

# Herinneringen aan een glazen bol

Naar het zich laat aanzien zullen de aandelenbeurzen van Amsterdam, Londen en New York dit jaar op een niveau sluiten dat gelijk of zelfs lager is dan waarop zij begin dit jaar begonnen. Dit is geheel in tegenstelling met de algemene verwachting eind vorig jaar, dat de beurzen zouden profiteren van een gematigde, aantrekkende groei en een vooralsnog laag blijvende rente. Eind vorig jaar was ook de inflatieverwachting bescheiden, zelfs voor de VS, het land dat voorop loopt in de conjunctuurcyclus. "De Fed zal reageren met een lichte verhoging van de officiële tarieven", zo werd verondersteld<sup>1</sup>. Ook dat liep anders.

Terugblikkend op 1994 kan worden vastgesteld dat de economische groei, niet alleen in de VS maar wereldwijd, sterker dan verwacht is aangetrokken. In de VS leefde hierdoor de inflatie-angst op, waarop Fed-voorzitter Greenspan tot zes keer toe de officiële tarieven verhoogde. De toegenomen inflatieverwachting leidde tot een stijgende kapitaalmarktrente, niet alleen in de VS, maar tevens in Europa, ook al was hier het conjuncturele herstel nog maar nauwelijks begonnen. De hoge rente had op zijn beurt een drukkend effect op de aandelenkoersen. De gunstige bedrijfsresultaten ten spijt, verdwenen de koersstijgingen op aandelen na de rentestijgingen als sneeuw voor de zon.

Waar zou die onderschatting van de economische groei vandaan kunnen komen? Is de wens vader van de gedachte? Voor beleggers zou dat een verklaring kunnen zijn; een lage rente met gematigde groei, spreekt de belegger immers meer aan dan een sterke, maar inflatoire groei.

Waarschijnlijker is de invloed van de beperkte rationaliteit van iedere belegger. Men kan zich in een crisis heel moeilijk voorstellen, dat het morgen weer veel beter gaat. Bovendien zijn mensen van nature voorzichtig, waardoor hun verwachtingen worden getemperd. Tot slot vertonen beleggers ook kuddegedrag. Men past zich aan elkaar aan, waardoor een voorspelling die niet noodzakelijk de fundamentele ontwikkeling goed weergeeft, kan uitgroeien tot een grootste gemene deler.

Deze factoren leidden in het afgelopen jaar tot een lichte onderschatting van de snelheid waarmee de economische groei zou aantrekken. Deze onderschatting had echter grote gevolgen. Pas toen de werkelijke groei iets hoger uitpakte dan verwacht, realiseerde men zich dat oververhitting en inflatie een reëel gevaar konden worden. Over het inflatiespook kon men eind vorig jaar, met de recessie nog in het hoofd, waarschijnlijk nog niet inzitten. In de loop van het jaar werd men zich daar hals over kop van bewust. In de VS werd de lijn zelfs al doorgetrokken naar een recessie, met alle gevolgen van dien.

Daar waar individuele voorspellers er naast zitten, zou de markt corrigerend op kunnen treden. In de VS lag de kapitaalmarktrente al langere tijd ruim

boven de korte rente. Dit duidt op inflatieverwachting, aantrekkende groei en verhoging van de korte rente op termijn. Men heeft het dus geweten, maar het moment waarop deze ontwikkeling zijn intrede zou doen, was onvoorzien. Daar staat tegenover dat de op- en neergaande bewegingen (de volatiliteit) op de obligatie- en aandelenmarkten zelden zo groot waren als in het afgelopen jaar. Dus, een economische opleving werd verwacht, en toen die duidelijk werd was men zeer wisselend gestemd over de toekomst. Men name het al dan niet slagen van de inflatie-'preventie' door Greenspan speelde een belangrijke rol in de koersvorming op de markt.

Het onderschatten van economische groei houdt niet voor iedereen een meevaller in. Zo tartte een vermogensbeheerder van het Amerikaanse Orange County (Californië) het afgelopen jaar de markt door te speculeren op het grote verschil tussen de lange en korte rente<sup>2</sup>. Hij ging er onbezorgd vanuit dat de economische groei voorlopig nog fragiel was, leende daarom kort en zette de middelen lang uit. Toen de korte rente steeg – de markt kreeg gelijk – en ook de lange rente meeging, leed hij zware verliezen en kon hij niet meer aan zijn betalingsverplichtingen voldoen.

Ook de Britse minister van Financiën Clarke werd slachtoffer van een te gematigde voorspelling. Zich basierend op een voorzichtig scenario voor de groei, besloot hij een verhoging van de belastingen op benzine niet ineens, maar gefaseerd in te voeren. Het economisch herstel moest worden gekoesterd en de overheidsfinanciën zouden ook in 1995 nog wel een steuntje kunnen gebruiken. Inmiddels heeft de groei in het VK – mede dank zij het vriendelijke fiscale beleid – alle verwachtingen overtroffen en bleek hij zijn reputatie om met begrotingsbeleid vakkundig in te spelen op de groei te hebben verloren.

De verwachtingen voor de economische ontwikkeling waren zelden zo gunstig als voor volgend jaar. Japan krabbelt overeind, Europa veert op, de 'emerging markets' groeien door, en de VS zullen alle zeilen moeten bijzetten om oververhitting van de economie te voorkomen. Deze wereldwijde groeiverwachting wordt weerspiegeld in de historisch hoge stand van de reële rente. Tegelijkertijd zijn de voorspellingen voor de aandelenmarkten, die verder vooruitlopen, bijzonder somber. Laat dit geen ontmoediging zijn. Ook deze verwachtingen zullen door de waarheid worden achterhaald.

## T.P. van Walderveen

1. Zie o.a. Na matig 1993, goede vooruitzichten voor 1994, *ESB*, 15 december 1993, blz. 1161-1163.

2. Betting on the upturn, *Financial Times*, 10 december 1994, blz. 8.