

## Beleggen: de weg omhoog of eerst nog even niet?

Ook het derde kwartaal van 2009 zit erop – en wat een bijzonder jaar is 't! De eerste twee kwartalen bezorgden ons de historisch zeer bijzondere krimpcijfers van  $-4,5\%$  respectievelijk  $-5,4\%$ . Het derde kwartaal en het net begonnen vierde kwartaal zullen iets minder slecht zijn, maar de verwachtingen van verschillende bedrijven, bedrijfstakken en economische instituten duiden op een totale economische krimp van pakweg  $-4,5 - -5\%$  in 2009. Zelfs in de Grote Depressie van de jaren '30 van de vorige eeuw werd Nederland niet geconfronteerd met zulke sterke krimpcijfers. OK, als we over de Grote Depressie spreken, bedoelen we zo'n beetje dat hele decennium, en bijna niemand verwacht dat ons dat nu zal overkomen. Daarom spreken we nu met gevoel voor drama en hoop – of wishful thinking? – over de Grote Recessie. Amerika en China zullen ons uit de economische put halen, niemand maakt de fouten van toen, binnenkort zal alles goed komen.

De Q2-cijfers van beursgenoteerde bedrijven vielen, dankzij grote inspanningen gericht op kostenbezuinigingen, enorm mee. De vrije val van de verschillende vertrouwensindicatoren stopte en de meeste indicatoren staan inmiddels veel minder negatief. De werkloosheid ligt nog steeds op een bijzonder laag niveau (5%). De afgelopen 5-6 maanden repten de media steeds vaker over 'green shoots'. De angst voor een herhaling van de jaren '30 verdween. Van maart tot en met september zijn de koersen op de aandelenbeurzen wereldwijd met minimaal 50% gestegen – óók een historisch bijzondere gebeurtenis.



Koersontwikkeling op dagbasis

Koersontwikkeling op weekbasis

(Bron: [www.beleggersbelangen.nl/interactieve-grafieken](http://www.beleggersbelangen.nl/interactieve-grafieken))

De eerste dagen van oktober laten nu lagere koersen zien, hoewel de verwachting technisch niet helemaal gerechtvaardigd is dat die daling in oktober zal doorzetten. De vraag is nu: wat gaan de (Westerse) aandelenbeurzen na oktober en in 2010 doen?

Volgens velen zullen de beurzen blijven stijgen – begin maart van dit jaar hebben we het dieptepunt gehad. De belangrijkste technische redeneringen zijn: in het eerste halfjaar van 2009 hebben we een prachtig bodemproces zien plaatsvinden, resulterend in een schitterende omgekeerde hoofd-schouder formatie; ten tweede beweegt de MA200-lijn weer naar boven (zie de linker grafiek, hieronder).

Maar omdat het gevaarlijk is om te doen alsof de toekomst met zekerheid is te voorspellen, hier een andere gedachte, om te beginnen gebaseerd op de ontwikkeling van de MA100-lijn (zie de rechter grafiek, hieronder).



(Bron: [www.beleggersbelangen.nl/interactieve-grafieken](http://www.beleggersbelangen.nl/interactieve-grafieken))

Wat opvalt, is dat in de vorige periode van daling-stijging (van eind 2000 tot eind 2007) er ongeveer halverwege de dalingsperiode, eind 2001-begin 2002, een korte periode was waar de AEX krachtig opwaarts door zijn MA200 brak, om er daarna weer onder te duiken. Pas eind 2003 begon het MA200 – nog wat onzeker - te stijgen en bleek dat de bodem begin 2003 was gezet. Kijken we naar de rechter grafiek, met de MA100-lijn, dan valt op dat die korte periode van eind 2001-begin 2002 werd gekenmerkt door een stijging van de MA100-lijn. Maar die stijging stakte na ongeveer een half jaar en werd gevolgd door een relatief sterke daling van nog ongeveer een jaar. De totale periode waarin de AEX daalde, duurde zo ongeveer 2,5 jaar.

Ik poneer nu dus het alternatieve scenario dat de huidige opleving van de AEX niet de definitieve opleving is, maar een interim-opleving zoals die gedurende eind 2001-begin 2002. Dat is een min of meer technische stelling.

