



Tien jaar na de crash

Auteur(s):

Ebbing, J.

Jacobsen, B.

*Beleggingsanalist bij Bangert Pontier resp. universitair docent beleggingstheorie bij de vakgroep Financieel Management van de Universiteit van Amsterdam.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4124, pagina 781, 15 oktober 1997

Rubriek:**Trefwoord(en):**

financiële, markten, aandelenmarkten

De laatste wereldwijde beurscrisis vond plaats in oktober 1987. De laatste jaren zijn de aandelenkoersen opnieuw de hoogte in geschoten. The sky lijkt the limit. Maar hoe groot is de kans op een nieuwe instorting van de beurs?

Deze maand gaan de gedachten van menig belegger terug naar maandag 19 oktober 1987: de beurskrach. Niet alleen is de crash van 1987 nu tien jaar geleden, maar de grote koersstijgingen van de afgelopen jaren vertonen sterke overeenkomsten met die van toen. Ook nu staan alle economische signalen weer op groen, lijkt de recente stijging van de beurs niet te verklaren door alleen deze positieve signalen; beleggen is weer erg populair. Pensioenfondsen zijn bezig met een inhaalslag om het percentage aandelen in hun portefeuille uit te breiden. Clickfondsen zorgen door hun succes voor een nieuwe vraagimpuls. Wat gebeurt er als deze extra vraag plotseling wegvalt?

Economen houden zich al lang bezig met de bestudering van financiële crises, aangezien deze belangrijke consequenties voor de gehele economie kunnen hebben. Zo wordt die van 1929 beschouwd als een belangrijke oorzaak voor de depressie in de jaren dertig. De impact van de crash van 1987 lijkt echter veel minder, hoewel de koersen toen sterker daalden dan in 1929. Na iedere crash wordt er gezocht naar een zondebok. Zo worden de computerhandel in aandelen en het gebruik van financiële instrumenten zoals opties en futures als schuldigen van de crash van 1987 betiteld ¹. Deze zouden de enorme koersvallen hebben veroorzaakt. Maar deze elementen bestonden in de jaren twintig nog niet.

De vraag rijst of financiële crises uniek zijn, of dat de geschiedenis zich herhaalt en we door bestudering van crashes uit het verleden crashes in de toekomst kunnen voorkomen. Economen zoals Minsky en Kindleberger leven in de stellige overtuiging dat er grote parallellen bestaan tussen financiële crises ². Zij hebben een model ontwikkeld dat in grote lijnen de ontwikkeling van een crisis beschrijft. We geven hier een korte uiteenzetting en bekijken dan in hoeverre dit algemene model opgaat voor de crash van 1987. Tot slot kijken we naar de recente beursontwikkeling.

