

Beren op de weg

Wall Street is het jaar goed begonnen. 8 januari doorbrak de Dow Jones-index van industriële aandelen de 2.000-puntengrens, wat aanleiding was voor een feestje op de beursvloer. Niet iedereen is echter even blij met de koersstijgingen. In een artikel in *The Atlantic Monthly* heeft John Kenneth Galbraith gewaarschuwd voor een mogelijke beurskrach. Galbraith ziet sterke overeenkomsten tussen de huidige situatie met speculatieve aandelenhandel en de situatie aan het einde van de jaren twintig, die culmineerde in de 'Wall Street crash' van 1929. Er is dus alle reden om in te gaan op de recente ontwikkelingen op de financiële markten.

De stijging van de koersen op de effectenbeurzen is begonnen in augustus 1982. In vier en een half jaar is de Dow Jones-index vervolgens met 150% gestegen. Niet alleen Wall Street ging het voor de wind; op de overige belangrijke effectenbeurzen vonden soortgelijke ontwikkelingen plaats. De reële economische ontwikkeling was in die periode veel bescheidener. Sinds 1982 is weliswaar sprake van economische expansie, maar de groei ligt met een procent of drie ver onder het niveau dat we gewend zijn van vroegere perioden van hoogconjunctuur. De combinatie van sterk stijgende aandelenkoersen en een traag groeiende economie wekt gemakkelijk de indruk dat er op de beurzen sprake is van windhandel. Die indruk is echter niet helemaal terecht.

Bij het beoordelen van koersstijgingen is het belangrijk in de gaten te houden dat beleggers zich met aandelen aanspraken verschaffen op toekomstig inkomen. Zolang de koersen verband houden met de te verwachten opbrengsten is er geen sprake van een zorgwekkende ontwikkeling. De toekomstige opbrengsten zijn in eerste instantie afhankelijk van de positie van het bedrijfsleven. Deze is sinds de jaren zeventig sterk verbeterd. De inflatie is sterk afgenomen, waardoor de onzekerheid voor bedrijven is vermindert. Bovendien is het proces van saneringen en aanpassingen voor een belangrijk gedeelte achter de rug, waardoor de efficiency is verbeterd. De lonen en grondstoffenprijzen zijn laag, mede doordat de economische groei de afgelopen jaren bescheiden is gebleven. De winstgevendheid van het bedrijfsleven is hierdoor sterk verbeterd.

Voorts is de rente sinds 1982 sterk gedaald. Dit is niet alleen van belang omdat het gunstig is voor het rendement op het eigen vermogen van bedrijven, maar ook omdat de waarde van aandelen is gekoppeld aan de contante waarde van de toekomstige opbrengsten. Naarmate de rente lager is, is die contante waarde hoger. De rentedaling is zodoende voor een belangrijk deel de oorzaak van de recente koersstijgingen.

Al met al is er geen reden om aan te nemen dat de aandelenkoersen op het moment overgewaardeerd zijn. Er zijn echter wel tekenen die er op wijzen dat de hausse zijn langste tijd heeft gehad. De

periode waarin de winstgevendheid van het bedrijfsleven zich snel verbeterde is langzamerhand afgesloten. In dit opzicht is een zekere stabilisatie te verwachten. Blijft de vraag hoe de rente zich zal ontwikkelen. Hoewel de nominale rente de laatste jaren sterk is gedaald is de reële rente nog steeds hoog. In 1986 is de reële rente in de meeste landen zelfs gestegen. Dit lijkt in tegenspraak met de sterke groei van de internationale liquiditeitsmassa van de laatste tijd. De oorzaak moet waarschijnlijk worden gezocht in de internationale onevenwichtigheden. De VS kampen met een groot spaartekort als gevolg van het begrotingstekort en het negatieve saldo op de lopende rekening. Hierdoor is de kans op een rentedaling in de VS gering. Ook vanuit Europa, waar sprake is van spaaroverschotten, is geen impuls tot een daling van de rente te verwachten, omdat daar nog steeds de angst bestaat voor een nieuwe opleving van de inflatie.

Toch is er wel wat te zeggen voor de visie van Galbraith. Zo trekt een langdurige 'bull market' natuurlijk speculanten aan die van de koersstijgingen willen profiteren. Deze speculanten kopen geen aandelen met het oog op de lange termijn, maar vanwege het hoge rendement dat als gevolg van koersstijgingen op korte termijn te maken is. Galbraith veronderstelt dat de speculanten de noteringen tot boven hun evenwichtswaarde opdrijven om er vervolgens, als de hausse voorbij is, en masse uit te stappen. Dit zou dan leiden tot paniek en een scherpe daling van de aandelenkoersen.

Een tweede bron van onzekerheid wordt gevormd door het toenemende gebruik van vreemd vermogen in de VS, waarbij gebruik wordt gemaakt van allerlei nieuwe financiële constructies. Een sprekend voorbeeld in dit verband is de 'leveraged buy out', een constructie voor de overname van bedrijven met behulp van – duur – vreemd vermogen, de zogeheten 'junk bonds'. Dit is een uitermate riskante aangelegenheid. Een kleine rentestijging of tegenvallende inkomsten van het overgenomen bedrijf kunnen de hele constructie als een kaartenhuis doen instorten, waarbij de financiers in de val worden meegesleurd.

De opmerkingen van Galbraith snijden hout. De langdurige koersstijgingen en de liberalisering van de financiële markten brengen het gevaar voor al te grote flexibiliteit met zich mee. Het gaat echter te ver hieruit te concluderen dat een krach op Wall Street op komst is. Daarvoor staan de aandelenkoersen nog in een te redelijke verhouding met de kracht van de economie.

M.A. Langman