

De krach van 1987

Als achter een beurskrach de diepere bedoeling schuilgaat om bij ons ieder zweempje van overmatig zelfvertrouwen de kop in te drukken, dan moet de krach van 1987 als een groot succes worden beschouwd. Beleggers likken hun wonden, technische analisten moeten weer terug naar de tentafel, strategen vragen zich af in welke aandelen nu belegd moet gaan worden (als er al belegd moet gaan worden), hoogleraren buigen zich vertwijfeld over de efficiëntemarkthypothese en economen piekeren over de vraag of de beurs nu de volgende recessie heeft aangekondigd. Een enkele yuppie is zijn baan kwijt en is nu een puppie ('poor urban professional'). Iedereen is weer terug bij af. Wat op 19 oktober gebeurde was nog nooit eerder gebeurd.

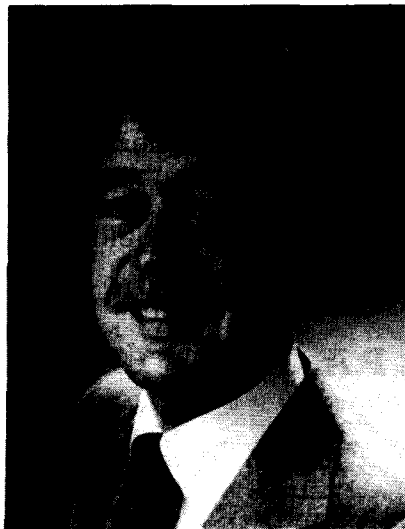
Zoals te verwachten viel, waren er achteraf verklaringen genoeg voor de record-koersval: de twee Amerikaanse tekorten, de gestegen lange rente, angst voor oplopende inflatie, angst voor alsnog een vrije val van de dollar, spanningen in het Midden-Oosten. Deze factoren bestonden echter al geruime tijd en kunnen een beurscorrectie verklaren (die werd ook wel in brede kring verwacht, na de eerdere forse stijging op Wall Street), maar niet een val van 508 punten op één dag.

Er waren zeker wel analisten op Wall Street, die al geruime tijd 'bearish' (pessimistisch over de aandelenmarkt) waren, maar dat was deze keer op zichzelf niet voldoende, vanwege de omvang van de daling, die ver buiten de proporties lag waarin normaal over koerscorrecties wordt gedacht.

Een van de vele lessen van oktober was bovendien weer de cruciale betekenis van *timing* bij het beleggen. John Mendelson, een technisch analyst van Dean Witter met goeroe-status, had al vanaf eind 1986 een ernstige correctie op Wall Street voorspeld. Deze kwam maar niet en kwam maar niet, en de Dow Jones ging van 1900 naar 2700. Uiteindelijk kwam de correctie wel, maar wie vorig jaar al naar Mendelson had geluisterd was minder af dan de belegger die helemaal niet had geluisterd en tot en met de val op zijn stukken was blijven zitten. Voorspellingen met betrekking tot aandelenbeurzen hebben een prijsdimensie en een tijdsdimensie; de laatste is zeker zo belangrijk als de eerste.

Van een aantal 'star performers' (beleggers als Peter Lynch van Fidelity Magellan, het grootste beleggingsfonds ter wereld, George Soros van

J.J. van Duijn



Quantum Fund, en Robert Wilson) is bekend dat zij volbelegd mee omlaag zijn gegaan. Dit zijn beleggers met een superieure performance over langere termijn, die de overtuiging hadden dat de 'bull market of a life-time' nog intact was, ook al zou er op de weg omhoog heus wel eens een correctie plaatsvinden. Wat beleggen tot zo'n machtig interessant en uitdagend vak maakt is dat niemand nog kan zeggen of zij al dan niet gelijk zullen hebben. De recorddaling van 19 oktober lijkt het uiterst onwaarschijnlijk te maken, maar er kunnen nieuwe 'highs' op volgen, mits de wereldeconomie niet voortijdig in een recessie belandt.

De koersval van 19 oktober was uniek omdat zij (althans ten dele) werd veroorzaakt door iets wat bij de vorige correctie (die van januari-augustus 1984) nog niet eens bestond: 'portfolio insurance'. 'Portfolio insurance' is een techniek waarbij beleggers hun aandelen niet verkopen, maar de portefeuille in een beweging naar beneden afdekken door de verkoop van termijncontracten op een index (meestal de Standard & Poor's 500). De verkopen geschieden automatisch in een aantal ronden, wanneer bepaalde procentuele dalingen van de markt bereikt worden. De maand oktober gaf de eerste test van de praktische toepasbaarheid van 'portfolio insurance'. Een van de lessen was dat wanneer iedereen tegelijk de techniek wil toepassen, de koersen naar beneden worden gedreven en de 'insurance' voor de laatsten in de rij niet meer werkt.

De andere kant van 'portfolio insurance' is dat de dekking op nu nog af-

gedekte portefeuilles in een opgaande markt weer ongedaan moet worden gemaakt. Anders profiteren die portefeuilles immers niet van de koersstijging. In principe zal een draai in de markt ook een sterke stijging omhoog kunnen bewerkstelligen, als termijncontracten worden gekocht en deze de prijzen van de onderliggende aandelen omhoog stuwten.

Wie het dezer dagen moeilijk hebben zijn de aanhangers van de efficiëntemarkthypothese. Volgens deze hypothese handelen beleggers strikt rationeel en zit alle bekende informatie al in de prijzen. Praktische beleggers weten echter dat mensen gedreven worden door 'fear and greed', waar het hun handelen op de beurs betreft, maar met dat soort menselijke gevoelens weet de efficiëntemarkthypothese helaas geen raad. Professor William Sharpe, auteur van een bekend leerboek, moest dan ook toegeven: „We're all totally perplexed” (aldus de *Wall Street Journal* van 26 oktober).

Een zeer wezenlijke vraag is natuurlijk of er meer zit achter deze uitbarsting van angst en paniek. Zoals *The Economist* het een tijd geleden eens illustreerde (met de tekening van een man die uit het raam springt en het onderschrift 'Does he know something we don't?'): voorspelt de beurs een recessie? Drs. De Ridder, de directeur van het Centraal Planbureau, stond snel klaar om tegenover het *Financieele Dagblad* (van 21 oktober) te verklaren: „De beurs is altijd een slechte voorspeller van de economie”. Nu is in de VS algemeen bekend, op basis van tachtig jaar ervaring, dat de beurs de beste conjunctuurvoorspeller is (zeker geen onfeilbare, maar wel de beste) en lijkt De Ridder niet de eerst aangewezen om met zo'n uitspraak te komen. De beurs voorspelt conjunctuuromslagen immers heel wat beter dan het Centraal Planbureau (zie b.v. de laatste omslag van 1982 en wat het CPB in september in de *MEV 1983* voorspelde).

Beurscorrecties moeten zeer serieus worden genomen en de krach van 1987 is een ernstig signaal, zeker in de eerste plaats aan regeerders die door hun uitlatingen over en weer bij investeerders en beleggers veel twijfel hebben gezaaid over de voortzetting van het conjunctuurherstel. We kunnen alleen maar hopen dat de oktobercorrectie achteraf een 'blessing in disguise' zal blijken te zijn geweest.

J.J. van Duijn