Het model van Minsky en Kindleberger

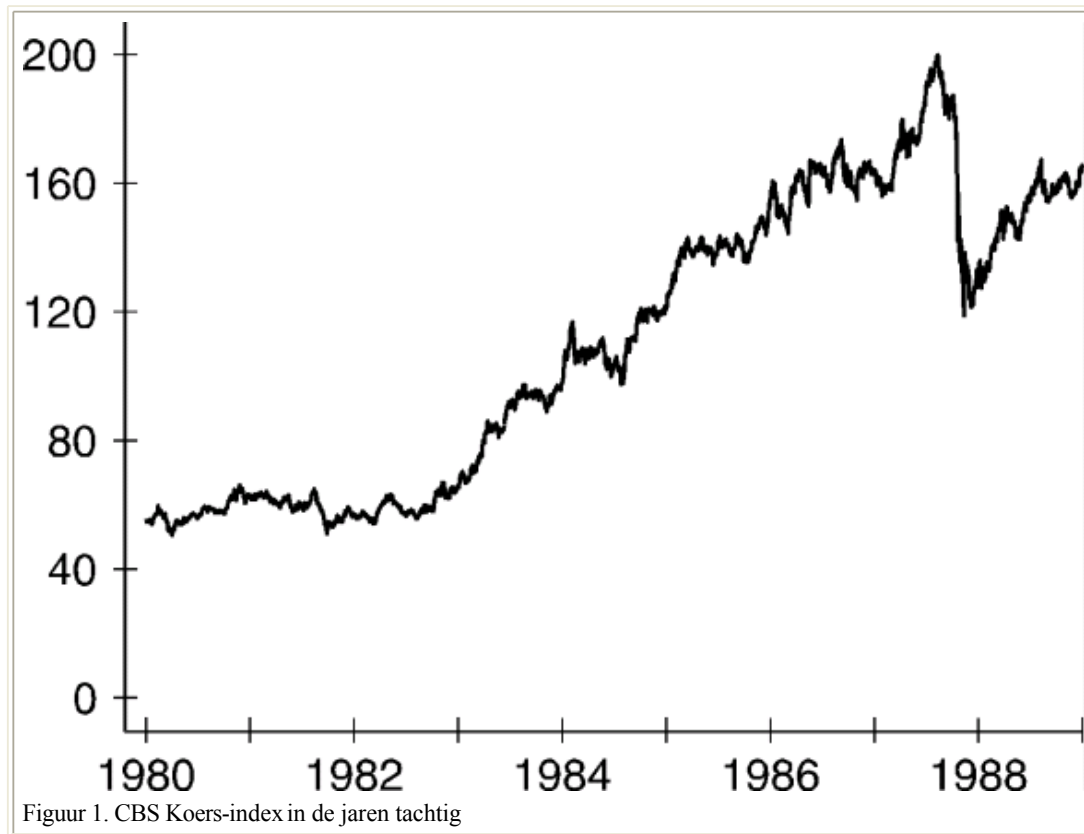
In dit model kan de aanzet voor een financiële crisis al jaren van te voren plaatsvinden. In deze jaren zijn er verschillende fasen te onderkennen. De eerste fase is de 'displacement': een belangrijke ontwikkeling, zoals het begin of einde van een oorlog, een politieke gebeurtenis of de introductie van een nieuwe technologie, levert een nieuwe winstmogelijkheid in ten minste één belangrijke sector van de economie. Bedrijven en particulieren gaan zich hier met spaargeld of kredieten op richten, waardoor er een 'boom' ontstaat. In deze nieuwe fase ontstaat er een speculatie-object (zoals aandelen), waarin steeds meer belegd wordt. Deze worden door kredietexpansie van financiële instellingen gefinancierd. Vervolgens gaan door een achterblijvend aanbod de prijzen van het speculatie-object stijgen. Hierdoor neemt het optimisme van beleggers toe. Er ontstaat 'positive feedback': investeringen leiden tot inkomensstijging waardoor nieuwe investeringen gestimuleerd worden, wat weer leidt tot verdere inkomensstijging.

Minsky noemt de volgende fase 'euphoria'; beleggers zijn buitengewoon enthousiast, optimistisch gestemd, en vol vertrouwen over de toekomst. In deze fase groeit het aantal mensen (ook zij die dit normaal gesproken niet doen) dat zich met speculatie gaat bezighouden. De prijzen blijven stijgen maar enkele 'insiders' besluiten hun winst te nemen.

In de volgende fase ('financial distress') vragen veel speculanten zich af of de markt nog hoger kan en begint het optimisme langzaam plaats te maken voor toenemende onzekerheid. Uiteindelijk leiden de verkopen van vertrekkende speculanten tot dalende prijzen. Wanneer beleggers zich realiseren dat er te weinig geld is om iedereen in staat te stellen te verkopen treedt er paniek op en worden de verkopen massaal waardoor er een crash ontstaat. De paniek en instorting van de prijzen gaat door tot één of meer van de volgende ontwikkelingen plaatsvindt: 1) de prijzen worden zo laag dat men verleid wordt om terug te keren; 2) de handel wordt gestopt door het stellen van een limiet aan de prijsdalingen: de 'circuit breakers'; 3) een 'lender of last resort' (bijv. een centrale bank) lukt het de markt te overtuigen dat er voldoende geld beschikbaar is wanneer dat nodig mocht zijn.

Als we kijken naar de prijsontwikkeling op de beurs in de jaren tachtig (figuur 1) lijkt de prijsstijging en het abrupte einde daarvan het model niet tegen te spreken. Wat we in het vervolg van dit verhaal bekijken is in hoeverre de fasen uit het model terug te vinden zijn in de jaren voor 1987 en de crash zelf. Daarna komen we kort terug op het huidige beursklimaat, en gaan we na of er parallellen zijn tussen

de jaren tachtig en nu.



