

De economie na de hausse: een diagnose

► Robert Brenner

De¹ lange periode van expansie van de VS-economie is voorbij. Wat ook het resultaat van de huidige recessie zal zijn, alles spreekt tegen een terugkeer van de voorwaarden voor een hausse, zoals die van de tweede helft van de jaren negentig. Het zal inderdaad misschien moeilijk zijn om op middenlange termijn een vertraagde groei of stagnatie, of zelfs erger, te vermijden.

Zeer algemeen geformuleerd is de reden waarom de wereldeconomie – inclusief haar leidende VS-component – blijkbaar tamelijk bleke vooruitzichten heeft, haar falen om tijdens de expansie van de jaren negentig de langdurige economische neergang die haar van begin de jaren '70 tot begin de jaren '90 teisterde, definitief te overstijgen. Overcapaciteit en overproductie die in de internationale productiesector het winstvermogen deden dalen – en het steeds opnieuw falen van regeringen en bedrijven om daar succesvol op te antwoorden – waren fundamenteel verantwoordelijk voor de voortdurende stagnatie op het niveau van het gehele systeem. Bovendien zijn er nog geen duidelijke aanwijzingen dat dit probleem al werd overwonnen. De scherpe val van de winstvoet tussen 1965 en 1973, en de mislukking om die te herstellen, droeg bij tot de vertraagde groei in investeringen en resultaten gedurende de volgende twee decennia van bijna geheel de wereldeconomie, die resulteerde in zowel een drastische vermindering van de productiviteit en loonstijging, als in hoge werkloosheidscijfers.

Een belangrijke stijging van de winstvoet in de productie tussen 1985 en 1995 voorzag eerst in een reële basis voor de hausse van de jaren negentig in de VS. Maar de stijging van het winstvermo-

gen en uiteindelijk ook van de economische groei in de VS, ging in de eerste helft van de jaren negentig samen met – en veroorzaakte tot op zekere hoogte – een val van het winstvermogen en een diepe recessie in grote delen van de rest van de ontwikkelde kapitalistische wereld, waaronder Japan en West-Europa. De scherpe vertraging in grote delen van de ontwikkelde kapitalistische wereld, en de daaruit volgende dreiging van een ontwrichtende crisis, verplichtte in 1995 tot een fundamentele herziening van het VS-beleid: van een zwakke naar een sterke dollar. Op zijn beurt beperkte dit de voortgang in de VS. In de tweede helft van de jaren negentig ging de winstvoet in de productie er betekenisvol op achteruit en daarmee ook de fundamentele basis voor een heropleving van de economie van de VS.

De winstcapaciteit van de bedrijven begon tussen 1995 en 2000 te dalen. Maar tegenover deze neergang lanceerde de beurs zich voor de grootste koersstijgingen uit haar geschiedenis, waardoor de hoeveelheid waardepapieren van bedrijven heel erg toenam, en de dollarkoers steeg. Het "weelde-effect" van de stijgende prijzen van de aandelen verving zo de heropleving van het winstvermogen in de productie als de belangrijkste economische motor. De bedrijven ontdekten dat hun overgewaardeerde aandelen aan hen toegang verschaften tot bijna onuitputtelijke financieringsmogelijkheden. Op die basis waren ze in staat om een krachtige hausse van de investeringen te ondersteunen. De expansie van de jaren negentig kon blijven voortduren.

Noch konden de groeiende kloven die waren ontstaan tussen de stijgende aandelenprijzen en de versneld economische groei aan de ene kant, en de val van de winstcapaciteit aan de andere kant, niet langer blijven duren. Vanaf halfweg 2000 werd het ene na het andere bedrijf dat de hausse had aangevoerd, vooral in de technologie, media en telecommunicatie (TMT), geconfronteerd met desastreuze winstdalingen, waarbij de aandelenmarkt in elkaar stortte. Het weelde-effect van de stijgende aandelenprijzen sloeg om: de bedrijven hadden het nu heel wat moeilijker om geld te vinden en werden gedwongen om in investeringen te snoeien, waardoor ze de economie in een neerwaartse koers deden belanden.

