

Wall of worry

Indien macro-economische cijfers en ontwikkelingen op de financiële markten op de keeper worden beschouwd dan zijn er in ieder geval twee ontwikkelingen die, door de direct betrokkenen, als positief kunnen worden beoordeeld. Stijgende beurskoersen en bonussen voor (Angelsaksische) bankiers. Over het laatste is vooral in pejoratieve zin voldoende gezegd door niet-bankiers en machteloze politici.

De stijging van de beurskoersen is onmiskenbaar en voorlopig niet te verklaren met een krachtig wegsputtende economie. Toch zijn er een aantal zaken die samen een verklaring kunnen leveren voor de waargenomen trend.

Goedkoop geld

Gratis geld zoals dat in de Angelsaksische wereld tegenwoordig wordt verstrekt leidt tot bubbles omdat goedkoop geld altijd op zoek gaat naar hogere rendementen. Die ontstaan vervolgens doordat de prijzen van assets door stijgende vraag worden opgeblazen. Hoe langer de periode van goedkoop geld duurt hoe ernstiger de assetinflatie, en hoe harder de knal later.

"Es gibt keinen Weg, den finalen Kollaps eines Booms durch Kreditexpansion zu vermeiden. Die Frage ist nur ob die Krise früher durch freiwillige Aufgabe der Kreditexpansion oder später zusammen mit einer finalen und totalen Katastrophe des Währungssystems kommen soll."

Ludwig von Mises

Het valt in de huidige situatie niet uit te sluiten dat een deel van het goedkope geld, via banken, zijn weg vindt naar de effectenbeurzen. Omdat de ECB en zeker de FED weinig aanstellen lijken te maken de productie van goedkoop geld te beëindigen mag verwacht worden dat zal worden doorgestaan tot het, ongetwijfeld bittere, einde. Tot die tijd kan de euforie zich blijven ontwikkelen.

Working Group on Financial Markets

De in de VS de door de overheid ten tijde van Ronald Reagan (Executive Order 12631, 1988) ingestelde "Working Group on Financial Markets" draaide het laatste jaar op volle toeren. In de "working group" zitten vertegenwoordigers van de toezichthouder (SEC), de FED, het ministerie van financiën, de grote banken, de beurzen en de CFTC (Commodity Futures Trading Commission). In de volksmond wordt deze club, zeer toepasselijk, aangeduid als het "Plunge Protection Team" (PPT). Doel van de werkgroep is ongewenste koersbewegingen te voorkomen en gewenste koersstijgingen te bevorderen. De werkwijze van het PPT is: beïnvloeding van koersbewegingen via transacties in futures op de index. De bijeenkomsten van het PPT zijn meestal informeel en de besluiten worden niet openbaar gemaakt. Gevaarlijk in de gekozen opzet is de mogelijkheid tot verstengeling van belangen. De grote banken hebben door hun positie in het PPT een informatievoorsprong op andere marktpartijen.

Opvallend was dat vanaf maart beursbrede koersdalingen op de S&P500 steeds nabeurs, vaak op technisch slimme momenten, ongedaan werden gemaakt door longposities in futures op de S&P500. Dat wees volgens sommige analisten en waarnemers op verhoogde activiteit van het PPT.

Beleggers aan de zijlijn worden nerveus

Insiders verkochten het afgelopen jaar hun aandelen, pensioenfondsen trokken geld uit aandelen terug en beleggingsfondsen liepen gedeeltelijk leeg. Veel beleggers hebben zich tot nu toe laten leiden door de echte economische cijfers. Ze kochten vooral staatsobligaties en ze bleven aan de zijlijn op de aandelenbeurzen. Per saldo leidde dat tot geringe handelsvolumes en minder aandelenbeleggers. In een dergelijke situatie is koersmanipulatie door het PPT uiteraard gemakkelijker dan tijdens een periode met veel handel.

Nu blijkt dat de beurzen al enige tijd stijgen stappen steeds meer achterblijvers alsnog in. Beginnende rallies en opwaartse trends worden door dat gedrag versterkt; ze duren daarom zeer vaak langer dan op grond van de economische fundamenteen zou mogen worden verwacht. Het mechanisme kan als de beweging echt momentum krijgt en "greed" het in de geesten van de beleggers wint van "fear", zelfs leiden tot een heuse aandelenhousse.