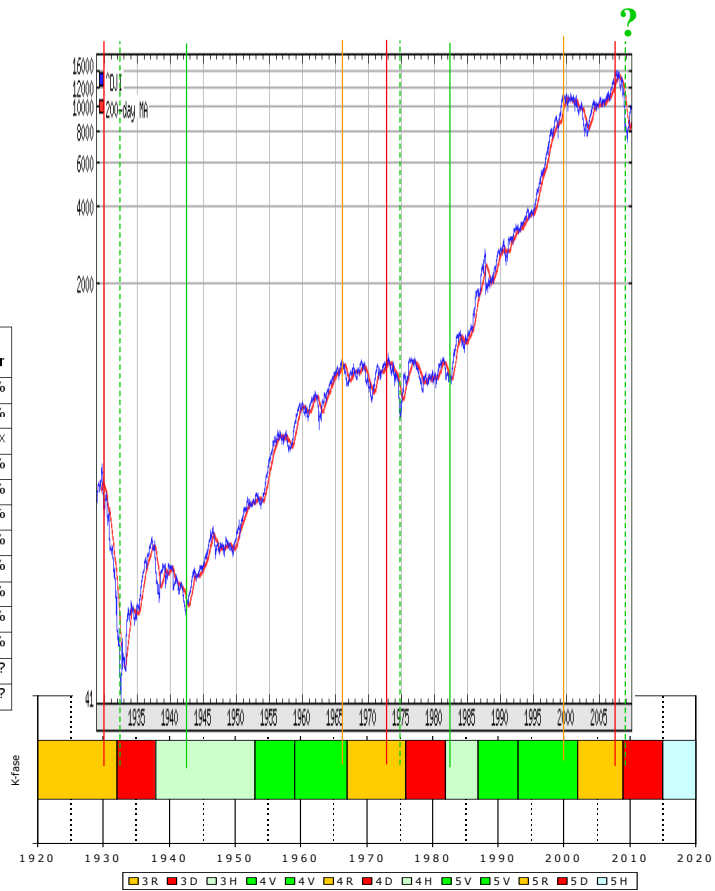
Ook fundamenteel is dat wel te beredeneren. Ondanks alle berichtgeving van de afgelopen 6-7 maanden over 'green shoots' en het verdwijnen van de angst voor een herhaling van de Grote Depressie, is de gedachte van een nieuwe depressie een overpeinzing waard. De werkloosheid is inmiddels met een kwart gestegen ten opzichte van een jaar geleden en zal volgens het CPB en DNB de komende 1-2 jaren met nog eens 50 tot 100% stijgen. Het tekort van de Nederlandse overheid is geëxplodeerd en zal nog verder groeien. De bestedingen van consumenten en bedrijven zullen blijven dalen. En forse polderruzies zijn in de maak: over de AOW, over CAO-stijgingen en ergens de komende jaren natuurlijk ook over de ambtenarensalarissen en de uitkeringsniveaus. Het doet mij allemaal heel erg denken aan twee begrippen die op mij als jongen op de lagere school – dat heette toen nog zo – een enorme indruk maakten: Bestek '81 van Van Agt en het heftige gedoe daaromheen en de Sex Pistols. Die roemruchte punkband veroorzaakte rond die tijd grote opschudding, met name met hun nummer 'No Future (God Save the Queen)'. Die periode, eind jaren '70 van de vorige eeuw, lijkt economisch gezien sterk op de periode die nu voor ons ligt. In termen van de lange economische golf (de Kondratieff golf) was die periode, van 1976-1982, de depressiefase. Net als de periode 1932-1937. 2010 markeert het begin van de volgende depressiefase. Na de depressiefase volgt de herstelfase, die destijds duurde van 1983 tot en met 1987. Daarna begon een nieuwe voorspoedfase, die technologisch gezien werd gedreven door de huidige, vijfde innovatiegolf – die van de digitalisering en mobiele technologie. Deze golf loopt economisch gezien dus op z'n einde en technologisch gezien sluimert de zesde golf – die van, mogelijk, duurzame materialen, duurzame energie, nanotechnologie, contextualisering van technologie, you name it - en is het wachten op het tipping point. Redenerend vanuit de Kondratieff- en de creative destruction-benadering hebben we dan de komende jaren een economische groei die gemiddeld lager ligt dan we van de afgelopen 25 jaar gewend zijn, rond 2015 nog een zware economische inzinking – minstens à la 2009 –, dan een aantal jaren met weer wat hogere economische groei en dan – rond 2020 – beginnen we aan de zesde lange golf. Dan hebben we onze schuldenlast opgeruimd, onze nu nog te beginnen maatschappelijk-politieke ruzies bijgelegd en is behoorlijk duidelijk welke nieuwe technologie(ën) levensvatbaar zijn en het aanzien van de wereld zullen veranderen.



