beursplein 5 vormden *'de betrouwbare gulden'* en *'de opkomende behoefte aan een internationaal gediversifieerde beleggingsportefeuille'*. De combinatie van deze trends en de lage waardering van Nederlandse aandelen zorgde voor toenemende buitenlandse institutionele belangstelling. *'Ook binnenlandse marktpartijen breidden hun aandelenbelang, onder druk van de veranderde opvattingen over risicodragend vermogen, verder uit. Particulieren gedroegen zich veelal impulsiever, wat leidde tot heftige koersschommelingen, zoals in januari/februari 1984. Vanuit de steeds professioneler werkende optiebeurs ging eveneens een sterk wisselende invloed uit op de koersvorming.'*

27 jaar later

Aandelenmarkten hebben feitelijk alle voorbije jaren de zelfde drijfveren gekend: groei van de bedrijfs-winsten, dalende rente, toenemende vraag door beleggers, de stuwende werking van derivaten en, zeer dominant, beschikbare liquiditeit. Reeds begin 1985 luidde de conclusie dat de hausse in Amsterdam vanaf eind 1982 vooral werd gedreven door een

stijging van de koers-winstverhouding en veel minder door de toename van de bedrijfswinsten zelf. Multiple expansie hangt nauw samen met verwachtingen ten aanzien van de toekomstige groei, maar nog veel meer met beschikbare middelen. Een lage of sterk dalende rente in combinatie met een soepel monetair beleid heeft de afgelopen bijna drie decennia steeds als aanjager van de beursrally's gefungeerd, of het nu gaat om 1982, 1995, 2003 of 2009. Zonder die brandstof kunnen aandelenkoersen niet oplopen, ook niet als de winstontwikkeling daartoe de ruimte biedt.

Dit beeld komt steeds terug. Toen de Fed de krediet-teugels in 1987 en 1989 aanhaalde, ging het mis. Dat gold ook voor 1994 en 2000. Bij de laatste stijging, tussen 2004 en juni 2007 wisten de financiële markten zich lang aan de wurgende invloed van het geleidelijk verkrappende monetaire beleid te ontploeren doordat de monetaire autoriteiten onvoldoende remden en inmiddels andere bronnen van gratis geld waren aangeboord. Dankzij de opkomst van de securitisatie leek de invloed van de centrale banken afgenomen, totdat de muziek plotseling stopte en er alleen wat krukken bleken te staan.

Met als voorbode de dotcom bubbel van de jaren negentig kenmerkte de hausse vanaf 2004 zich door verschijnselen die typerend zijn voor de laatste fase van de hoogconjunctuur, de desastreuze stuip-trekking voor het definitieve inzetten van de onvermijdelijk neergang. *Devil take the Hindmost, a History of Financial Speculation*² geeft een prachtig overzicht van dit soort zeepbellen door de eeuwen heen. Op basis van dit boek en soortgelijke geschriften kwam ik in de september 2000 editie van het VBA Journaal tot de volgende conclusies. *'Speculatie gaat gepaard met hebzucht, bedrog, politieke intriges, omkoperij, massahysterie, naïviteit en ontredning, maar ook met baanbrekende technologische en financiële innovaties, schrandere rijkdom en uitbundige vrolijkheid. Zo vindt iedere golf zijn oorsprong in een maatschappelijke omgeving van optimisme en nieuwe voorspoed welke veelal samenhangt met technologische vernieuwing. Ook vindt een verbetering van de informatiestroom plaats door het beschikbaar komen van nieuwe transport- of communicatiemiddelen. Als uitvloeisel van de welvaart komt ondernemend en beleggend geld beschikbaar. Vooral kort nadat een land (weer) een vooraanstaande positie op economisch gebied heeft verworven, treden specula-*

