

Een jaar na de krach

De afgelopen twee weken is de beurskrach van 19 en 20 oktober her-dacht. Een goed moment om de vraag te stellen waarom de recessie die toen allerwegen werd gevreesd, niet gekomen is. Waarom de economische groei niet teruggelopen is, maar juist krachtiger blijkt te zijn dan zelfs vóór oktober 1987 werd verwacht. Was de krach dan toch een vergissing, een eenmalige gebeurtenis in de financiële economie, die geen voorbode was van wat er in de reële economie stond te gebeuren?

De recessie-angst van na 19 oktober was vooral gebaseerd op de gedachte dat een verlies aan vertrouwen bij consumenten en investeerders zou kunnen leiden tot een inzakken van de finale bestedingen. De gedachte dus dat de krach zelf een recessie zou veroorzaken. In mijn eigen analyse, kort na de krach, kwam ik tot de conclusie dat een door de krach zelf veroorzaakte recessie onwaarschijnlijk was. Zo was het in het verleden ook nooit gegaan. Maar natuurlijk viel niet uit te sluiten dat het deze keer anders zou zijn, zeker voor continentaal Europa niet, waar de economieën ook dichter tegen nulgroei aanzaten.

De wereldeconomie zat in oktober 1987 niet tegen een recessie aan. Er was in de VS en in het Verre Oosten sprake van een versnelling van de economische groei, zonder dat er al tekenen waren van oververhitting. Als de krach er op wees dat een recessie nabij was, dan was de aanloop er naar toe wel uiterst ongebruikelijk: geen spanningen aan de aanbodzijde van de economie, dus geen oplopende looninflatie, geen overbezetting, geen vlakke 'yield curve'. Al die klassieke voorboden van een naderende conjunctuuromslag hadden zich in oktober 1987 nog niet gemeld. Toch schreef ik in mijn *ESB*-column van 18 november 1987 dat "de beurs de beste conjunctuurvoorspeller is (zeker niet onfeilbaar, maar wel de beste)", onder andere als reactie op uitspraken van de directeur van het Centraal Planbureau, De Ridder, die had gemeend dat "de beurs altijd een slechte voorspeller van de economie is".

Twaalf maanden later lijkt het alsof de directeur van het CPB helemaal gelijk heeft gehad. Of zal dat toch nog moeten blijken? In ieder geval lijkt de wereldeconomie er beter voor te staan dan sinds 1984 het geval is geweest. In juni wijdde *The Economist* al een 'cover story' aan '1988's economic miracle' en inderdaad, het is haast te mooi om waar te zijn: zes jaar na het einde van de vo-

J.J. van Duijn



rige recessie is er nog steeds een behoorlijke economische groei, in precies het goede tempo. Het gaat niet te hard en het gaat niet te zacht. Net toen deze zomer de Amerikaanse economie in de richting van enige oververhitting leek te gaan (scherp oplopende grondstoffenprijzen, een elke maand dalende werkloosheid, hogere bezettingsgraden), zette een vertraging in, die tot op heden (althans tot de nu bekend gemaakte cijfers) voortduurt. Ook in Japan is de economie in een wat rustiger vaarwater terechtgekomen, wat na de 'boom' van vorig jaar ook wel gewenst was.

Bij instellingen als de OESO, het IMF en ons eigen Planbureau heeft de grote bezorgdheid van afgelopen winter plaatsgemaakt voor een opvallend, nog net niet uitbundig, optimisme. De eerste zin van het *Centraal Economisch Plan 1988* luidde nog: "Na enkele jaren van een relatief voorspoedige economische ontwikkeling kondigt zich, zo lijkt het, zwaarder weer aan voor onze economie". Een andere toonzetting dan in de *Macro Economische Verkenning* van jongstleden september: "Beduidend krachtiger dan aanvankelijk gedacht ontwikkelt zich de buitenlandse conjunctuur". Een belegger wordt bij zulke 'goed-nieuws shows' altijd wat argwanend. Hij gaat uit van de ijzeren wet dat alles wat bekend is al in de koersen zit. Voor de belegger gaat het er niet om te constateren dat het dit jaar boven verwachting goed is gegaan; in oktober 1988 gaat het om de vraag wat 1989 brengen zal.

Ik heb, sinds de Amerikaanse industrie in de zomer van 1986 weer begon op te veren, steeds gedacht dat een re-

cessie niet voor 1989 zou komen. Het leek me dat de wereldeconomie, geleid door de VS en Japan, tot en met 1988 voldoende kracht zou hebben. In mijn verwachting zou het einde van de expansie ingeleid worden door een oplopen van de inflatie, en dan in het bijzonder de looninflatie. Zolang die uit zou blijven zou de expansie zelfs nog langer dan 1989 kunnen duren. Die verwachting heb ik nog steeds. Het is nu een zoeken naar de richting van de economie geworden: wat gaat er van hieruit gebeuren? Acceleratie? Groeivertraging? Weer aantrekkende inflatieverwachtingen? De 'extended cycle'?

Beleggers worstelen met die vragen, zeker in de Verenigde Staten. Terwijl de winstcijfers veel beter zijn dan werd verwacht, de economie zich ontwikkelt zoals gehoopt was (beter had de Republikeinse presidentskandidaat het niet kunnen wensen), is de aandelenbeurs van New York al een jaar bezig om van de 984 punten koersdaling tussen augustus en oktober 1987 er 400 goed te maken. Dat is minder dan 50%. Dat bescheiden koersherstel is bovendien tot stand gekomen bij lage omzetten – ook al geen teken van kracht. De beleggers lijken dus iets anders aan de horizon te zien dan het IMF.

Is de krach van 1987 een 'vergissing' geweest, zoals we na het 'economic miracle' van 1988 nu horen? Was '1987' meer als '1962', zoals de president van de Nederlandsche Bank (en trouwens hij niet alleen) ons heeft voorgehouden? In 1962 daalde de Dow Jones in zes maanden tijd met 200 punten. Maar binnen een jaar was die daling vrijwel geheel weer ingelopen.

Twaalf maanden na dato is het nog te vroeg om te concluderen dat de krach van oktober vorig jaar een eenmalige gebeurtenis was die we, nu het goed gaat, gevoeglijk weer kunnen vergeten. Van de tien koersdalingen in Wall Street sinds 1900 van 30% of meer, zijn er negen gevolgd door een recessie. Van de tiende weten we het nog niet: dat was die van vorig jaar. Bij die eerste negen koersdalingen waren er vier gevallen waarbij de recessie vrijwel onmiddellijk volgde (daartoe behoort 1929). Bij de overige vijf was de gemiddelde tijdsduur tussen begin van de koersdaling en begin van de recessie 15 maanden. Noch de blik achteruit, in de historie, noch de blik vooruit, in de toekomst, rechtvaardigen de verwachting dat we nu uit de gevarenzone zijn.

J.J. van Duijn