Maar het allesoverheersend probleem was de immense overcapaciteit die de bedrijven tijdens de hausse van de beurs hadden opgebouwd, toen ze gebruik maakten van hun gigantisch toegenomen papieren rijkdom om hun vestigingen en machineparken stevig uit te breiden op een schaal die op geen enkele manier door hun bedrijfsresultaten te verantwoorden was, aangezien de winstvoeten al aan het dalen waren. Te veel capaciteit voor te veel productie. De bedrijven waren niet in staat om hun producten te verkopen aan prijzen die hen een passende (of zelfs enige winst) zouden opleveren. De winstvoet in de productie, die al in belangrijke mate tussen 1997 en 2000 was gedaald, zakte in 2000-2001 in elkaar, en veroorzaakte een diepgaande crisis in de productiesector. Dit zette de klassieke neerwaartse spiraal in gang waarin teruglopende investeringen (een verminderde vraag naar productiemiddelen) een stijging van de werkloosheid veroorzaakt die leidt naar een verminderde vraag naar consumptiegoederen, waardoor zowel het aantal faillissementen als het aantal schuldafflossingsproblemen stijgt, waardoor de investeringsmogelijkheden nog meer worden bemoeilijkt, enzovoort.

Naarmate de recessie in de VS verscherpte, daalde de groei van de vraag in de VS scherp, en de rest van de wereldeconomie, die heel erg afhankelijk van de VS-import is, volgde de VS neerwaarts. Naarmate de internationale economie inkromp, daalde de groei van de VS-export drastisch waardoor de neerwaartse gang van de VS verergerde. Een wederzijds zich versterkende internationale neergang veroorzaakte, met de neergang in de VS-investeringen en economische groei tijdens de periode van het jaar midden 1999 midden 2000

tot aan het jaar midden 2000 midden 2001, de grootste achteruitgang in de naoorlogse geschiedenis van de VS.

In de loop van 2001 verlaagde de U.S. Federal Reserve de interestvoet met een recordbrekende snelheid en in een ongeëvenaarde mate. Met als resultaat dat de schulden van de huishoudens omhoog schoten waarbij aan de consumenten werd toegestaan om hun uitgaven op een snelle manier te doen stijgen. De bedrijven werden zo aangemoedigd om hun voorraden te herstellen. De angstaanjagende neerwaartse spiraal van de economie was tenminste tijdelijk stilgelegd, en het BBP steeg gedurende het eerste kwartaal van 2002 behoorlijk.

Nochtans, de winstcapaciteit van de bedrijven bleef op het laagste niveau in bijna twintig jaar, de investeringen bleven op een alarmerende manier kelderen, het handelstekort en het tekort op de lopende rekeningen bleven in crisis verkeren, en de aandelenmarkt, die dit allemaal weerspiegelde, kon zich niet opnieuw lanceren. Het resultaat bleef dus in hoge mate twijfelachtig. De bedoeling van dit artikel is juist om te voorzien in een beter inzicht in wat we mogelijks nog mogen verwachten.

Legenden over de hausse: het officiële verhaal

Het standaardverhaal over de VS-hausse vertrekt bij de 'Nieuwe Economie'. Het focust op het vooronderstelde genie van de VS-economie. Het vooronderstelt dat als de andere landen nu maar het VS-model zouden volgen, de problemen van de wereldeconomie zouden verdwijnen. Maar dat verhaal kan dit roze plaatje alleen voorschotelen als het focust op de voorspoedige jaren tussen 1995 en 2000, zonder in te gaan op de historische context of vergelijkingen; door de fatale onderliggende zwakheden van de hausse in die jaren te negeren; en door de VS-economie los te zien van het wereldsysteem als een geheel waarvan het verregaand was gebonden en waarvan de problemen haar uiteindelijk de das zou omdoen.

De Nieuwe Economie als ideologie van de beurshausse

In de officiële versie – die geconsacreerd werd in het door de Raad van Economische Adviseurs uit-