Figuur 1. CBS Koers-index in de jaren tachtig

De jaren tachtig: begin van de 'bull'-markt

In de jaren tachtig herstelde de wereldeconomie zich van de olie-crisis van 1973 en 1979. Deze periode wordt verder gekenmerkt door de opkomst en de groei van enkele belangrijke sectoren binnen de economie. De financiële sector groeide uit tot een van de snelst groeiende bedrijfstakken. Dit viel samen met de opkomst van de computersector en de informatietechnologie (de combinatie van computers, dataverwerking en telecommunicatie). De prijzen van computers gingen omlaag, IBM bracht in 1983 de eerste personal computer op de markt en steeds meer mensen vonden werk in de computersector. Het gevolg was dat de financiële sector op steeds grotere schaal gebruik ging maken van computers. Dit opende een scala aan nieuwe mogelijkheden: gecomputeriseerd cash management, programmahandel in aandelen en mondiale handel in effecten. De combinatie van telecommunicatie en computers zorgde ervoor dat informatie steeds sneller en efficiënter doorgestuurd kon worden.

Het economisch beleid onder Reagan wordt in de literatuur vaak aangehaald als stimulans voor de stijging van de aandelenkoersen. Deze 'Reaganomics' had tot doel de particuliere sector te stimuleren, door belastingverlaging, investeringsstimulering en bevordering van besparingen. Ons inziens is echter het besluit van de voorzitter van de Fed Paul Volcker in de zomer van 1982 de belangrijkste oorzaak voor het ontstaan van de bull-markt voor aandelen geweest. Tijdens de recessie van 1981-'82 werd er vanuit Washington druk uitgeoefend om het monetaire beleid te versoepelen om de economie te stimuleren. Dit resulteerde in het besluit het jarenlang restrictieve monetaire beleid voor het bestrijden van de inflatie te versoepelen. De rente werd in een aantal stappen verlaagd en de aandelenkoersen reageerden onmiddellijk met een stijging. Dit is natuurlijk niet vreemd aangezien aandelenkoersen normaal gesproken stijgen door een rentedaling omdat de aantrekkelijkheid van van aandelen t.o.v. deposito's toeneemt. De reactie van de aandelenmarkt was deze keer echter heftiger. De financiële markten namen de beleidswijziging blijkbaar serieus en verwachtten dat de rente nu makkelijker omlaag zou kunnen gaan. Ook de Nederlandse aandelenmarkt werd door deze ontwikkelingen beïnvloed. De koersen begonnen ook hier te stijgen.

De populariteit van beleggen

Tijdens het vorderen van de stijging van de aandelenkoersen nam de populariteit van beleggen toe. Steeds meer mensen besloten aandelen te kopen. In 1984 had circa één op de elf Nederlandse huishoudens effecten en in 1986 ongeveer één op de acht. Mensen zagen hun burens of familieleden winst maken en besloten mee te gaan doen. Dat beleggen steeds populairder werd blijkt bijvoorbeeld uit het verloop van het aantal beleggingsstudieclubs. Bij de Nederlandse Centrale Vereniging van Beleggingsstudieclubs (NCVB) steeg dit aantal van 120 clubs begin 1983 naar 550 medio 1987. Volgens de NCVB waren er o.a. studieclubs van tramconducteurs, van bejaarden in tehuizen en van vissers. Een andere indicatie van toenemende populariteit was het op touw zetten van een beurscompetitie door *De Telegraaf* en de Amrobank in april 1986. Deelnemers konden met fictief geld gaan speculeren op de beurs. In een paar weken tijd deden meer dan 7.000 Telegraaflezers mee.

