

# Na de krach

Macro-economen hebben in het algemeen weinig oog voor de ontwikkelingen op financiële markten; beleggingsanalisten op hun beurt ontbreekt het dikwijls aan inzicht in macro-economische samenhangen. Daardoor zijn veel beschouwingen over de recente beurscrisis te partieel van aard. In dit artikel wordt geprobeerd een meer complete verklaring te geven voor het ontstaan van de beurskrach van oktober 1987. De auteur acht herstel van de beurskoersen onwaarschijnlijk en verwacht een teruggang in het economische groeitempo. Hij pleit voor een keynesiaans beleid gericht op stimulering van de effectieve vraag naast de nu gevolgde verruiming van het monetaire beleid. Indien de koersval leidt tot meer internationale coördinatie van het economische beleid zou de financiële crisis echter toch nog een onbedoeld positief effect kunnen hebben.

## DRS. P.A.G. VAN BERGEIJK\*

### Inleiding

Macro-economen hebben in het algemeen weinig aandacht voor de ontwikkelingen op de markten voor financiële activa (met name aandelen en obligaties). De aandacht richt zich vooral op de goederenmarkt, de geldmarkt en de arbeidsmarkt. In het traditionele IS/LM model bij voorbeeld wordt de markt voor financiële activa geëlimineerd met behulp van de Wet van Walras. Als reden voor deze abstractie wordt wel aangevoerd dat de markten voor financiële activa een zeer snelle prijsaanpassing kennen die er zorg voor zou dragen dat evenwicht optreedt, zelfs als de andere markten worden gekenmerkt door onevenwichtigheden. Ook de manier waarop het inflatieverschijnsel wordt gemeten is symptomatisch voor de geringe aandacht van algemene economen voor het beurswezen, althans in de theorievorming. Twee maatstaven voor inflatie staan ter beschikking: het prijsindexcijfer van de gezinsconsumptie en de (impliciete) deflator van het bruto nationaal product (bnp). Activiteiten op de beurzen maken echter noch deel uit van dat bnp, noch van het pakket goederen en diensten dat 'de' consument geacht wordt te consumeren. Zodoende geeft geen der inflatiemaatstaven uitdrukking aan de inflatie die zich vóór de recente beurskrach heeft voltrokken op de markt voor financiële activa 1). De voorhanden theorie is dan ook slecht toegerust om de mogelijke gevolgen van de beurscrisis te adstrueren.

Tegelijkertijd moet worden vastgesteld dat ook de beleggingsanalisten een (te) gebrekkige kijk op het economische systeem hebben ontwikkeld. Hier is de macro-economische realiteit te veel uit het oog verloren, waardoor de beurskrach als een verrassing is gekomen. Ook na de koersval blijft men uitsluitend naar de lage koerswinst (k/w)-verhoudingen kijken en baseert men hierop de verwachting dat 'alles zal reg kom'. De k/w-verhoudingen lijken echter verouderd en men zal dus, wil men de beurscrisis kunnen verklaren en iets over de toekomstige ontwikkelingen van de koersen kunnen zeggen, verder moeten kijken. Ook de voor de crisis alom toegepaste *technische analyse* kan geen antwoord meer bieden op de vraag waar het weerstandsniveau ('de bodem') voor de beurskoersen ligt. De cynische toeschouwer mag veronderstellen dat die bodem ligt op een stuiver per kilo: de huidige prijs voor oud papier.

De beurscrisis heeft geleerd dat het geïsoleerd beschouwen van macro-economie en beurswezen onvruchtbaar is. De tot nu toe gebruikte partiële analyses laten belangrijke vragen onbeantwoord. Hoe konden de beurs-hausse en de beurscrisis ontstaan? Waarom is er geen substitutie van Amerikaanse aandelen door Europese en Japanse aandelen opgetreden? Waarom zijn de k/w-verhoudingen zo laag? Wat is de toekomst voor de aandelenkoersen? Zal het tempo van de economische groei dalen?

Dat zijn veel vragen en het is illusoir om te denken dat nu al tot een volledig bevredigend antwoord kan worden gekomen. Eén ding staat echter vast. Nodig is een simultane beschouwing van macro-economie en beurswezen. Dit artikel poogt daartoe een hernieuwde aanzet te zijn.

