

De crisis in historisch perspectief

De ineenstorting van de wereldwijde aandelenbeurzen eist momenteel alle aandacht op. In de pers worden doemscenario's geschetst over de implosie van het kapitalisme en parallellen getrokken met de Grote Depressie van de jaren dertig. De vraag is echter hoe ingrijpend de recente opschudding van het financiële bestel nu daadwerkelijk is. De huidige kredietcrisis blijkt vanuit een historisch perspectief minder uitzonderlijk en niet meer dan de zoveelste crisis.

De afgelopen maanden is er veel te doen geweest over de crisismaatregelen van de overheid om de aandelenbeurzen en de economie komend decennium te behoeven voor nieuwe, verdere dieptepunten. Ook wordt er vanuit het bedrijfsleven steeds harder aangedrongen op keynesiaanse beleidsmaatregelen om de kapitaalvernietiging een halt toe te roepen. Alle financiële injecties en garanties van de overheid ten spijt, nog altijd weigeren investeerders risicovolle posities te nemen en houden banken de hand op de knip. Geconstateerd kan worden dat het gebrek aan vertrouwen in de toekomst voor een neergaande spiraal zorgt met een verlamdend effect op de reële economie. Want nog minder vertrouwen in de economie betekent nog minder consumptie, nog minder productie en nog meer werkloosheid. Feit is nu dat de geschiedenis van financiële markten wordt gekenmerkt door telkens terugkerende crises en perioden van herstel. Voor een beter begrip van de huidige crisis is een heroriëntatie vanuit historisch perspectief dan ook wenselijk, waarbij de economische geschiedenis van de afgelopen anderhalve eeuw als leidraad kan dienen. Figuur 1 laat de prijsontwikkeling van de Amerikaanse S&P500 Index zien over de laatste zestig jaar. Wat duidelijk opvalt, is de exponentiële groei in de index vanaf de jaren vijftig. In deze periode werd de groei van de economie vooral gedragen door een toename van de consumentenbestedingen en werden tevens de inkomensverschillen steeds groter (Mecking, 2009). Daarnaast ontstonden er nieuwe productievormen en nieuwe beroepen die tot een groot vertrouwen in de economie leidden, wat zich vooral vertaalde in bloeiende aandelenbeurzen en stijgende huizenprijzen. Veel vrijemarkteconomen zoals Milton Friedman meenden zelfs dat er een periode was aangebroken van nieuwe economische omstandigheden die een structurele, hoge consumptie en economische groei in het vooruitzicht stelden. Een extra stimulans hiervoor vormde het aantreden van premier Margaret Thatcher in 1979 en president Ronald Reagan in

1981; zij gaven de vrije markt alle ruimte, drongen de rol van de overheid terug en zetten de toon voor een golf van privatisering en deregulering, die in vele landen tot in de 21ste eeuw voortduurde. Zoals weergegeven in figuur 1 komt aan de uitbundige consumptie en economische groei in 2000 abrupt een einde doordat de aandelenkoersen op Wall Street fors kelderden.

