



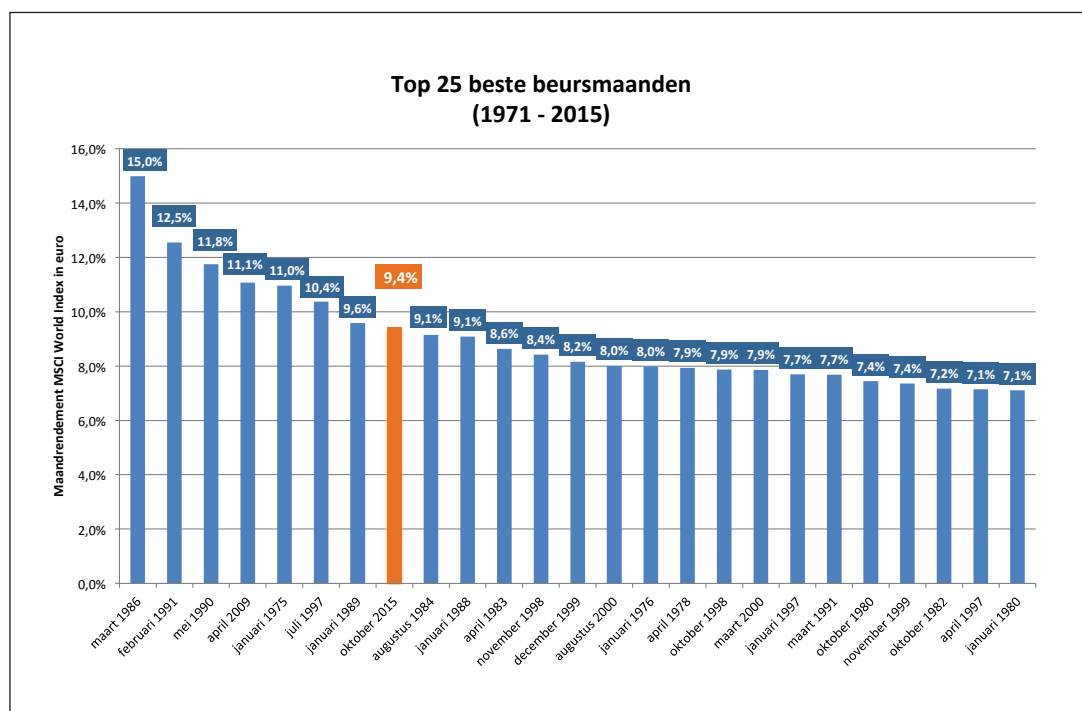
Amsterdam, november 2015

Oktober was één van de beste maanden uit de recente beursgeschiedenis. De beursverliezen van augustus en september werden zo in één maand nagenoeg weer weggewerkt. Goed nieuws dus! Toch levert de koerssprong van afgelopen maand ons ook de nodige hoofdbrekens op. In de inleiding van deze Strategiebrieven zullen we stilstaan bij de voorwaardelijke reflex van Mario Draghi en het gevaar van positieve 'feedback loops'...

De MSCI World Index, een veelgebruikte barometer voor het koersverloop op de wereldwijde aandelenmarkten, steeg afgelopen maand met 9,4% (euro). Voor deze index is inmiddels een tijdreeks van 537 maanden (bijna 45 jaar) beschikbaar. In onderstaande grafiek staan de 25 beste maanden voor deze index weergegeven. Hieruit valt af te lezen dat oktober 2015 de op zeven na beste aandelenmaand ooit was. De koerssprong van afgelopen maand mag dan ook met recht krachtig worden genoemd. Nadere bestudering van de onderstaande grafiek levert overigens nog een interessant inzicht op. De 'bijdrage' van het

huidige millennium aan de top 25 blijft beperkt tot slechts vier maanden, de helft van wat op grond van kansberekening verwacht had mogen worden! Wat dat betreft zijn we de afgelopen 15 jaar dus nog niet bepaald verwend.