De enorme, historische krimp cijfers van de afgelopen 12 maanden, de lengte van de vorige aandelenbeurzenval en de bovenstaande politieke en economische vooruitzichten in ogenschouw nemend, is het veel te vroeg voor een structurele opvering van de (Westerse) aandelenbeurzen.

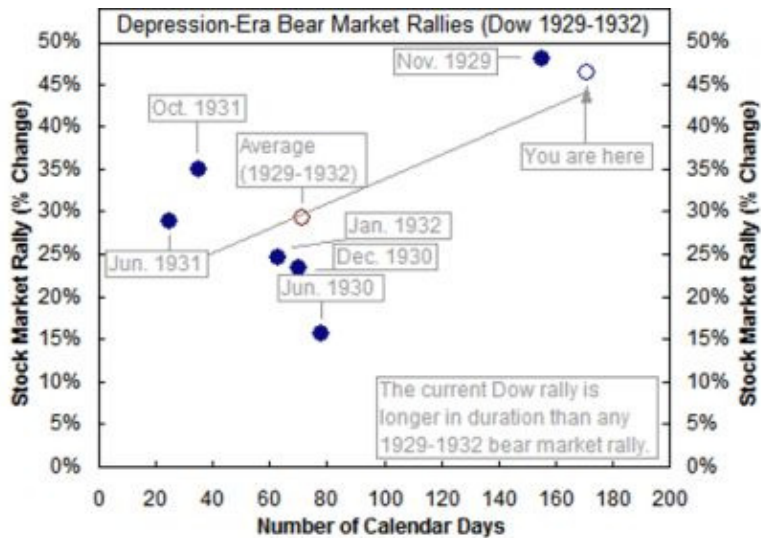
Kijk eens even naar de samenhang tussen de ontwikkeling van de Dow Jones Index en de Kondratieff-fasen!

Cyclus	Fase	Jaren	Gemiddelde groei per jaar
3 <sup>e</sup> Kondratieff	Recessie	1920-1931	± 3%
	Depressie	1932-1937	1,3%
	Herstel	1938-1952	x
4 <sup>e</sup> Kondratieff	Voorspoed	1953-1958	4,8%
	Voorspoed	1959-1966	5,1%
	Recessie	1967-1975	4,6%
	Depressie	1976-1982	1,6%
	Herstel	1983-1987	2,5%
	5 <sup>e</sup> Kondratieff	Voorspoed	1988-1993
	Voorspoed	1994-2002	3,1%
	Recessie	2003-2009	± 1,3%
	Depressie	2010-2015?	< 1¼%?
	Herstel	2016-2020?	1½-2%?



In termen van de bovenstaande grafiek, zijn we net de verticale groene stippellijn (2009) gepaseerd. Kijk naar die lijnen van 1932 en 1975, combineer met de Kondratieff-fasen (de horizontale gekleurde balk) en schrijf je scenario.