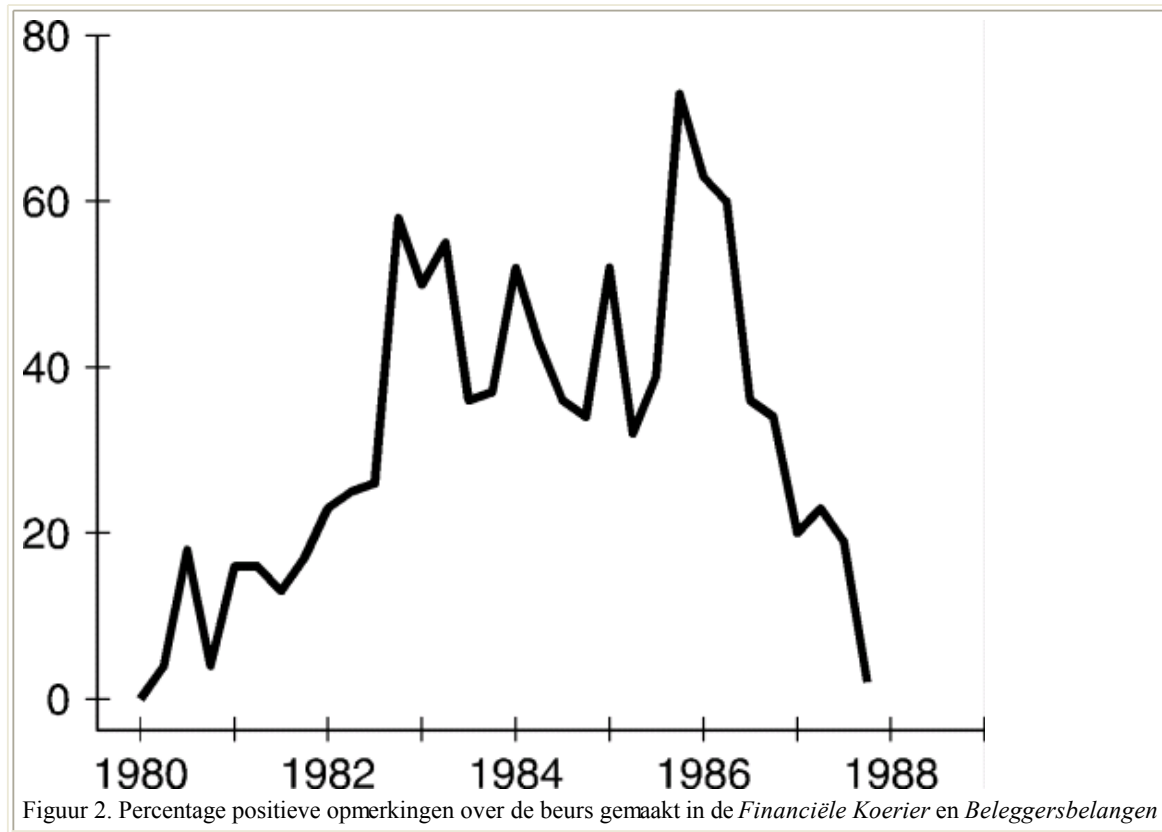
De rol van de banken

Een belangrijke factor voor de toenemende populariteit is de creatie geweest van financieringsmogelijkheden voor het kopen van aandelen door financiële instellingen zoals banken en effectenbanken. De meest directe financieringsvorm is het effectenkrediet. De omvang van de verstrekte effectenkredieten aan particulieren en bedrijven groeide van f 2,3 mrd eind 1981 via f 5,2 mrd eind 1984 naar f 8 mrd eind 1985 en ruim f 10 mrd in 1987. Andere financieringsvormen (zoals hypotheecair krediet) en consumptief krediet namen enigszins toe. Financiële instellingen hebben door het vergroten van kredietfaciliteiten een deel van de stijging van de aandelen gefinancierd en bijgedragen in de popularisering van het speculeren in aandelen. Het werd mogelijk gemaakt om te speculeren met

geleend geld zodat er op een relatief makkelijke manier winst gemaakt kon worden. De koersen bleven toch stijgen.