De dynamiek van de kapitaalmarkten blijft ons fascineren. Zes weken geleden maakten beleggers zich nog grote zorgen over de economische problemen van China en de stagnerende winstontwikkeling van het Westerse bedrijfsleven. Hoewel het ons onwaarschijnlijk lijkt dat deze problemen sindsdien zijn op-



gelost, zijn beleggers nu ontegenzeggelijk een stuk optimistischer. Tegenvallende bedrijfswinsten en magere Chinese statistieken staan koersstijgingen niet langer in de weg...

Dat beleggers er plots weer 'zin an' hebben kan voor een zeer belangrijk deel op het conto van de ECB worden geschreven. Nog geen acht maanden na de aanvang van het onorthodoxe obligatie-opkoopprogramma preludeerde ECB-president Mario Draghi er tijdens zijn persconferentie op dat het monetaire beleid in december mogelijk nog verder opgerekt zal gaan worden om zo de groei- en inflatieverwachtingen een nieuwe impuls te geven. Het verder verlagen van het reeds negatieve depositotarief en het verhogen van het maandelijkse obligatie-opkoopbedrag werden daarbij nadrukkelijk niet uitgesloten. Beleggers reageerden, net als bij eerdere gelegenheden, enthousiast op de 'all that it takes' retoriek van Draghi.

Hoewel wij de plotselinge uitbraak van euforie onder beleggers wel kunnen waarderen, en tot op zekere hoogte zelfs menen te begrijpen, beginnen wij ons in toenemende mate zorgen te maken over de wisselwerking tussen beleggers en centrale bankiers. Centrale bankiers lijken een niet te bedwingen 'Pavlov-reflex' te hebben ontwikkeld. Hierdoor leidt verslechtering in het beurs sentiment (de voorwaardelijke prikkel) tot het verruimen van het monetaire beleid ('het speeksel') om zo te vermijden dat een langdurige daling van de beurzen het economische herstel ondermijnt.

De quote van Mark Twain die bovenaan deze Strategiebrief prijkt, lijkt ruim honderd jaar na zijn dood het adagium voor centrale bankiers te zijn geworden. Het is een opvatting die op gespannen voet staat met de essentie van het Westerse economische model waarin de marktprijs van geld immers

de efficiënte allocatie van kapitaal en arbeid over de verschillende economische sectoren reguleert. Wanneer geld echter niet langer 'schaars' is, hoeven vragers van geld onderling niet langer te concurreren. Het is als de evolutie zonder 'survival of the fittest'. Een bureaucratische verhoging van het geldaanbod leidt zo tot verstoring van het economisch proces en op termijn mogelijk tot suboptimale uitkomsten. Anders dan Twain stelt, worden problemen soms juist opgelost door geldgebrek!

Los van deze theoretische overweging, zouden beleggers zich zo langzamerhand ook eens achter de oren kunnen gaan krabben. Het patroon waarbij koersbewegingen op de aandelenmarkten reactie van centrale bankiers uitlokt en dit door beleggers vervolgens wordt 'beloond', heeft veel weg van een positieve 'feedback loop'. Sinds de jaren negentig is er in de academische wereld veel onderzoek verricht naar het effect van positieve terugkoppeling binnen complexe systemen. Zowel in de natuurkunde, biologie als economie leiden deze zichzelf versterkende effecten in vrijwel alle gevallen, na een periode van uitbundige groei, uiteindelijk tot instabiliteit en verval. Hoewel wij geen reden zien om op basis hiervan nu een 'crash' te voorspellen, denken wij wel dat het voor centrale bankiers in de praktijk steeds moeilijker zal worden om in voldoende mate aan de verwachtingen van beleggers tegemoet te komen. Op het moment dat Mario Draghi cum suis er niet meer in slagen een dip in het beleggersvertrouwen met nieuwe beleidsimpulsen weg te nemen, worden beleggers weer teruggeworpen op de 'fundamentals'. De trends in de winstontwikkeling en de Chinese economie zijn dan plots weer zeer relevant. Wij blijven de fundamentele ontwikkelingen om die reden dan ook goed in de gaten houden en achten het verstandig om, voor u én onszelf, voorlopig enigszins terughoudend te beleggen.