gegeven Economic Report of the President 2001 (uitgegeven begin 2001!) en in de toespraken van Alan Greenspan (te lezen op de website van de Federal Reserve) – steunde de VS-economie op haar open markten en op haar ondernemings- en financiële instellingen – in het bijzonder op haar hoogontwikkelde bedrijven met durfkapitaal, op haar hoogtechnologische startbedrijven, en bovenal op haar beurs – om een hoogst belangrijke revolutie in de informatietechnologie te ontketenen en een definitieve breuk tegenover de langdurige neergang te veroorzaken. De langdurige stagnatie van de jaren zeventig en tachtig werd dus voorondersteld het resultaat te zijn van een plotseling (onverklaard en niet aannemelijk gemaakt) opdrogen van innovatie die volgde op de naoorlogse hausse en die ogenschijnlijk verantwoordelijk was voor de langdurige vertraging in de productiviteitsgroei. Maar met een al even plotselinge beschikbaarheid van nieuw-economische technologieën begin de jaren negentig, zo gaat het verhaal althans, kregen bedrijven die het nodige ‘onvatbare kapitaal’ – in de vorm van inventiviteit, vaardigheid, organisatie etc. – konden mobiliseren, mogelijke winsten van een grootte zonder voorgaande voorgeschoteld. Bedrijven met durfkapitaal werden zo gemotiveerd om risicovolle, hoog technologische startbedrijven te financieren met het oog op hun potentieel om makkelijk overdadige winstnemingen te realiseren eenmaal de aandelen van die bedrijven voor het eerst op de beurs werden aangeboden aan enthousiaste investeerders die bereid bleken topprijzen te betalen ook al op basis van hun geloof dat het om eindeloos winstgevend ondernemingen ging. Voor dezelfde reden waren banken bereid deze risicovolle ondernemingen met leningen te voorzien.

Zoals de voorzitter van de Nationale Bank, Greenspan, onvermoeid bleef uitleggen, liet de belofte van de productiviteitsvoordelen van de Nieuwe Economie het te verwachten winstniveau stijgen, waardoor de aandelenprijzen de hoogte ingejaagd werden. De verhoging van de waarde van hun aandelen, lieten bedrijven toe – vooral deze in de sectoren van de technologie, media en telecomunicaties – om makkelijker aan de nodige financiering te geraken om te investeren (het “weelde-effect”). Meer snelle kapitaalsaccumulatie maakte verdere sprongen voorwaarts mogelijk in de technologie, waardoor de productiviteitsgroei nog verder kon stijgen. Dit laatste verhoogde de mogelijke winsten, de daaraan gekoppelde aandelenprijzen, en nog meer de investeringen, en leid-

de tot de door voorzitter Greenspan zo genoemde “deugdelijke cirkel” van economische expansie met de beurs en het durfkapitaal als middelpunt.

In dit verhaal kondigde de verbluffende herintrede op de beurs van Netscape Corporation in augustus 1995 het massieve potentieel van de Nieuwe Economie aan. Het zette de elkaar wederzijds ondersteunende beurshausse en economische hausse op de rails. De synergie tussen de beurs en de echte economie resulteerde in hetgeen waarop de Raad van Economische Adviseurs insisteert wanneer ze het heeft over de ‘uitzonderlijke vooruitgang in performantie’ gedurende de periode tussen 1995 en 2000. (*Economic Report of the President 2001*, p. 23)

De zeepbel-aangedreven hausse

In feite was de performantie van de VS-economie gedurende het hoogtepunt van de hausse, van 1995 tot 2000, misschien wel beter dan enige andere vijf jaar durende periode sinds het begin van de lange stagnatie in 1973, maar alles behalve uitzonderlijk. In termen van de gebruikelijke indicaties komt de performantie van de VS-economie in die vijf jaar durende periode tussen 1995 en 2000 niet in de buurt van die van de vijftien jaar durende periode tussen 1948 en 1973 – en de productiviteitsgroei, de vooronderstelde bron van een economische doorbraak in de VS, lag 15 % lager.

En toch, als de VS-hausse van de jaren negentig een stevige basis had gehad en zich had kunnen doorzetten, dan had ze wellicht wél de lange neergang, nationaal en internationaal, kunnen overstijgen. Maar veruit het opvallendste aspect van de economische expansie in de VS, in het bijzonder van 1995 tot 2000, was dat het geheel steeds meer afhankelijk was van de beursgekte (i.p.v. omgekeerd), omdat het maar verderging zonder gebaseerd te zijn op onderliggende winsten. De voornaamste ondernemings- en financieringsinstituten van de VS veroorzaakten met de onmisbare hulp van de US Federal Reserve, niet zozeer een hausse maar een zeepbel.