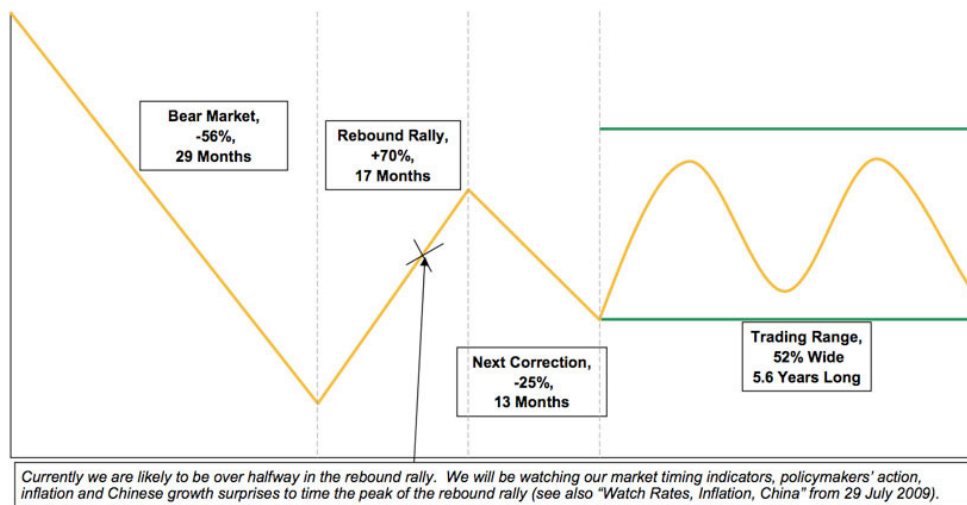
Overigens waren er in de periode 1929 – 1932 ook stevige bearmarket rallies. Die duurden in de meeste gevallen geen half jaar en leverden ook meestal geen +50% op, maar toch – in tijden van economische orkanen zijn er op de beurs kortstondig hele mooie dingen mogelijk. Harry Geels schrijft in zijn column [September blues](#) op [www.dft.nl](http://www.dft.nl) van 2 september j.l.: "Zo'n krachtige stijging komt, zoals gezegd, zelden voor. De website Chartoftheday heeft dit mooi in kaart gebracht. Zij hebben de huidige rally vergeleken met alle rallies die plaatsvonden in of aan het eind van de Grote Depressie van de jaren dertig. De jaren dertig worden door verschillende analisten als vergelijkingsmateriaal gebruikt voor de huidige economische tijd. De huidige rally duurt nu al langer dan ieder van de bearmarkt rallies van toen. Wat betreft stijgingspotentieel hebben we ook al bijna het maximum te pakken. Alleen het herstel dat direct plaatsvond na de crash van 1929 kwam iets hoger uit."



Maar ja, die eerste jaren van de jaren '30 werden gekenmerkt door veel verkeerd overheidsingrijpen, waarvan inmiddels het nodige is geleerd, dus zoveel bearmarkt rallies zullen we dit keer niet gaan zien.

Gelukkig is er ook nog het onderzoek van Morgan Stanley, dat constateert dat na 'de gemiddelde' beurscrash na een financiële crisis een stevig rebound rally plaatsvindt, die weer wordt gevolgd door een correctie van zo'n 25% gedurende een periode van 13 maanden. Na die dip volgt een periode van ruim 5,5 jaar met veel volatiliteit.

**The Four Stages of the Typical Secular Bear Market and Its Aftermath**



Note: Chart represents the typical secular bear market based on our sample of 19 such bear markets as shown on slide 5. Source: Morgan Stanley Research.

**Mijn scenario**

Alle cijfers in ogenschouw nemend, formuleer ik het volgende alternatieve scenario. De AEX kan nog stijgen, tot ongeveer 330-340 punten. Al in Q4 2009 en anders in Q1 2010 (eventueel nog Q2 2010) daalt de AEX met zeker 25% tot 245-255 punten of zelfs met zo'n 35% tot in de zone van 210-220 punten. Daarna kan er in 2010 weer een krachtig herstel optreden, dat dán technisch én fundamenteel 'terecht' is. Dan zullen een paar roerige jaren volgen, zonder nieuwe all time highs, tot voorafgaand aan het volgende jaar van stevige economische krimp (vermoedelijk 2015) de aandelenkoersen wederom sterk zullen dalen. Daarna zal de economische herstelfase intreden, met hele fraaie mogelijkheden voor de AEX.