De stemming van de beleggers

Als indicator voor de stemming van beleggers hebben we het aantal positieve, neutrale en negatieve opmerkingen gemeten zoals die zijn gemaakt in de beleggingsbladen *Beleggersbelangen* en de *Financiële Koerier* in de jaren 1980 tot en met 1987 (zie [figuur 2](#)). Het valt op dat dit percentage in de jaren 1980 en 1981 relatief laag was, dat dit percentage medio 1982 op een blijvend hoger niveau komt tot het vierde kwartaal van 1986 en al ver voor de top van de aandelenmarkt in augustus 1987 aan het dalen was. Het lijkt een vreemde zaak dat het optimisme afnam al voor de top van de markt. Vanaf het eerste kwartaal van 1987 komt het percentage positieve opmerkingen voor het eerst sinds 1982 weer onder de 25. Wat zijn daar de oorzaken van?



Toenemende onzekerheid

Er zijn drie factoren te noemen die in 1987 een negatieve invloed hadden op de aandelenbeurzen. Bij het doornemen van krantenberichten ontdek je dat de daling van de dollarkoers, de stijging van de rente en de spanning in de Perzische Golf in toenemende mate de stemming op de aandelenbeurzen gingen bepalen. De koersvallen n.a.v. deze factoren werden in de loop van 1987 steeds groter. De dollar daalde als gevolg van slechte handelscijfers en het overheidstekort van de VS.

De daling van de dollar en het oplopen van de rentetarieven hebben met elkaar te maken. Amerikaanse obligaties werden door de daling van de dollarkoers minder aantrekkelijk, wat leidde tot verkopen van deze obligaties en een stijgende Amerikaanse rente. Bovendien had de lagere dollar een stijgende inflatie tot gevolg waardoor de Fed het disconto verhoogde.

De derde negatieve factor is de spanning in de Perzische Golf. Deze spanning veroorzaakte onzekerheid over de olieprijs en over de olietoevoer naar de westerse landen. De spanning in de Golf nam in de loop van 1987 toe en bereikte een hoogtepunt op maandag 19 oktober toen de kans op een daadwerkelijke oorlog zeer groot werd. Koersdalingen als gevolg van de toename van de spanning kunnen verklaard worden doordat het risico van het bezitten van aandelen groter werd, waardoor het verlangde rendement steeg en de koersen daalden.

Dat beleggers onzeker waren vlak voor de crash blijkt uit een aantal koersbewegingen op de Amerikaanse en de Nederlandse aandelenmarkt in oktober. Op dinsdag 6 oktober daalde de Dow Jones met 91,55 punten (3,5%), deze daling was toen de grootste koersval uit de geschiedenis van Wall Street. In de week voor de crash daalde de Dow met 95,46 punten (3,8%) op 14 oktober en met 108,35 punten (4,6%) op vrijdag 16 oktober. Op de Amsterdamse effectenbeurs daalde de ANP-CBS algemene aandelenindex op donderdag 15 oktober met 11,6 punten (3,8%).

Het lijkt aannemelijk dat de koersvallen de onzekerheid nog vergrootten. Op vrijdag 16 oktober sluit Wall Street een week met enorme koersverliezen af. Het bleek de slechtste week te zijn geweest sinds Hitler in maart 1940 Frankrijk binnentrok. Effectenkantoren meldden dat er zo ongelooflijk veel aandelen verkocht waren dat ze zich niet konden voorstellen dat er nog meer aangeboden kon worden. Het weekend kwam er aan. Tijd van bezinning.

De crash

Het bleek toch verkeerd af te lopen. De aandelenmarkten in het Verre Oosten daalden gemiddeld zo'n 7% in de nacht van zondag 18 op

maandag 19 oktober. De dollar was voor de opening van de Amsterdamse beurs al meer dan twee cent gedaald. De daling op Wall Street van vrijdag en de verliezen van de markten in het Verre Oosten leverden, in combinatie met de daling van de dollar, meteen al een aanbodgolf op. In de loop van maandag verslechterde de situatie. Om 13.05 uur kwam het bericht dat de Amerikaanse luchtmacht een Iraans olieplatform had aangevallen in de Perzische Golf. Er ontstonden geruchten over een invasie in Iran. Om 14.30 uur opende Wall Street fors lager.

De ANP-CBS algemene aandelenindex verloor maandag 19 oktober 7,8%. Op maandagavond klapte Wall Street in elkaar. De Dow Jones verloor 508 punten (22,6%). Daarmee werd de beurskrach van oktober 1929, toen de koersen met bijna 13% zakten, ruim overtroffen.