De durfkapitaalbedrijven leverden nogal wat financiën voor de hoogtechnologische startbedrijven. Maar hun bijdrage was eigenlijk minimaal, tot aan het laatste jaar van de jaren negentig toen de opgang van de aandelenprijzen op z'n hoogtepunt was. Op dat moment hingen de durfkapitaalbedrijven voor hun opbrengsten niet af van het actuele productiepotentieel van die bedrijven

of van hun verwaarloosbare mogelijkheid om winsten op te brengen. Ze konden daarentegen hun profijt halen uit de waanzinnig inflatoire opbrengsten die gegenereerd werden uit de verkoop van de aandelen van die bedrijven bij hun beursintroductie.

Meer in 't algemeen hielpen investeerders in aandelen wel sommige van deze startbedrijven, als ook een aantal andere meer gevestigde informatiebedrijven, te financieren door hun aandelen te kopen. Maar dat deden ze niet omdat deze bedrijven op basis van hun krachtige technologieën grote winsten konden voorleggen, maar eerder omdat speculatie de prijzen van hun aandelen de stratosfeer inschoot. De meeste E-bedrijven slaagden er nooit in winst te maken; en zelfs de leidende technologische, media- en telecommunicatiebedrijven (TMT) in het hart van de 'Nieuwe Economie' konden geen winstcijfers voorleggen die zelf maar in de buurt kwamen van de prijs van hun aandelen.

De bedrijven lanceerden wel een grote heropbloei van investeringen en waren daardoor in staat hun productiviteit te laten groeien. Maar ze konden dat alleen omdat hun inflatoire aandelenprijzen hen zo makkelijk toegang gaf tot kapitaal; niet omdat de 'Nieuwe Economie' winstmogelijkheden bood. De groeiende kloof tussen de aandelenkoersen en de winsten stuurde tegelijk de expansie, zorgde voor de teloorgang van die expansie, en bracht ze tot een gierende stilstand in 2000-2001. Dit is een punt waarop er noodzakelijk moeten terugkomen.

Volgens de laatste analyse kon de VS-economie haar winstmogelijkheden en haar voortstuwende kracht voorbij midden-2000 niet vasthouden, omdat ze onlosmakelijk verbonden bleef met een wereldeconomie die geplaagd bleef met stagnatie die veroorzaakt werd door de durende en steeds weer opflakkerende overcapaciteit en overproductie. De onderliggende zwakte van het totale systeem en van de VS-component daarin, manifesteerde zich in het feit dat, gedurende de gehele evolutie van de jaren negentig, de economische prestaties van alle geavanceerde kapitalistische economieën samen, op geen enkele manier – groei van het BNP, inkomen per hoofd van de bevolking, arbeidsproductiviteit en reële lonen, maar ook werkloosheidsniveau – niet beter waren dan tijdens de jaren tachtig. En die jaren tachtig

waren minder goed dan de jaren zeventig, die natuurlijk zelf niet in de buurt kwamen van de jaren zestig of vijftig.

Je kan het ook zo stellen dat zelfs al werden neoliberale marktgerichte maatregelen sinds de jaren tachtig steeds duidelijker geïmplementeerd, dan nog blijkt de economie van de kernlanden van het kapitalisme steeds minder in staat om de producten af te leveren, in het bijzonder voor de grootste delen van hun bevolking. Voor de ontwikkelde kapitalistische wereld als een geheel, viel de groei van de lonen op haar laagste punt sinds de Tweede Wereldoorlog, bleven de werkloosheidscijfers zweven tot op, of nabij de hoogste naoorlogse pieken (buiten de VS), en krompen de welvaartsstaten aan diverse snelheden in. Dit alles was bovendien het geval, ondanks de enorme stimulans die op een kunstmatige wijze aan de wereldeconomie werd gegeven door de luchtbelgedreven hausse in de VS.

Heropleving in de VS, internationale stagnatie, 1985-1995

Aangezien de mondiale economie gedurende het laatste decennium niet in staat bleek om de lange terugval op een beslissende wijze te overstijgen, moet de lange terugval het vertrekpunt blijven om inzicht te verwerven in de huidige en komende evoluties. In dit opzicht gaat het huidige verhaal de andere richting uit dan de officiële versie. Er zijn dus weinig bewijzen die duiden op een vermindering van de technologische vooruitgang of het aantal vernieuwingen in de jaren zeventig en tachtig. Er zijn wel onweerlegbare bewijzen in die jaren voor een voortdurende, sterk verminderde rentabiliteit, vooral in de VS- en de internationale productiesector. En die is voor een groot deel verantwoordelijk voor de langdurige vertraging van de kapitaalsaccumulatie; het is de vertraagde investering die grotendeels verantwoordelijk is voor de langdurige, systeemomvattende vertraging van innovatie en productiviteitsgroei.

