

De killer-clowns van de aandelenbeurs

Bull-market

Analisten voorspellen een voorspoedig beursjaar in het gehele Westen. Maar is dat nou een blijk van optimisme of een teken van wanhoop?

Door onze redacteur
Maarten Schinkel

AMSTERDAM. Het zal misschien niet zo opvallen, maar we zitten in een *bull market*. Niet overall, niet in alle activa. Maar toch: in de Verenigde Staten zijn de effectenbeurzen bezig aan de op vier na grootste reeks ooit (sinds 1896) van bestendige koersstijgingen op de effectenbeurs. In Europa is dat nauwelijks het geval. Maar op de minder zichtbare obligatiemarkt - veel belangrijker dan de aandelenmarkt - is de *bull market* ook hier een feit. Gisteren daalde de effectieve rente op de tienjaars staatsobligatie in Nederland tot 0,915 procent. Dat is, op een korte dip vorige maand na, de laagste rentestand ooit. Maar als je zegt: de prijs van een tienjaars staatsobligatie is de hoogste ooit, dan onderstreept dat beter dat er ook een *bull market* is voor staatsobligaties. En voor normale bedrijfsobligaties. En voor heel wankelbedrijfsobligaties, trouwens.

Het vreemde van *bull markets* is dat iedereen meteen weet wat er mee wordt bedoeld, maar er geen vaste definitie van bestaat. Al over de oorsprong van het woord is geen overeenstemming. Een stier? Kan, maar het is slechts één van de vele verklaringen. Laat hier gezegd zijn dat het Franse woord 'bulle' de betekenis heeft van 'zeepbel'.

Er is ook geen echte definitie van een *bull market*. Een periode van bestendige koersstijgingen? Ja, maar hoe groot mogen de tussentijdse dips zijn om de reeks niet te verstoren? Tussen de 15 en 20 procent, klinkt het meestal. Dat is nogal een losse definitie.

Het weerhoudt de meeste aandelenanalisten er op dit moment niet van ook voor volgend jaar een voortgaande stijging van aandelen te voorzien. Op basis waarvan is onduidelijk. Het kenmerk van de toegepaste economie op de financiële markten is dat oorzaak en gevolg er wel eens door elkaar lopen. Is er een rigoureuze economische analyse die een voorspelling tot uitkomst heeft, of is er een idee over - of belang bij - een uitkomst waar vervolgens de economische onderbouwing bij wordt gezocht? De economische wetenschap is tegelijk exact en normatief, bedient zich van analyse én van retoriek.

Lastig voor de belegger. Enige achterdocht is dan ook op zijn plaats. Niet jegens de kwaliteit van de economen en analisten in kwestie, maar jegens de manier waarop zij worden ingezet. Han de Jong, de chief economist van ABN Amro, schreef het, op 21 februari 2008 al in een brief aan *Financial Times*: „Ik ben hoogstwaarschijnlijk bevooroordeeld, maar concludeer met treurnis dat de rol van serieuze economen in financiële instellingen vandaag de dag zeer beperkt is. *We are little more than clowns, whose purpose in life is to entertain clients.*”

Want wat moeten we werkelijk denken van de *bull market* van vandaag? Dat hangt af van het beeld dat we van deze crisis en haar onderliggende oorzaken hebben. En dus ook van de aard van het economisch herstel, waar de aandelenkoersen kennelijk op vooruit lopen.

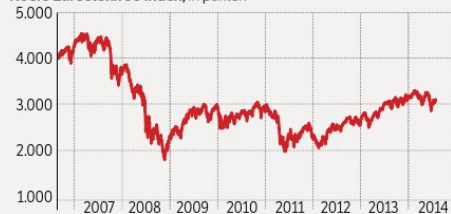
Wat vinden de academisch economen daar van? Verlichtend is in dit opzicht de oude theorie die de Amerikaanse econoom Larry Summers vorig jaar tijdens een speech bij het Internationaal Monetair Fonds (IMF) uit de vergetelheid rukte: *secular stagnation*, een begrip dat de econoom Alvin Hansen in 1938 de wereld in hielp, toen de economie maar niet los leek te komen uit de Grote Depressie. De vertaling in het Nederlands (seculiere stagnatie) zou overigens impliceren dat het hier om een niet-religieuze vorm van eco-

De langste 'bull' was in 1921

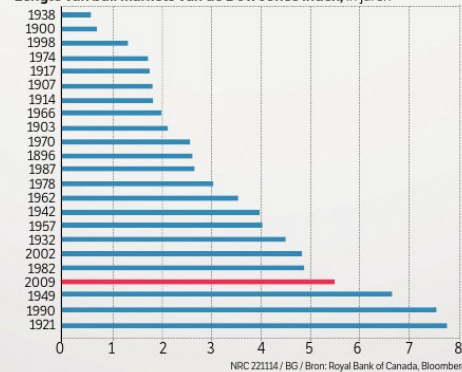
Koers Dow Jonesindex, in punten



Koers Eurostoxx 50 index, in punten



Lengte van bull markets van de Dow Jones index, in jaren



nomische stilstand zou gaan. Beter is dan ook te spreken van 'structurele stagnatie'.

Over de theorie is inmiddels een uitstekende bundel verschenen onder redactie van Coen Teulings, oud-directeur van het Centraal Planbureau en nu verbonden aan de universiteit van Cambridge (en columnist van deze krant). *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, te downloaden bij www.voxeu.org, bevat analyses van voor- en tegenstanders van de theorie.

Wie geen weekende stuk heeft te slaan kan ook volstaan met de inleiding die Teulings met mede-samensteller Richard Baldwin schreef.

Maar de bijdrage die zeker ook moet worden gelezen is die van Summers zelf. Al was het maar omdat hij afziet van de formules die stervelingen verhinderen door te dringen in het gedachtegoed van de economie - als het potjeslatijn in de katholieke kerk.

Summers betoegt dat de rentevoet die nodig is om volledige werkgelegenheid te bereiken al decennialang daalt. De rentevoet moet nu in de praktijk zó laag worden, dat hij financiële instabiliteit in de hand werkt.

Dat is, los van Summers, te zien. Telkens werd de afgelopen twee decennia geprobeerd de werkgelegenheid en economische groei op peil te houden door de rentevoet verder omlaag te brengen.

De Azië-crisis van 1997-1998 werd opgevangen door een renteverlaging die bijdroeg aan de dotcom-zeepbel. Het knappen daarvan in 2000-2001 werd opgevangen met renteverlagingen. En die droegen weer bij aan de speculatie- en kredietgolf die uitmondde in de reuzencrisis van 2007-2008. En wat is nu de oplossing geweest? Renteverlagingen en agressief monetair beleid.

En zo kom je dan weer terug bij de *bull market* van vandaag. Zijn de clowns grappig en onschuldig? Of moeten we toch eerder denken aan de recente incidenten in Frankrijk?

ER ZO VAAK EEN EINDEJAARSRALLY OP DE BEURS?