De krantenkoppen van dinsdagmorgen spreken van massale paniek en een gigantische slachting. Op dinsdag 20 oktober verliezen de koersen in Amsterdam nog eens 8,4%. De spanning neemt af als Wall Street die dag begint met een positieve opening van 200 punten. De Fed had ingegrepen. De Fed trad na de gebeurtenissen van maandagavond op omdat de markt behoefte had aan liquide middelen en banken niet bereid waren deze middelen te verstrekken. De behoefte aan liquide middelen ontstond doordat de 'specialists' (hoekmannen) van de New York Stock Exchange grote hoeveelheden aangeboden aandelen hadden opgenomen waarvoor ze geen koper konden vinden. Volgens de regels van de effectenbeurs moesten deze aandelen vijf werkdagen later betaald worden. Om de handel goed te laten verlopen, hadden de 'specialists' dus nieuw bankkrediet nodig. De banken stelden zich echter terughoudend op zodat de beurshandel in gevaar kwam.

Om dit tegen te gaan kwam de Fed in actie. Deze kocht op grote schaal overheidspapier ('treasuries') van de banken, waardoor er meer liquide middelen in omloop kwamen en de rente op kortlopende leningen daalde. Deze actie bleek succesvol, Wall Street sloot dinsdag 102,3 punten (5,9%) hoger. De Nederlandse beurs herstelde op woensdag met 4,2%. Een aantal facetten van van het algemene model van Minsky en Kindleberger is terug te vinden in de gebeurtenissen die leidden tot de beurscrash.

Een nieuwe crash?

Misschien herhaalt de geschiedenis zich. Wie nu terugkijkt ziet een groot aantal overeenkomsten tussen de jaren tachtig en negentig. Ook nu lijken er enige 'displacements' op te treden. Men zou kunnen stellen dat de informatie-technologie weer een 'displacement' veroorzaakt, aangezien hier nog steeds sprake lijkt van een sterke weer onverwachte nieuwe groei ondermeer door de snelle ontwikkeling van het internet. Ook nu stijgt de economische groei sterk, daalt de rente en blijft de inflatie laag. Maar ook nu lijken de koersstijgingen niet alleen hierdoor zo hoog op te lopen.

Of de huidige beurs overgewaardeerd is valt moeilijk te zeggen. Echter, of de prijs een reële afspiegeling is van de onderliggende waarde wordt ondermeer bepaald door het gedeelte van beleggers dat zich bij aan- en verkopen baseert op een inschatting van de werkelijke onderliggende waarde. Op dit moment lijkt dat veel beleggers niet meer aandelen kopen of verkopen omdat deze dan wel overgewaardeerd dan wel ondergewaardeerd zijn maar uit geheel andere motieven. Pensioenfondsen kopen omdat het belang van aandelen in hun portefeuille moet worden uitgebreid, beheerders van clickfondsen om hun risico's af te dekken en veel particulieren omdat de spaarrekening nauwelijks iets oplevert.

Ook is er weer sprake van een toenemende populariteit van aandelen onder particuliere beleggers en is er weer een grote belangstelling in de media voor de beurs. Het percentage transacties door particulieren is momenteel zo'n 36 procent tegenover 24 procent in 1994. En getuige de vele televisie-reclames en direct mail campagnes hoeven zij om te beleggen niet eens geld te bezitten. Bijna iedere dag worden er nieuwe beleggingsfondsen geïntroduceerd en mogen effecten- en beleggingshypotheken zich verheugen in een grote belangstelling, wat zorgt voor nog meer extra vraag. Er is weinig aanbod want veel partijen kunnen zich niet veroorloven de boot te missen. Wat gebeurt er als al deze extra vraagimpulsen wegvallen? Of wanneer men en masse besluit winst te nemen? Helaas, of en wanneer de beurs zal crashen is niet te voorspellen, zelfs niet met het model van Minsky. Alleen de tijd zal het leren

1 Officiële onderzoeken van o.a. de Brady Commission (1988), de Chicago Mercantile Exchange (1988), en de Securities and Exchange Commission (1988).

2 Voor een uitgebreide beschrijving, zie C.P. Kindleberger, *Mania's, panics, and crashes; a history of financial crises*, MacMillan Press, New York, 1989.