

# Witte Woensdag

Deze week is het een jaar geleden dat de financiële wereld op haar grondvesten schudde door de grootse koersval in de geschiedenis van het internationale beurswezen. En zelden zal de verjaardag van een crisis in zo'n opgewekte sfeer zijn gevierd. Want wat zelfs de meest optimistische commentatoren vlak na die dramatische gebeurtenissen in oktober vorig jaar niet hebben durven voorspellen, is gebeurd. Geen ineenstorting van de economie, geen recessie, zelfs geen hapering van het tempo van de economische groei. Integendeel, de internationale economie heeft een opmerkelijke groeiversnelling ondergaan waardoor de groeicijfers voor 1988 en 1989 vermoedelijk hoger zullen uitkomen dan voor de beurskrach werd verwacht. Ook de beurzen zelf hebben zich al weer grotendeels van de klap hersteld. In Tokio is de Nikkei-index het niveau van voor de krach al weer gepasseerd, en op Wall Street zit de Dow Jones er niet ver meer vandaan. Is het dan toch waar dat de gebeurtenissen op de financiële markten geen enkel verband houden met wat zich in de reële economie afspeelt? Of hebben we gewoon geluk gehad dat de reële economie niet in de financiële val is meegesleept?

De economische voorspellers die na de krach een inzinking van de economie verwachtten, gingen er in het algemeen van uit dat zich twee effecten zouden voordoen. Ten eerste zouden de bestedingen van gezinnen en bedrijven dalen vanwege het vermogensverlies dat door de koersval was geleden. Ten tweede zou de consumptie- en investeringsneiging worden geremd door de toegenomen onzekerheid. Volgens schattingen van de OESO in november vorig jaar was het vermogen van Amerikaanse beleggers door de koersval met 750 miljard dollar verminderd. Dit negatieve vermogens-effect zou de consumptie met 35 miljard dollar doen dalen. De economische groei zou daardoor met 0,5 à 1% worden vertraagd. In feite echter werden op Zwarte Maandag slechts de koerswinsten weggevaagd die eerder dat jaar waren behaald. Van werkelijke verliezen was geen sprake. De bestedingen vertoonden dan ook geen terugval. Ook het vertrouwen van consumenten en investeerders in de economie werd nauwelijks geschaad. Waarom zou het ook, want in de economie van vlees en bloed – de reële wereld van werken, consumeren en investeren – was weinig of niets veranderd.

Toch is het gevaarlijk om Zwarte Maandag nu af te doen als een incident, als het doorprikken van een ballon. Je zou het, aldus Lester Thurow onlangs in Groningen<sup>1</sup>, kunnen vergelijken met een aardbeving. De schok zelf is een plotselinge, heftige gebeurtenis, waarvan de preciese tijd, plaats en omvang niet zijn te voorspellen. Maar waar je op moet letten zijn de onderliggende verschuivingen, de bewegingen in de aardkorst waardoor zich spanningen ophopen die op een gegeven moment tot een uitbarsting moeten komen. De 'geologische verschuiving' die volgens Thurow sedert enkele decennia in de wereldeconomie gaande is, is de verandering van een éénpolige wereld (de Verenigde Staten) met gelimiteerd kapitaalverkeer naar een multi-polaire wereld (de VS, Japan, West-Duitsland) met vrij kapitaalverkeer. De wijze waarop de wereldeconomie wordt bestuurd en de instituties en procedures die daarbij worden gebruikt, stammen echter nog uit het voorbije tijdperk.