### De voorbodes

Achteraf blijkt de beurskrach van oktober 1987 opmerkelijk goed in het kader van het door Kindleberger 2) geschetste historische ontwikkelingspatroon van financiële ineerstoringen te passen. Ook nu is de crisis voorafgegaan door een toestand van euforie ('all-time-highs'). De stijging van de aandelenkoersen, die aanvankelijk werd veroorzaakt door de door Reaganomics, financiële innovaties en deregulering van kapitaalmarkten geboden mogelijkheden en verbeterde vooruitzichten voor de belegger, sloeg door in een speculatieve aankoopkoorts die voornamelijk lijkt te zijn gebaseerd geweest op extrapolatie van trends, overschatting van winstmogelijkheden en excessieve gearing 3). Bedrijven en gezinnen die vooral de

\* De auteur is werkzaam aan de Economische Faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen.

1) Ik heb dit punt uitgebreider aan de orde gesteld in het *Tijdschrift voor het economisch onderwijs*, juni 1987, blz. 151-155.

2) C.P. Kindleberger, *Manias, panics and crashes*, Londen 1981, blz. 3-20. Helaas sluit Kindleberger dit hoofdstuk af met de opmerking „I take no position on its present applicability to the domestic financial picture in the United States (...) This is a work in economic history not economic forecasting”.

3) Excessieve gearing treedt op als kasverplichtingen relatief gering zijn ten opzichte van de prijs van een financieel activum en de mogelijke verandering van deze prijs.

winsten en veel minder de risico's van de langdurige speculatieve beweging waarnamen volgden en traden toe. Concurrentie dwong beleggingsfondsen in de markt te blijven ook al zagen zij wellicht wel een toenemend risico 4). Wat betreft de nieuwe toetreders moet bovendien worden vastgesteld dat zij de benodigde expertise en het vereiste inzicht in de processen die zich voltrokken in het algemeen ontbeerden. De 'boom' lijkt voornamelijk te zijn gefinancierd door toename van het consumptief krediet dat met name in 1986 en 1987 ongekende stijgingspercentages vertoonde in een aantal grote OESO-landen.

De traditionele voorbodes voor het feit dat de speculatieve bel op barsten stond ontbraken niet. Illegale beurspraktijken (Boesky, voorkennis) en toetreding van kleine particuliere beleggers (Kindleberger spreekt van door de beursboom opgewekte hebzucht), alsmede twijfel bij de beursdeskundigen over de bestendigheid van de ontwikkelingen konden worden gesignaleerd 5). Het door normaal, zeg rationeel, gedrag geduide pad bleek in toenemende mate te zijn verlaten en het wachten was op het doorprikken van de ballon. De eer om als prikker te fungeren viel toe aan een combinatie van factoren: de weer (!) tegenvallende handelsbalanscijfers van de VS, de renteverhogingen, de beschieting van een Iraans olieplatform en de onverwachte uitspraken van minister Baker dat verbeteringen in de handelsbalans niet alleen door veranderingen in de goederensfeer tot stand gebracht zouden kunnen worden. Deze samenloop van omstandigheden zette het krachmechanisme in werking. In feite fungeerde de constellatie als een 'eye-opener' voor marktpartijen waardoor deze zich de feitelijke situatie realiseerden. Als iedereen dan reageert volgens het rationele principe 'ieder voor zich, sauve qui peut', is een sterke prijsdaling voor het object van de speculatie, in casu de aandelenkoersen, het onvermijdelijke gevolg.

## De oorzaak

Het aangeven van de aanleiding voor het ontstaan van de speculatieve beweging en de gebeurtenissen die hebben geleid tot het doorprikken van de ballon volstaat niet. De analyse dient zich zoals gezegd op het gehele systeem te richten. Een dergelijke analyse kan niet om het begin dit jaar gesloten Louvre-akkoord heen. Deze overeenkomst tussen de landen van de G7 rustte op twee poten. In de eerste plaats moest de externe waarde van de dollar worden gestabiliseerd op een niveau van rond de 2 gulden. Ten tweede zouden de belangrijkste industrielanden een macro-economisch beleid moeten gaan voeren gericht op het bereiken van een meer evenwichtige ontwikkeling op de Amerikaanse betalingsbalans. Hierbij zouden met name Japan en de Bondsrepubliek hun economieën moeten gaan stimuleren en dienden de Verenigde Staten het overheidstekort te reduceren. De eerste poot bleek tot oktober een succes. De internationale coördinatie van het macro-economische beleid bleef echter steken op het niveau van goedbedoelde woorden. Daden ontbraken.