tieve tendensen op. Veelal gaan deze gepaard met financiële innovaties die slechts door enkele mensen volledig worden begrepen. Ondoorzichtigheid en verwarring maken de werkelijke mogelijkheden of bedoelingen van deze nieuwe beleggingsvormen ondoorgroendelijk voor de rest van de wereld. Andere laten zich meetrekken door het ogenschijnlijk gemak waarmee het geld te verdienen valt, zelfs als men niet begrijpt hoe en waarom. De gretige massa volgt in het laatste rijtuig en blijkt telkens bereid een onrealistische prijs te betalen, daartoe opgezweept door massahysterie en slimme marketing. Speculatiegolven gaan gepaard met belangenverstrengelingen van direct betrokkenen en politici die waarde vrije beslissingen in de weg staan en misstanden of bedrog langdurig in stand houden.'

Dat was de analyse in 2000.

En verder

In de afgelopen 25 jaar heb ik als beleggingsstrateeg en auteur van het VBA Journaal geregeld aandacht gevraagd voor twee interessante fenomenen: de lange golftheorie van Nikolai Kondratieff en de verbluffende overeenkomst tussen de Verenigde Staten en Japan 11 jaar eerder. Zonder deze tot heilige graal te willen verheffen, fungeert de lange cyclus als een buitengewoon werkbare kapstok in de ongewisse economische en beleggingswereld. De Nikkei 225 als voorlopende indicator voor de Standard & Poor 500 heeft meer voorspelkracht dan alle veelverdienende goeroes van Wall Street bij elkaar. Sinds 1982 hebben zich maar twee perioden voorgedaan waarin de Amerikaanse aandelenmarkt tijdelijk uit de pas liep met haar voorbeeld spiegelde: juni 2005 tot april 2006 en het vroegtijdig begin van de recente beursrally, beide met dank aan de Fed.



Sinds 2000 vertoont de westerse wereld geleidelijk steeds meer kenmerken van de recessiefase in de Kondratieff cyclus en sinds eind 2007 lijkt de depressiefase aangebroken. Indien de geschiedenis zich herhaalt, valt ergens tussen 2016 en 2020 een nieuwe bodem te verwachten voor zowel de conjunctuur als de aandelenmarkten. Tegen die tijd moeten nieuwe technologische ontwikkelingen het pad naar de volgende voorspoedfase effenen. Wat zou die impuls kunnen geven? Gezien de relatief korte periode tot de volgende herstelfase moet de basis voor die innovatieve techniek al bestaan. In het verleden gooiden bio- en nanotechnologie hoge ogen. Toch lijkt een andere ontwikkeling waarschijnlijker als bron van nieuwe welvaart, die van onuitputtelijke energie. De daarmee te besparen kosten, of beter gezegd herverdeling van rijkdom, de potentiële welvaartsimpulsen voor de private sector en de overheid, de gevolgen voor het milieu, de politieke consequenties en de mogelijkheden voor nieuwe vormen van transport zijn gigantisch en in staat om de wereld drastisch en blijvend te veranderen. Zo'n technologie past bij uitstek in de principes van de Kondratieff cyclus.

De recente beursrally ten spijt liggen voorlopig helaas nog jaren van neergang in het verschiet. De economie moet eerst gesaneerd worden van zijn excessen uit de euforische jaren voordat deze weer voldoende potentieel heeft voor een structureel herstel. Voorlopig zetten private en collectieve schulden nog een zware domper op de groei. Aandelenmarkten hoeven niet noodzakelijkerwijs opnieuw in een vrije val te komen als die van september 2008 tot maart 2009. Wel lijkt de kans groot op een langdurige periode van hoge volatiliteit en lage rendementen.

In dat totaalbeeld past ook de verbluffende overeenkomst tussen de Standard & Poor 500 en de Nikkei 225 met een vertraging van 11 jaar.

Rond de 150^e editie van het VBA Journaal weten we het zeker.



Noten

- 1 Menco P.D.H. februari 1985, Onderliggende oorzaken van de hausse op Beursplein 5, VBA Journaal jaargang 1 nr. 2.
- 2 Chancellor E., 1999, Devil take the Hindmost, a History of Financial Speculation, Farrar, Straus and Giroux.