De nieuwe economie bleek een illusie: aan de opgaande spiraal van toenemende en elkaar versterkende kredietverlening, investeringen en aandelenkoersen kwam abrupt een einde en er werd plaatsgemaakt voor een periode van economische stagnatie. Mede onder invloed van het ruime monetaire beleid van de centrale banken herstelden de beurzen zich vanaf 2003, evenals de economieën. De rentes daalden naar historisch lage niveaus zodat het goedkope krediet massaal zijn uitweg vond in aandelen, obligaties, onroerend goed, grondstoffen en edelmetalen. Vanaf augustus 2007 echter ontstond er een kentering in de nooit eerder vertoonde wereldwijde krediet- en speculatiegolf. Wereldwijd daalden de aandelenbeurzen en grondstoffenprijzen met ruim de helft, krompen de huizenprijzen in de Verenigde Staten met gemiddeld dertig procent, en is menig financiële instelling ofwel failliet, (deels) genationaliseerd, of houdt zich net staande. Geconstateerd kan worden dat voor het eerst sinds de jaren dertig de huidige crisis overgaat in een mondiale recessie gezien de wereldwijde krimp. Wanneer de cijfers uit figuur 1 in beschouwing worden genomen, dan lijkt de recente implosie van de Amerikaanse beurs inderdaad het grootst vanaf de jaren vijftig. In termen van indexpunten is de beursdaling dan ook zonder precedent te noemen. Het probleem met figuur 1 echter is dat het geen rekening houdt met de verandering in de orde van grootte van de index zelf. Een stijging van de S&P500 Index van 100 naar 110 is relatief gezien gelijk aan een stijging van 2000 naar 2200. Met andere woorden: de invloed van de positieve prijsontwikkeling in de laatste vijftig jaar wordt schromelijk overdreven. Het is daarom verstandig wat minder te vertrouwen op het algemene prijsverloop van de index maar de procentuele verandering in de index in beschouwing te nemen die een aanpassing bewerkstelligt voor de exponentiële trend in de index. In figuur 2 wordt dezelfde index vanaf 1850 in logaritmische waarden weergegeven. Opvallend in figuur 2 is de relatief stabiele en constante groei van aandelenkoersen in de afgelopen anderhalve eeuw. Deze positieve ontwikkeling van de beurs is voor een

**BART FRIJNS, WILLEM
VERSCHOOR EN REMCO
ZWINKELS**

Senior lecturer aan de
Auckland University of
Technology, hoogleraar en
universitair docent aan
de Erasmus Universiteit
Rotterdam

substantieel deel te danken aan de sterke groei van banken, beurzen en beleggingsfondsen die de economische groei mogelijk hebben gemaakt. Zonder de uitvinding van het krediet was het vrijwel onmogelijk geweest om een onderneming of industrie van enige omvang op te zetten. Een goed voorbeeld betreft de stoommachine. Levine (1997) redeneert dat de stoommachine decennia eerder is uitgevonden dan dat deze op grote schaal werd geproduceerd. Een belangrijke beperkende factor hierin waren de financieringsmogelijkheden om dergelijke stoommachines te exploiteren.

Dankzij de financiële innovaties op het gebied van kredietverlening en verzekeringen kwam er meer risicokapitaal beschikbaar, dat efficiënt werd ingezet in veelbelovende bedrijven. Dit positieve beeld van een innovatieve sector die de maatschappij helpt door geld uit te lenen en te investeren, wordt geweld aangedaan door telkens terugkerende crises en schandalen. Sinds 1870 zijn er mondiaal maar liefst 148 crises geweest waarbij menig land het bruto binnenlands product met meer dan tien procent zag dalen (Ferguson, 2008). Een aantal van deze crises is in figuur 2 goed herkenbaar, zoals de aandelen crisis in 1873, de Grote Depressie in 1929, de dot.com-crisis in 2000 en de huidige crisis in 2007. Opmerkelijk hierbij is dat de recente implosie van de beurs lang niet zo ingrijpend is als het verloop van de S&P500 Index in figuur 1 doet vermoeden. Wanneer wordt gecorrigeerd voor de exponentiële trend in de index, dan is duidelijk dat de kredietcrisis op de aandelenmarkt vooralsnog beduidend minder extreem is dan de neergang die tijdens de Grote Depressie in 1929 plaats had.

Een andere belangrijke variabele om het risico op de aandelenbeurs weer te geven, is de volatiliteit van aandelenkoersen. In figuur 2 staat de volatiliteit in aandelenkoersen op de rechter as weergegeven. Allereerst kan worden geconstateerd dat het risico van de index sterk correleert met de ontwikkeling van de index zelf. Wanneer de koersen op de aandelenmarkt sterk dalen dan neemt de volatiliteit eveneens sterk toe. Het verloop van de volatiliteit laat verder zien dat er twee perioden kunnen worden onderscheiden met een extreme volatiliteit op de aandelenbeurs (de Amerikaanse burgeroorlog en de Grote Depressie) en diverse perioden met een toenemende onzekerheid, zoals de oliecrisis van 1973 en Zwarte Maandag in 1987.