De stabilisatie van de dollarkoers was aanvankelijk rationeel. Aanpassingen in de reële sfeer voltrokken zich immers langzaam. Een rustpauze, waarin de positieve gevolgen van de zich sinds februari 1985 voltrekkende dollarda-

4) Herring en Guttentag hebben dit gevolg van concurrentie onder de aandacht gebracht in *Disaster myopia in international banking*, Essays in International Finance, no. 164, Princeton, september 1986.

5) Men herleze A. Dreese, Misbruik van voorwetenschap, *ESB* 21 januari 1987, C.A. van Lammeren, Beleggen in commercieel onroerend goed, *ESB*, 25 maart 1987 en J.J. van Duijn, Aandelenbezit, *ESB*, 12 augustus 1987.



Laat nu de beer maar los...

(foto ANP)

ling duidelijk konden worden, leek gewenst omdat de ene J-curve zich anders als het ware op de andere J-curve zou stapelen waardoor de nominale verslechtering de reële verbetering zou blijven maskeren. Ondanks een half jaar betrekkelijke rust op het valutafront bleef de betalingsbalans van de VS echter verslechteren, hetzij omdat de binnenlandse markt voldoende afzetperspectieven vertoonde (waardoor de exportgeneigdheid van Amerikaanse producenten bepaald niet werd geprikkeld), hetzij omdat de J-curve een wel erg lange poot had, hetzij omdat Amerikaanse exportgoederen weinig attractief zijn (6). Omdat de dollar echter bij het Louvre-akkoord boven het evenwichtsniveau werd gestabiliseerd (7) en de monetaire autoriteiten een koers van rond de 2 gulden met interventies bleven verdedigen moest de aanpassing wel in de goederensfeer plaatsvinden en als het niet van een exportverbetering komt dan forceert het systeem als het ware een verbetering van de handelsbalans door middel van een importreductie. De meest efficiënte manier om zo'n importreductie te bewerkstelligen is een groeivertraging. En de manier om dat weer te bereiken is een beurskrach die het vertrouwen in de economie ondermijnt. Als Mohammed niet naar de berg kan komen, moet de berg naar Mohammed komen.

De koppeling tussen het gebeuren op de beurzen en de macro-economische ontwikkeling is in de vorige paragraaf gelegd. De verkoopwoede vindt haar weerspiegeling zowel in een door het opgetreden vermogensverlies dalende consumptie, als in een door de vertrouwenscrisis optredende investeringsval en in een toename van de vraag naar liquide middelen. De uit het IS/LM-schema af te leiden macro-economische vraagcurve schuift door ieder van deze oorzaken naar links en een groeivertraging is het gevolg. Attractieve pluspunten van de gedachtengang zijn in theoretisch opzicht dat evenwichtsherstel optreedt en dat de beurs de haar vaak toegedichte rol van barometer voor de conjuncturele ontwikkeling in de vorm van een 'self-fulfilling prophecy' blijft behouden. Bovendien is ook de koers/winst-ratio gered. Het gaat hier immers om de verhouding tussen de verwachte winst en de actuele koers. In een recessie mag men verwachten dat de winsten sterk onder druk zullen komen te staan. Ook bij gelijkblijvende k/w-verhoudingen moet dan met een beursval worden gerekend. Maar het achterwege blijven van substitutie-effecten, waarbij de aanschaf van Japanse en Europese aandelen wordt gefinancierd met behulp van de in Amerika vrijgekomen middelen (op zich een rationele activiteit als men een verdere daling van de dollar onvermijdelijk acht) vindt nog geen plaats in het verklaringsschema. Men kan natuurlijk op het grote belang van de VS voor de mondiale economie wijzen, maar die verklaring is bij voorbeeld gezien het relatief geringe aandeel van de VS in de export van Europa onbevredigend. Ook translatie-effecten voor 'internationals' kunnen de koersval voor lokale waarden onvoldoende verklaren. Het is dan ook zaak de analyse verder uit te breiden. Een hernieuwde kennismaking met Keynes' *General theory* lijkt gezien de huidige ontwikkelingen passend.

## Liquiditeitspremie en beurskoersen

Eén van de zaken die de economische subjecten zich realiseren in een financiële crisis is dat de verhandelbaarheid van vermogenstitels afneemt. Koersvorming komt immers tot stand door de marginale vraag te confronteren met het marginale aanbod. Indien men zijn aandelenpakket waardeert tegen de geldende beurskoers veronderstelt men impliciet dat de andere bezitters van de betreffende vermogenstitel(s) niet plotsklaps allemaal overgaan tot verkopen op het moment dat men zelf wil verkopen. Zolang niet alle bezitters optreden als aanbieders of zolang iedere aanbieder nog met voldoende vraag wordt geconfronteerd, zoals in de periode voor de krach, lijken aandelen volledig omzetbaar in geld. Het optreden van een financiële crisis verstoort deze illusie wreed.