Het is onmiskenbaar dat de huidige internationale hoogconjunctuur op nogal wrakke fundamenten rust. Er zijn in de wereldeconomie grote onevenwichtigheden die maken dat er weinig voor nodig is om het florissante beeld van dit moment te laten omslaan. Vooral het hardnekkige dubbeltekort op de Amerikaanse begroting en betalingsbalans is op den duur onhoudbaar. De Amerikaanse overbesteding zal na de verkiezingen vermoed-

delijk wel worden aangepakt. Maar er is weinig zicht op gelijktijdige fiscale expansie van de zijde van de overschotlanden. De betalingsbalansonevenwichtigheden zullen daardoor slechts zeer langzaam kunnen verdwijnen. Waarschijnlijk slechts ten koste van een internationale recessie. Ook op de internationale beurzen zijn de onevenwichtigheden nog niet uitgezuiverd. De koers/winstverhoudingen op de beurs van Tokio zijn nog altijd uitzonderlijk hoog. Hoogstwaarschijnlijk zullen beurskoersen, rentevoeten en wisselkoersen voorlopig nog sterk blijven fluctueren. Onder die omstandigheden is een herhaling van Zwarte Maandag niet uitgesloten. Maar of het werkelijk zover komt, weet niemand. Dat weet je nooit met aardbevingen.

Hoe moeilijk crises te voorspellen zijn, wordt nog eens geïllustreerd door een interessant artikel in het laatste nummer van de *American Economic Review*<sup>2</sup>. De auteurs van dat artikel zijn nagegaan of de Grote Depressie van de jaren dertig achteraf te voorzien was geweest aan de hand van de destijds beschikbare conjunctuurindicatoren. Zoals bekend bleven ook na de krach van 1929 de conjunctuurinstituten optimistisch over de vooruitzichten voor de economie. De auteurs zijn bovendien nagegaan of zij met nieuwe historische cijfers over de ontwikkeling van de productie, prijzen, voorraden, rentevoeten en de geldhoeveelheid en met behulp van moderne tijdreeksanalyse tot andere inzichten zouden zijn gekomen. Hun conclusie is dat het optimisme van de toenmalige conjunctuurvoorspellers beslist niet ongegrond was. Ook met behulp van de nieuwere gegevens over die periode en de nieuwere voorspelmethode zouden zij niet tot andere conclusies zijn gekomen.

Een van de problemen is de onvoorspelbaarheid van het beleid. Het wordt nu algemeen als een grote beleidsfout en een belangrijke oorzaak voor het ontstaan van de crisis in de jaren dertig beschouwd, dat de monetaire autoriteiten na de krach van '29 de geldhoeveelheid sterk inkrampen. Daardoor zakten de bestedingen in en kwam een negatieve spiraal op gang. Die fout is na Zwarte Maandag in elk geval niet herhaald. De monetaire autoriteiten hebben nu na het instorten van de koersen onmiddellijk voor een ruime toevoer van liquiditeiten gezorgd. Toch blijft het een onrustbarende gedachte dat verkeerde beleidskeuzen, die in wezen niet voorspelbaar zijn, de hele economie uit het lood kunnen slaan en de wereld in een recessie kunnen doen belanden.

Aan de andere kant blijkt er met goed beleid ook veel te bereiken. Volgens Thurow lijkt de wereldeconomie wat dat betreft op een gestroomlijnde Ferrari. Als je gas geeft en goed stuurt schiet hij vooruit. Het probleem is dat de wereldeconomie onder normale omstandigheden wordt bestuurd als een Ferrari met drie chauffeurs die onafhankelijk van elkaar gas geven, remmen en aan het stuur trekken. Volgens Thurow heeft Zwarte Maandag bewezen wat internationale coördinatie vermag. Maar waarom moest het eerst op een crisis aankomen?

Witte Woensdag, een jaar na dato: de crisis sfeer is weg, maar de risico's zijn gebleven. Wellicht kan een zorgvuldige internationale beleidsafstemming de wereldeconomie in goede banen leiden. Maar we weten niet of het ervan komt.

L. van der Geest

1. Lester Thurow op de internationale conferentie "Economic decision-making in a changing world", Rijksuniversiteit Groningen, 12-16 september 1988.

2. K.M. Dominguez, R.C. Fair en M.D. Shapiro, Forecasting the depression: Harvard versus Yale, *American Economic Review*, september 1988, blz. 595-612.