De lange terugval

Kort en schematisch voorgesteld bracht de intensivering van de internationale concurrentie in de late jaren zestig en de vroege jaren zeventig – vooral aangedreven door de opgedreven introductie van lagekostenproducenten uit Japan maar ook uit West-Europa – de langdurige naoorlogse hausse tot stilstand. Dit gebeurde omdat het zorgde

voor systeemomvattende overcapaciteit en overproductie en de daardoor verhaaste zakkende rentabiliteit in de systeemomvattende productie, die grotendeels voor een grote productiviteitsdaling in de ontwikkelde kapitalistische economieën in hun geheel verantwoordelijk waren. Scherpe dalingen van de winstcijfers op productievlak kwamen in de VS voor het eerst voor in de tweede helft van de jaren zestig en veroorzaakte eenzelfde effect voor alle economieën in de G-7-landen. Door de scherpe devaluatie van de dollar in het begin van de jaren zeventig en de daaraan beantwoordende opwaardering van de yen en de mark, kregen Japan en Duitsland een behoorlijk deel te verwerken van de algehele rentabiliteitsdaling.

Gedurende het verloop van de jaren zeventig verergerde de overproductie en overcapaciteit nog. Over heel de wereld neigden bedrijven ertoe om de rentabiliteits- en concurrentieproblemen te beantwoorden met een verhoging van de investeringen in hun eigen branches, eerder dan over te schakelen op nieuwe. Dit gebeurde omdat ze beschikten over grote hoeveelheden aan "eigen-domskapitaal" – banden met leveranties en klanten en bovenal technologische capaciteit – waarvan ze geen gebruik in andere industrieën konden maken. Maar daardoor reproduceerden en verergerden ze het oorspronkelijke probleem. Terzelfder tijd vonden bedrijven uit de nieuw ontwikkelende economieën van Oost-Azië – en tot op zekere hoogte ook uit Brazilië, Mexico en nog een paar landen – dat ze toch in sommige branches een winstgevend instap konden ondernemen, ondanks de reeds bestaande overcapaciteit, wat de situatie alleen maar erger maakte. Alleen subsidiëring van de vraag met gemeenschapsgeld volgens het Keynesiaanse 'deficit-spending'-model voorkwam gedurende de jaren zeventig een diepe crisis.

Met als bedoeling om de inflatie in te dijken en de winstcijfers te herstellen, probeerden, bij het begin van de jaren tachtig, de VS en andere ontwikkelde kapitalistische landen om de internationale overcapaciteit en overproductie die ze hadden geërfd van het Keynesiaanse tijdperk, tegen te gaan door de interestvoeten te verhogen en zwaar te bezuinigen. Deze maatregelen waren oorspronkelijk ontworpen om de werkloosheid op te drijven om zo de verhoging van de lonen tegen te gaan. Maar ze waren ook bedoeld om de grote brok van productiemethoden met hoge kosten en lage opbrengst, die de winstmogelijkheden laag

hielden, eruit te kieperen. Hoe dan ook, het onmiddellijke resultaat van de implementatie van deze maatregelen was de uitbarsting van de schulden crisis in de Derde Wereld die samenging met een serieuze recessie die dreigde om te slaan in een depressie in de VS. Het Keynesianisme moest van de weeromstuit heringevoerd worden, onder de vorm van Reagans gigantische militaire uitgaven en belastingverlagingen voor de rijken.