Aandelenkoersen in historisch perspectief

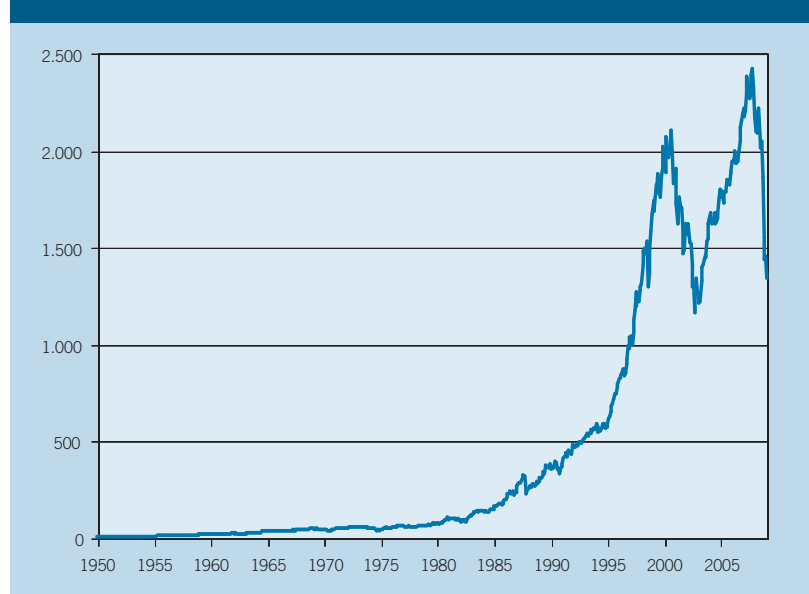
Om een duidelijk beeld te krijgen van de invloed van historische gebeurtenissen op de aandelenbeurs, laat tabel 1 een overzicht zien van de duur, rendementen en volatilitäten in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Nederland. De beschikbare Nederlandse data gaan helaas niet verder terug dan 1950, maar een van de eerste financiële luchtballen betrof de Tulpenmanie in de Nederlandse Gouden Eeuw op de Amsterdamse beurs (Garber, 1989).

SINDS 1916

Tabel 1 illustreert dat de geschiedenis van de financiële markten doorspekt is met catastrofes en hausses, die nooit eeuwigdurend bleken. In de afgelopen anderhalve eeuw daalden wereldwijd de beurskoersen die, gedragen door de zoveelste krediet- en speculatiegolf, keer op keer naar een nieuw hoogtepunt koersten. Met andere woorden: telkens weer worden op de financiële markten mogelijkheden geboden om meer winst te behalen, waarbij de ontstane euforie veelal teniet wordt gedaan door twijfel en angst bij de beleggers die gezamenlijk naar de uitgang stormen. Alleen het tempo en de mate waarin de financiële crises komen en gaan verschilt in de afgelopen anderhalve eeuw. Duidelijk is te zien dat de duur van de huidige kredietcrisis, gemeten als het verschil tussen de top van de aandelenmarkt en het laagst bereikte punt, ongeveer zestien maanden is. Dit in tegenstelling tot een aantal crises uit het verleden die