Keynes onderscheidt in het 17e hoofdstuk van de *General theory* drie aspecten van een bezitting in het algemeen (8). Sommige bezittingen leveren een netto-opbrengst  $q$  op doordat ze zijn ingeschakeld in het één of andere productieproces of diensten leveren aan de consument. De meeste bezittingen leveren kosten op hetzij door slijtage, hetzij door opslag. Dit zijn de draagkosten  $c$ . Ten slotte is het vermogen om het bezit te verkopen een belangrijke eigenschap. Slecht verkoopbare bezittingen, die evenveel inkomen genereren als makkelijk verhandelbare bezittingen, zijn in het algemeen lager geprijsd. In de terminologie van Keynes hebben ze een geringere liquiditeitspremie  $l$ . De totale opbrengst in een bepaalde periode is gelijk aan  $q - c + l$ . De contant gemaakte totale opbrengst over de levensduur van de bezitting bepaalt de prijs van de betreffende bezitting op een bepaald moment.

Ik zal een drietal vormen van bezit onderscheiden. In de eerste plaats kapitaalgoederen ( $K$ ). Hiervan neem ik aan dat zij op korte termijn een opbrengst  $q_K$  genereren die groter is dan de draagkosten  $c_K$  en een liquiditeitspremie hebben die verwaarloosbaar is ( $l_K = 0$ ). In de tweede plaats onderscheid ik financiële activa ( $F$ ) die een opbrengst  $q_F$  genereren en een positieve liquiditeitspremie  $l_F$  kennen. Evenals het geval is bij de derde vorm van bezit, geld ( $M$ ), zijn de draagkosten verwaarloosbaar ( $c_M = c_F = 0$ ). Geld levert op zich geen opbrengst op ( $q_M = 0$ ) en de opbrengst van geld bestaat dus uitsluitend uit de liquiditeitspremie  $l_M$ . De vraag van bezitters zal gericht worden op kapitaalgoederen ( $K$ ), financiële activa ( $F$ ) of geld ( $M$ ) naarmate  $(q_K - c_K)$ ,  $(q_F + l_F)$  of  $l_M$  groter is.

Voordat gekeken kan worden naar de toepassing van deze benadering op de ontwikkeling op de beurzen moet eerst duidelijk zijn dat de opbrengst van financiële activa  $q_F$  afhankelijk is van de opbrengst van kapitaalgoederen. Hoe groter de netto-opbrengst  $q_K$  des te hoger de winstgevendheid en daarmee de opbrengst  $q_F$  in de vorm van dividenden en koerswinsten. Ook voor obligaties is een dergelijk verband aanwezig omdat  $q_K < c_K$  op den duur leidt tot faillissement waardoor het terugbetalen van de schuldverplichting door de schuldenaar onzeker wordt.

In de aanloop naar de financiële crisis neemt de liquiditeitspremie  $l_F$  toe omdat tegenover iedere verkoper altijd wel een koper en vaak zelfs meer kopers staan. Als de overige variabelen constant worden veronderstelt leidt een stijgende liquiditeitspremie  $l_F$  tot een grotere vraag naar financiële activa en daarmee tot een koersstijging  $q_F$  die weer nieuwe vraag oproept, wat de liquiditeitspremie doet toenemen, enz. Tijdens een krach vindt het omgekeerde proces plaats. Indien het vermogensverlies bovendien leidt tot dalende consumptieve bestedingen zal  $q_K$  negatief worden beïnvloed, waardoor het proces versterkt wordt en een vlucht in geld verwacht mag worden. De geldvraag stijgt, de macro-economische vraagcurve schuift naar links en een groeivertraging treedt op.

De belangrijke conclusie die hieruit getrokken kan worden is dat de economische subjecten, die de liquiditeitspremie  $l_F$  in de boom als zeer hoog hebben ervaren, door een financiële crisis merken dat hun inschatting ten aanzien van de verhandelbaarheid van dit vermogensbestanddeel neerwaarts moet worden aangepast. Bij de huidige snelheid van informatie-uitwisseling liggen mondiale demonstratie- en leereffecten erg voor de hand. Ook Japanse en Europese beleggers zullen hun inschatting van  $l_F$  neerwaarts aanpassen en het hierboven geschetste

6) Zie voor een uitstekend exposé, C.W.M. Eitjes, *The dollar in the eighties*, *ABN Economic Review*, augustus 1987.