De combinatie van een strikte muntpolitiek en hoge overheidstekorten die in de VS de overhand haalden, was onmisbaar om de ontwikkelde kapitalistische economieën draaiende te houden. Dit was in het bijzonder zo omdat de meeste van deze economieën een harde loonpolitiek en harde bezuinigingsmaatregelen op sociaal vlak hadden geïntroduceerd waardoor de binnenlandse vraag terugviel en die landen steeds afhankelijker werden van hun export en, in laatste instantie, van de stimuli die uitgingen van de VS-uitgaven. Maar de mix van de VS-beleidsmaatregelen vertraagde ook enigszins de uitstoot van overbodige en kostelijke bedrijfsvestigingen, machinerie en arbeid, die nog nodig was om de rentabiliteit te herstellen en – het allerbelangrijkste – ze verhoogde de reële interestvoeten. De ontwikkelde kapitalistische staten waren duidelijk niet van plan om dat soort erge depressie te blijven ondersteunen die in het verleden al eens van pas was gekomen om de overdadige productiemiddelen en arbeidskracht te elimineren en te voorzien in de fundering voor een nieuwe start. Maar de prijs voor de economische stabiliteit waren de kosten voor leningen op recordhoogte, die in combinatie met nog steeds lage rentabiliteitscijfers de kapitaalsaccumulatie en economische groei beteugelden waardoor die tot op het einde van het decennium sterk afhankelijk bleven van de overheidstekorten.

Met zo'n scherpe daling van de mogelijkheden om mooie resultaten te behalen met investeringen in nieuwe afdelingen en uitrusting, keerde het kapitaal zich gedurende de jaren tachtig snel in de richting van de financiering. Maar aangezien de reële economie zo'n kleine surplussen opleverde, was het niet makkelijk om winsten te purely uit leningen of speculatie, behalve met de directe of indirecte hulp van de regeringen – zoals bijvoorbeeld via staatsleningen met hoge interesten of door gebruik te maken van de corruptiemogelijkheden die samengingen met de regeringsplannen voor deregulering en privatisering. Tegen het einde van het decennium barstte de grote luchtbel van het commerciële onroerend goed. De gekte

van vriendelijke en vijandelijke overnames en fusies, zonder twijfel het wezenskenmerk van de financiële expansie van de tachtiger jaren, zakte ook in elkaar. Bedrijven die zwaar in de schulden staken en openlijk uitgeklede banken werden in een precaire conditie achtergelaten, waardoor de recessie die toesloeg in 1990 verergerde en verdiepte. De economische stagnatie bestendigde zich dus tot in de beginjaren negentig.

Het herstel van de VS-productie

Tegen de achtergrond van nog steeds heel erg gereduceerde opbrengstvoeten en een internationale groeivertraging, bereikte de productie in de VS, en daarmee ook de private economie als een geheel, tussen 1986 en 1995 een opvallend herstel van de winstcapaciteit en uiteindelijk van haar vitaliteit. Men ging in de leer bij de leidende internationale concurrenten in Duitsland en Japan om tot een krachtige heropleving te komen van het internationale concurrentievermogen en de exporten. Maar VS-producenten verbeterden hun concurrentie- en winstvermogen niet door de investeringen te verhogen om de productiviteit te op te drijven – of tenminste toch niet tenzij heel laat in het spel. Ze deden het integendeel door middel van de klassieke kapitalistische methodes van het uitschakelen van productiemiddelen die veel kosten en weinig opbrengen, en van het herverdelen van het inkomen los van zowel de arbeid als hun overzeese rivalen.

Tijdens de uitgebreide cyclische neerwaartse evoluties van de eerste helft van de jaren tachtig en het eerste derde van de jaren negentig ontteden de bedrijven in de VS zich van grote massa's productiemiddelen met hoge kosten en, lage opbrengsten, en vooral van arbeid. Ze zetten daarmee de trend in van een heropleving van de productierentabiliteit zonder de hulp van een groei van de investeringen. Ze profiteerden ook door het virtueel bevrozen van de reële lonen gedurende het decennium na 1985, en deden hun voordeel met de belastingverminderingen van de Reagan-administratie waardoor de winsten-belasting aanzienlijk groeiden. In diezelfde perio-

de konden ze ook heel erg profiteren van de devaluatie van de dollar van 40 tot 60% tegenover de mark en de yen. De lont van een muntherschikking werd ontstoken in 1985 toen de VS haar bondgenoten en rivalen verplichtte zich akkoord te verklaren met het Plaza Akkoord dat opriep om de dollar te doen dalen uit de hoogten die het gedurende de eerste helft van het decennium had bereikt. Uiteindelijk, toen de Clinton-administratie zich in 1993 installeerde, zocht ze naar een evenwicht in haar budget. Op die manier verminderde ze de groei van de totale vraag en hielp daardoor een beetje zowel de inflatie in te dammen als de langetermijnrente te doen dalen, waardoor het concurrentievermogen verbeterde terwijl ook de neerwaartse druk op de lonen verder werd volgehouden.

