

Nieuwe hoogten

Twee jaar geleden ging het goed mis. Wereldwijd daalden de aandelenkoersen in korte tijd zo fors dat vele beleggers en economen de schrik van hun professionele leven kregen. De vrije val van de koersen op 'zwarte maandag' 19 oktober op Wall Street deed velen geloven dat een herhaling van de beurskrach van 1929 zich aan het voltrekken was. Het spookbeeld van 1929 was niet zozeer de omvang van de val op één dag, maar de koersontwikkelingen en het conjunctuurverloop na de fatale dag. Pas in 1932 bereikte de beurs van New York het dieptepunt, terwijl de wereldeconomie voor vele jaren in een uitzichtloze crisis belandde.

Aanvankelijk was 1987 een zeer goed jaar op de beurzen en de economische groei leek gestaag voort te gaan. Na een verrassend sterke stijging van de Dow Jones-index in de maanden tot augustus was het echter afgelopen. De plotselinge omslag van een euforische stemming naar een massaal gebrek aan vertrouwen in de economie en de beurs verraste iedereen. De toenemende schuldenlast bij consumenten, huiseigenaren en de federale overheid in de VS werd door de stijgende rente als een extra bedreiging voor de Amerikaanse groei gezien. De rentestijging was het gevolg van een krampachtige poging van de monetaire autoriteiten om de dollarkoers na het in februari van dat jaar gesloten Louvre-akkoord stabiel te houden. Het besef dat de Amerikaanse groei voornamelijk met geleend geld gefinancierd was en dat het Amerikaanse dubbeltekort slechts via bestedingsbeperking weggewerkt zou kunnen worden, deed de stemming geen goed. Volgens Kindleberger valt ook de toen al vijf jaren durende 'bull-market' ten minste voor een deel te verklaren uit de stijging van de schuldenlast bij ondernemingen¹. Met vreemd vermogen gefinancierde overnames stuwden de koersen omhoog, vooral door het toenemende aantal zogenaamde 'junk bonds'.

De beurs is doorgaans één van de meest betrouwbare indicatoren voor het toekomstige conjunctuurverloop. Het was dan ook begrijpelijk dat velen de koersval van historische omvang als voorbode van een recessie zagen. De opgaande fase van de conjunctuur duurde al vijf jaar, waardoor een terugval des te aannemelijker werd. Bovendien heerste er de vrees dat de daling van het reële vermogen een negatief effect zou hebben op de consumptieve bestedingen. Te zamen met de noodzakelijk geachte Amerikaanse bestedingsbeperking om het dubbeltekort te doen verdwijnen was dit genoeg aanleiding om een flinke groeivertraging te vrezen. Twee jaar later valt echter te constateren dat de recessie is uitgebleven. In reactie op de 'krach' veranderde het monetaire beleid ingrijpend. De teugels werden onmiddellijk gevierd en de dollarkoers werd spoedig meer de vrije loop gelaten. De lessen van de echte krach van 1929 waren geleerd, het restrictieve monetaire beleid van toen werd niet herhaald. De economieën van de VS, Japan en West-Europa bleken in 1988 tegen alle verwachtingen in krachtiger te groeien dan in de voorafgaande jaren. Dit jaar zette de groei verder door, terwijl er ook voor volgend jaar nog geen vuiltje aan de lucht is. Zo voorspelde het IMF in september nog een gemiddelde groei van 3% voor de landen van de G-7 in 1990. De beurskoersen hebben intussen het niveau van voor

de 'krach' weer bereikt. In Japan werden in het voorjaar van 1988 alweer nieuwe hoogten bereikt, in Europa en de VS duurde het een jaartje langer.

De gebeurtenissen van oktober 1987 en de ontwikkelingen sindsdien maken het er niet eenvoudiger op om te bepalen op welk moment de beurskoersen een realistisch beeld geven van wat een aandeel waard is. Als de koersvorming in augustus 1987 overdreven was, is die dat dan ook in oktober 1989 nu de laatste nog overeindstaande pré-krach-records sneuvelen? Zonder deze vraag ook maar bij benadering te kunnen beantwoorden, valt er wel iets te zeggen over enkele fundamentele factoren die de aandelenkoersen de laatste jaren ondersteunen. Zo is er een structurele schaarste aan beleggingsmogelijkheden, die niet alleen blijkt uit hoge prijzen die betaald worden voor aandelen, maar evenzeer uit de enorme liquiditeitsposities bij onroerend-goedbeleggers, die domweg te weinig rendabele objecten kunnen vinden om de hun toevertrouwde middelen in te beleggen. Een belangrijke reden hiervoor is de groei van de besparingen, die vooral samenhangt met de leeftijdsopbouw van de bevolking. Een andere reden is dat in vele landen, waar Nederland niet toe behoort, de overheidsfinanciën grondig zijn gesaneerd. Overheden hebben daardoor veel minder behoefte aan kapitaal en de uitgifte van staatsobligaties daalt in deze landen dienovereenkomstig. De grote institutionele beleggers zullen de aanwas van hun middelen noodgedwongen elders moeten beleggen. Tegenover deze grote vraag naar aandelen staat geen evenredige toename van het aanbod. Emissies van nieuwe aandelen zijn schaars, terwijl management buy-outs en overnames het aanbod doen verminderen.

De risico's worden nu geheel anders beoordeeld dan twee jaar geleden. De dollarkoers steeg eind september tot zodanige hoogte, dat de centrale banken al weer bezig waren eerder goedkoop ingekochte dollars te verkopen om de dollarkoers onder druk te zetten. De vrees voor recessie is vrijwel verdwenen, eerder duikt dank zij de op volle toeren draaiende economie de inflatie-angst weer op. De recente renteverhoging in Europa is daar een uitvloeisel van. Het lijkt paradoxaal dat de beurzen wederom recordniveaus bereiken terwijl tegelijkertijd de rente al weer geruime tijd aan het stijgen is. Toch is er in twee jaar wel het een en ander veranderd. De veel hoger dan verwachte economische groei heeft de bedrijfswinsten fors doen stijgen. De lagere dollarkoers, vergeleken met een jaar of vijf geleden, heeft de Amerikaanse industrie veel meer kansen gegeven, zowel op de binnenlandse markt als op de exportmarkt. De onevenwichtigheden in de wereldeconomie zijn nog niet opgelost, maar als percentage van het bnp zijn het Amerikaanse handels- en begrotingstekort flink gedaald. Het vertrouwen in de economie is terug en vormt een degelijker basis voor de beursrecords van nu dan voor de hoogtepunten van twee jaar geleden.

A.J. Wolters

1. C.P. Kindleberger, *The financial crises of the 1930s and the 1980s: similarities and differences*, *Kyklos*, jg. 41, 1988, blz. 171-186.