7) Zie bij voorbeeld S. Brakman, en C.J. Jelpma, Een groter bankbiljet als symbool van de ups en downs van een wereldmacht, in *Vrij Nederland*, 4 juli 1987. Zij bevinden zich in het onverwachte gezelschap van M. Friedman, die in een interview met K. Caljé in het *NRC Handelsblad* van 6 november 1987, blz. 9, stelt: „Alles ging goed tot in 1987 de ministers van financiën de vergissing maakten die ze altijd maken, namelijk dat ze denken dat ze het beter weten dan de markt. Het Louvre-akkoord verhinderde de natuurlijke aanpassing van de markten aan de situatie”.

8) J.M. Keynes, *The general theory of employment, interest and money*, *Collected Writings VII*, Londen/Basingstoke, 1986, blz. 225-229.

mechanisme zal vervolgens ook hier tot koersdalingen leiden. Zodoende blijven substitutie-effecten achterwege, ondanks het feit dat  $q_K$  in met name Europa niet noodzakelijkerwijs zo sterk beïnvloed zal worden als in de VS en Japan.

## Financiële deflatie

Ik wil de noodzaak van simultane beschouwing van macro-economie en beurzen nogmaals illustreren en wel met behulp van de bekende verkeersvergelijking van Fisher:  $M \cdot V = P \cdot T$ . In deze vergelijking is  $M$  de geldhoeveelheid,  $V$  de omloopsnelheid van het geld  $P$ , het algemene prijspeil en  $T$  het aantal transacties. In de macro-economische analyse wordt  $P \cdot T$  vaak gemakshalve gelijkgesteld aan  $Y$ , het bnp. Een meer algemene formulering van de verkeersvergelijking is gewenst omdat transacties op de beurzen niet worden meegenomen in het bnp en deze voor de onderhavige problematiek juist van belang zijn. In het kader van dit artikel volstaat het om een tweetal markten te onderscheiden: een goederenmarkt aangeduid met het subscript  $g$  en een markt voor financiële activa aangeduid met het subscript  $f$ . De vergelijking van Fisher kan dan worden herschreven als

$$MV = P_g \cdot T_g + P_f \cdot T_f, \text{ waarbij } P_g \cdot T_g \text{ het bnp } Y \text{ is}$$

De omloopsnelheid van het geld kan nu worden geschreven als  $V = V_g + V_f$ . Waarbij  $V_g$  gelijk is aan  $Y/M$ , de in de praktijk gekozen empirische benadering van de omloopsnelheid. Ten slotte geldt:  $V_f = (P_f \cdot T_f)/M$ . Het is nuttig om te signaleren dat het schijnprobleem van de gemeten daling van de omloopsnelheid die zich in de VS 9) heeft voorgedaan verklaard kan worden uit toenemende omzetten op de markt voor financiële activa ten gevolge van financiële innovatie en deregulering van de kapitaalmarkt. Als men  $V$  op korte termijn constant veronderstelt volgt uit deze benadering in 1986 bij dalende goederenprijzen  $P_g$  en een geldgroei die de toename van het nominale bnp overtrof (een stijging van  $(1/V_g)$ ) dat de in de economie aanwezige en groeiende liquiditeit een uitweg zoekt in de sfeer van de financiële activa om aldaar in eerste instantie tot een stijging van de transactieprijs  $P_f$  te leiden. Dit is het verleggen van de inflatie van de reële sfeer naar de financiële sfeer.

De beurskrach kan vervolgens ook in deze eenvoudige benadering als een soort 'self-fulfilling prophecy' worden gezien. Plotsklapse terugstroming van de als het ware door de beursboom weggezogen liquiditeit wordt geacht de inflatie aan te wakkeren en tot een rentestijging te leiden waardoor een daling van de aandelenkoersen achteraf een rationele aanpassing kan blijken te zijn geweest. Overigens moet worden opgemerkt dat dit op zich positief zou kunnen zijn voor de economische groei, omdat de effectieve vraag stijgt. Indien de beurskrach echter leidt tot een sterke liquiditeitsvoorkeur daalt  $V$  en komen we waarschijnlijk in een situatie van deflatie terecht. Ook dan krijgen de beurzen gelijk omdat de relatieve prijs van financiële activa zich dient aan te passen aan de overige prijzen.