Figuur 1

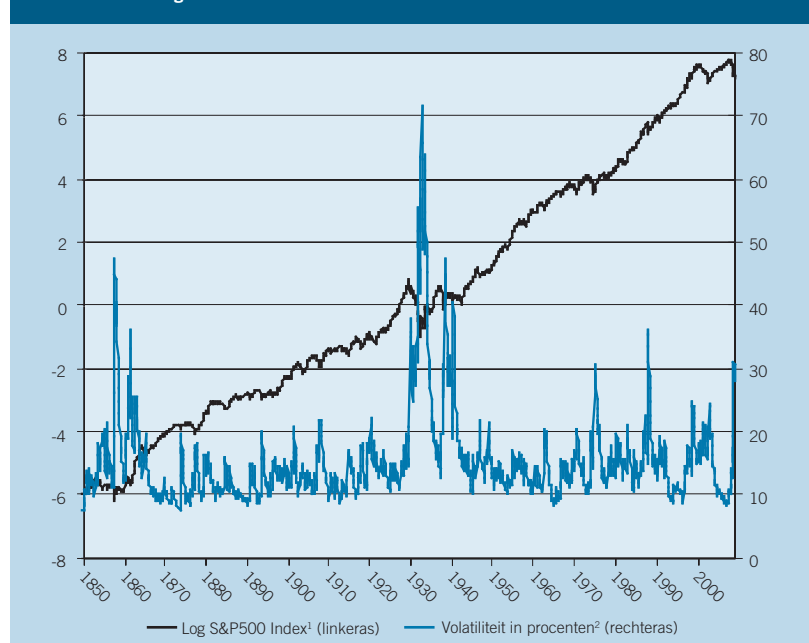
S&P500 Index.



Bron: Global Financial Data

Figuur 2

Log S&P500 Index en volatiliteit.



¹ De S&P500 Index zelf is geïntroduceerd in 1957. De data daarvoor betreffen de S&P90 Index.

² Bepaald met behulp van een GARCH(1,1)-model.

Bron: Global Financial Data

Tabel 1

Rendementen en volatiliteiten in procenten.

| | Duur (mnd) | Rend. (VS) | Vol. | Rend. (VK) | Vol. | Rend. (NL) | Vol. |
|--------------------------------------|---------------|---------------|------|---------------|------|---------------|------|
| Kredietcrisis (2008) | 16+ | -44,7 | 31,1 | -29,8 | 26,1 | -47,9 | 32,9 |
| Dot.com-crisis (2000) | 30 | -44,7 | 24,3 | -41,7 | 23,7 | -57,3 | 32,9 |
| Zwarte Maandag (1987) | 2 | -28,0 | 36,0 | -28,2 | 39,8 | -33,1 | 32,9 |
| Oliecrisis (1973) | 11 | -39,0 | 30,7 | -61,1 | 61,6 | -32,0 | 27,1 |
| Tweede Wereldoorlog (1939) | 31 | -30,2 | 40,6 | -24,9 | 35,6 | - | - |
| Grote Depressie (1929) | 34 | -83,7 | 71,5 | -43,3 | 22,4 | - | - |
| Eerste Wereldoorlog (1914) | 4 | -17,0 | 17,0 | -9,4 | 13,2 | - | - |
| Crisis (1873) | 6 | -17,2 | 19,8 | 3,4 | 6,6 | - | - |
| Amerikaanse Burger- oorlog (1861) | 3 | -19,5 | 36,0 | -2,1 | 5,4 | - | - |

Bron: *Global Financial Data*

doorgaans twee maal zo lang duurden. Zie hiervoor bijvoorbeeld de neergang van de aandelenbeurs tijdens de dot.com-crisis in 2000, de Grote Depressie in 1929 en de Tweede Wereldoorlog. Andere historische gebeurtenissen die werden gekenmerkt door perioden met een sterk neergaande beurs, zoals het begin van de Amerikaanse Burgeroorlog, het begin van de Eerste Wereldoorlog, en meer recentelijk de oliecrisis en Zwarte Maandag waren van minder lange duur. Tabel 1 laat verder zien dat de ontwikkelingen in 2008 en 2000 veel overeenkomsten vertonen. In beide crises kelderden de aandelenkoersen op Wall Street met circa 45 procent, terwijl zij in 1929 een verlies maakten van ruim tachtig procent. Volgens vele economen was er in de jaren twintig van de vorige eeuw een nieuwe gouden tijd (*New Era*) aangebroken van structurele, hoge economische groei die de gangbare conjunctuurgolven, met bijpassende recessie-werkloosheid zou laten verdwijnen (Mecking, 2009). Helaas bleek dat tijdens deze *New Era* de verwachtingen te hooggespannen waren geweest met alle negatieve gevolgen van dien voor de economie. Na de economische opleving van de jaren twintig volgde de Grote Depressie van de jaren dertig toen de economie wereldwijd inzakke, de Amerikaanse dollar en het Engelse pond circa veertig procent in waarde daalden, de rentes wereldwijd omhoog sprongen, de investeringen en bestedingen in elkaar klapten, het protectionisme de kop opstak en in de Verenigde Staten ruim een derde van alle banken failliet ging. Ook de geschiedenis van de financiële markten in de Verenigde Staten en Nederland is doorspekt met zulke episodes, waarbij het verlies op de beurs opliep tot soms zestig procent. Opmerkelijk is dat in het Verenigd Koninkrijk de huidige malaise op de beurs beduidend minder omvangrijk is dat bijvoorbeeld ten tijde van de dot.com-crisis of de oliecrisis van begin jaren zeventig. Ook voor Nederland geldt dat de crisis van begin 2000 voornamelijk een grotere impact op de beurskoersen heeft dan de huidige crisis.