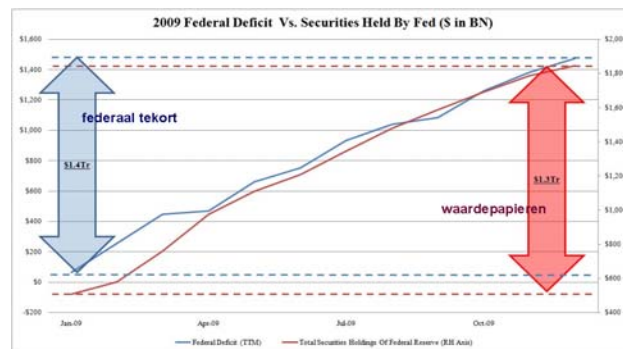
Dat het proces van stijgende koersen tot een einde zal komen is, als de geschiedenis enige voorspellende waarde heeft, te verwachten. Hoe en wanneer is minder gemakkelijk te bepalen. Er doen zich op mondiale schaal een groot aantal ontwikkelingen voor die ieder voor zich en zeker als ze zich simultaan voordoen, het tij snel kunnen doen keren. Hierna worden er drie aangeduid.

De financiering van Japan

Hoewel Japan in tegenstelling tot de VS bijna de gehele staatsschuld bij de eigen burgers heeft geplaatst is de omvang (230% van het BNP) van de schuld gevaarlijk. Zodra de, nu vrij lage, rente op de staatsschulden omhoog gaat zal de schuld in hoog tempo onfinancierbaar worden. Verkoop van monetaire reserves, i.c. treasuries en gilts lijkt in zo'n geval onvermijdelijk. Japan bezit ca 20% van de Amerikaanse staatsschuld. Voor de gezondheid van de Amerikaanse en Britse overheidsfinanciën kan afbouw van Japanse reserves dodelijk worden. Op indirecte wijze kunnen Japanse problemen dus de val van de dollar bewerkstelligen. De demografische structuur van Japan kan dat proces bespoedigen. Stijgende pensioenen en dalende belastinginkomsten zijn, voor de Japanse overheid verontrustende, nevenverschijnselen van de vergrijzing.

De behoefte aan geld van de VS

De tekorten van de VS naderen door hun absolute omvang de grenzen van de financierbaarheid. De Amerikaanse staatsschuld is nu al voor een belangrijk deel in handen van buitenlanders. De vooruitzichten zijn somber. Het zwarte gat van de huizen- en hypotheekmarkt wordt voor de zeer nabije toekomst geschat op \$ 2000 mld tot \$ 4000 mld. Een nieuwe golf "foreclosures" (met alle gevolgen van dien voor banken) wordt medio 2010 verwacht. In hoeverre buitenlanders zullen willen blijven betalen voor Amerikaanse steunmaatregelen is de vraag. De Amerikaanse belastingbetaler kan, bij een werkloosheid van 22%, zeker niet op eigen kracht voldoende geld opbrengen. Duidelijk is geworden dat de FED het afgelopen jaar ruim 90% van het Amerikaanse schuld papier zelf heeft moeten afnemen. Tenzij daarmee een financieel "perpetuum mobile" is gevonden moet gevreesd worden voor de implementatie van een piramidespel van ongekende omvang. Een zwakker wordende Euro en de koppeling van de Yuan aan de dollar zullen Amerikanen de gelegenheid geven dit spel (te) lang te spelen.



Springstof onder de EU

Met name in de Angelsaksische pers wordt regelmatig en gretig aandacht besteed aan de wankelende positie van de euro. Een zwakke euro of een uiteenvallend eurogebied betekenen, voor zolang het duurt, een versterking van de positie van dollar en pond. In hoeverre die angst (of verwachting) gerechtvaardigd is, zal worden bepaald door de houding van sterke eurolanden t.o.v. Griekenland.

Als dat land wordt geholpen dan zal die beloning voor economische losbandigheid een precedentwerking hebben voor Spanje, Portugal, Ierland en Italië. Het is niet uitgesloten dat later ook Frankrijk zich nog in die rij gaat voegen. Dat kan dus onaanvaardbaar duur worden voor landen die wel begrotingsdiscipline betrachten. Weigeren van hulp kan er toe leiden dat de "clubmed" geheel of gedeeltelijk uit de Euro zal stappen. Ook dat is geen wenkend perspectief. Het gevaar van een domino-effect als er één land gaat vallen mag niet worden onderschat. Een wat minder dogmatisch monetair beleid in Frankfurt en een milder behandeling van de nationale begrotingstekorten door Brussel zouden wel eens een compromis kunnen worden waarmee Europa kan c.q. moet leven.

Een misschien niet ongewenst gevolg van "getolereerde begrotingperikelen" van een aantal landen is een zwakker wordende Euro. Voor Europese exporteurs biedt de koppeling van de Yuan aan een duurder wordende dollar dan nieuwe kansen. Voor sommigen is het zelfs "gefundenes Fressen".

De financiële positie van het VK is bepaaldelijk niet rooskleurig. Een verlaging van de "kredietrating" is bij het enorme begrotingstekort, de hoge staatsschuld en het uitblijven van werkelijk economisch herstel niet denkbeeldig. Als die afwaardering plaatsvindt dan is dat, voor de korte termijn, gunstig voor de positie van de dollar. Voor de Engelse economie zal het niet minder dan een ramp zijn.

Kortom: "the stock markets are climbing a wall of worry"