## Het antwoord van de beleidmakers

Tot nu toe is het antwoord op de krach gezocht in de monetair sfeer. Een ruimere geldpolitiek en daarmee lagere rente bleek opeens mogelijk. Zelfs de Duitsers bleken ondanks hun traditionele inflatie-angst bereid tot een gebaar. Het antwoord moet mijns inziens echter niet worden gezocht in de geldsfeer. De wereldeconomie bevindt zich in een soort 'liquidity trap', al is het dit keer een andere dan de horizontale LM-curve die Keynes in zijn *General theory* als debattechniek introduceerde. Het heeft er alle schijn van dat we geconfronteerd worden met een simultaan verschuivende IS-curve 10). Rentedaling heeft voor

de krach niet tot een toename van de effectieve vraag geleid, omdat dat in de desinflationaire omgeving van 1986 leidde tot een wegstroming van middelen naar de financiële markten. En dit geldt voor consumenten en bedrijven. Na de krach ligt substitutie van aandelen door obligaties op de kapitaalmarkten ook meer voor de hand. De lange rente daalt daardoor nominaal, maar leidt, als ik me tot Europa mag beperken, niet tot extra vraag als tegelijkertijd het algemene prijspeil door de wegvallende dollar onder druk komt te staan. Het wordt dan tijd voor een ouderwets keynesiaans beleid waartoe de ongekend hoge werkloosheid in Europa ook de nodige aanleiding geeft. In het huidige tijdsgewricht zal dat wel belastingverlaging moeten worden. Keynes heeft in de *General theory* betoogd dat onzinnige overheidsbestedingen (het graven van gaten en deze door het particulier initiatief weer laten opvullen) beter is dan geen overheidsbestedingen. Evenzo kunnen we als *economen* betrekkelijk onverschillig staan tegenover de manier waarop de stimulering van de effectieve vraag wordt bereikt. Indien belastingverlaging politiek haalbaar is moeten we dat maar accepteren in plaats van de uitgavenvergroting die gezien de ontwikkeling van de overheidsinvesteringen wellicht rationeler zou zijn 11).

## Tot slot

De conclusie van het bovenstaande moet, helaas, luiden dat in de nabije toekomst met blijvend lage koersen gerekend moet worden. Aan de *vraagzijde* van de markt geldt dat de liquiditeitspremie op aandelen drastisch gedaald is. Met de recente krach in het achterhoofd is herstel van de liquiditeitspremie (en daarmee van de koersen) niet erg waarschijnlijk. Een aantal vragers (met name de kleine beleggers) is permanent van de markt verdwenen of zal zich bij voorzichtig herstel (zodra hun verlies weer acceptabel is) terugtrekken. Dit is de *structurele* component van de vraagdaling die een terugkeer tot de oude niveaus waarschijnlijk ook op langere termijn zal verhinderen. Ook de *conjuncturele* component van de vraaguitval maakt een terugkeer naar de oude niveaus op korte termijn onwaarschijnlijk. De macro-economische perspectieven zijn somber en conjunctuuroptimisme lijkt dan ook ongegrond. Aan de *aanbodzijde* moet worden vastgesteld dat een aantal emissies is opgehouden. Bij eventueel herstel zal dit extra aanbod dan ook een neerwaartse invloed uitoefenen. Ook daardoor lijken koersstijgingen tot het in oktober verlaten niveau onwaarschijnlijk.

Toch gloeit na zoveel 'dismal science' nog een lichtpuntje. De noodzaak tot internationale coördinatie van macro-economisch beleid en met name van een stimuleringsbeleid in de rijke landen met een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans is door de krach nog eens extra onderstreept. Als de beleidmakers die recente les en de vele lessen uit het verleden ter harte nemen, is met het op korte termijn volledig inefficiënte vermogensverlies misschien de efficiëntie van het economische systeem op langere termijn toch nog gediend.

Peter van Bergeijk

9)  $Y/M1$  daalde in de VS van 6,9 in 1981 tot 5,8 in 1986. Van Bergeijk, op.cit. blz. 152, tabel 2.

10) De IS-curve schuift in het IS/LM-diagram naar links als de economische subjecten ten gevolge van het negatieve vermogens-effect hun bestedingen beperken.

11) Vergelijk D.B.J. Schouten 'De nieuwe zakelijkheid in het economische beleid', *ESB*, 4 februari 1987.