Tot besluit

Wanneer de huidige crisis wordt gezien vanuit een meer historisch perspectief dan blijkt dat de financiële markten lang niet zo perfect werken als vaak wordt aangenomen. Er zit veel irrationaliteit in de wijze waarop de prijzen van financiële activa tot stand komen. Een bekend verschil van de homo sapiens ten opzichte van de volledig rationele homo economicus is de zogenaamde representativiteitsafwijking. Kahnemann en Tversky (1973) laten zien dat menselijke subjecten geneigd zijn overeenkomstigheden aan te nemen tussen zaken die tot dezelfde groep behoren. In termen van financiële crises wordt een grote neergang dus al snel vergeleken met dalingen uit het verleden. De huidige generatie heeft de zeer grote crises zoals ze te zien zijn in figuur 2 niet, of in ieder geval niet bewust, meegemaakt. Het referentiekader is dusdanig dat de huidige crisis inderdaad mythische proporties aanneemt; op de keper beschouwd echter is

dit twijfelachtig en voorbarig. Ook deze invloed van het referentiekader is een bekend fenomeen binnen de economische wetenschap. Zo wordt de sterk anti-inflatoire houding van de Duitse Centrale Bank toegeschreven aan het feit dat het Duitse volk de hyperinflatie van de jaren twintig heeft meegemaakt (Romer en Romer, 1997). Kortom, mensen dienen eerst serieuze catastrofes te hebben ondervonden alvorens de huidige situatie op waarde kan worden geschat. Belangrijk is dus dat kennis van het verleden kan bijdragen aan het herstel van het vertrouwen in de economie. Resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst maar wie het grillige verloop van de geschiedenis van de financiële markten in ogenschouw neemt, zal beseffen dat aan elke neergang (of hausse) onvermijdelijk een einde komt. Financiële crises horen bij het financiële stelsel zoals het tijdelijk falen van de markt hoort bij het vrije marktkapitalisme, waar de meest aangepaste bedrijven overleven en andere afsterven. Een financiële crisis zorgt ervoor dat excessen gesaneerd worden en dat er ruimte ontstaat voor nieuwe bedrijvigheid en innovatie. De onderkenning van deze creatieve destructie (Schumpeter, 1934) tezamen met de bewezen veerkracht van de financiële markten bieden de maatschappij een uitgelezen kans om het negatieve beeld weer in evenwicht te brengen.

LITERATUUR

- Ferguson, N. (2008) *The ascent of money – A financial history of the world*. Londen: Allen Lane.
- Garber, P. (1989) Tulipmania. *The journal of political economy*, 97(3), 535–560.
- Kahneman, D. en A. Tversky (1973) On the psychology of prediction. *Psychological review*, 80(4), 237–251.
- Levine, R. (1997) Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of economic literature*, 35(2), 688–726.
- Mecking, E. (2009) Van recessie naar depressie. *De Volkskrant*, 14 februari 2009.
- Romer, C. en D. Romer (1997) *Reducing inflation: motivation and strategy*. NBER studies in business cycles nr 30. Washinton, D.C.: NBER.
- Schumpeter, J. (1934) *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.