Tussen 1985 en 1995 verhoogde de VS-productiesector zijn winstcijfers met ongeveer twee derden. Daarmee slaagde men er ook in om de rentabiliteit van de *private sector als een geheel* boven het niveau van 1973 op te tillen en dit voor de eerste maal in meer dan 20 jaar. Dit herstel van de productierentabiliteit van de VS was heel erg afhankelijk van het buitengewone herstel van het concurrentievermogen van haar productiesector, en de export steeg in dit decennium meer dan ze ooit had gedaan in eender welke naoorlogse tienjarige periode. Het belangrijkste resultaat was het overstijgen van de lange periode van stagnatie van de investeringen in de productie. Vanaf ongeveer 1994 versnelde de kapitaalsaccumulatie en de productiviteit ging er met sprongen op vooruit. Daarmee werd de stijging van de rentabiliteit versterkt en werd de weg vrijgemaakt voor de expansie van de jaren negentig.

De impasse van de Japanse en West-Europese productie

In een ideale wereld waar de gespecialiseerde producties wederzijds complementair aan elkaar zouden zijn, zou de heropleving van de VS-economie er voor gezorgd kunnen hebben dat de gehele wereldeconomie een nieuw tijdperk van groei zou zijn binnengetroten. Maar, voor midden de jaren negentig, in de echte wereld waar er een overcapaciteit van productie heerste en er overbo-

De combinatie van een strikte muntpolitiek en hoge overheidstekorten die in de VS de overhand haalden, was onmisbaar om de ontwikkelde kapitalistische economieën draaiende te houden.

dige productie was, zorgde het herstel van de VS niet alleen voor slechts heel weinig economisch dynamisme op wereldschaal, maar bovendien ging dat herstel voor een groot deel ten koste van de economie van de leidende concurrenten en handelspartners, in het bijzonder Duitsland en Japan. De reden daarvoor was dat tot het einde van 1993 dat herstel plaatsvond tegen de achtergrond van een voortdurende internationale overcapaciteit en overproductie in de productiesector.

De producenten in de VS verzekerden zich dus van vooruitgang op het vlak van de rentabiliteit, in de eerste plaats door middel van een dalende dollar en in wezen verlaagde reële lonen, als ook door de vermindering van de bedrijfsbelastingen, maar zonder het voordeel van veel groei in de investeringen. Via hetgeen eigenlijk een nuloperatie was, verhoogden ze hun opbrengstcijfers door hun kosten omlaag te halen zodat ze behoorlijke marktaandeelen van hun rivalen konden binnenhalen, doordat ze die opzadelden met hun lagere prijzen. Maar in dit proces genereerden ze nauwelijks een groei van de vraag, noch qua investeringen noch qua consumptiegoederen, naar de producten van hun rivalen. Toen de VS-regering in 1993 haar begroting in evenwicht begon te brengen, kreeg de vraaggroei die de VS genereerden op de wereldmarkt een bijkomende negatieve shock.

Als andere kant van de medaille zagen de productie-economieën van Japan, Duistland en de rest van West-Europa zich steeds nadrukkelijker in de tang genomen. Hun opgewaardeerde munten, zowel als de relatieve snelle groei van hun lonen, zorgden ervoor dat hun concurrentievermogen erop achteruit ging, en legden aldus een versterkte neerwaartse druk op hun winstmogelijkheden in de productie en op de kapitaalsaccumulatie op. Ondertussen zorgde de vermindering van groei in de investerings-, consumenten- en overheidsvraag, die in de gehele economie te voelen was, voor een verminderde koopkracht, zowel op nationaal als internationaal vlak en in het bijzonder in de VS. Die economieën konden dus de verergerende problemen van de tweede helft van de jaren tachtig niet ontkomen, net zo min als een ernstige crisis gedurende de eerste helft van de jaren negentig, en vanaf 1991 belandden ze in de ergste recessie van het naoorlogse tijdperk. Toen, in het midden van het decennium, de yen tot 79 voor een dollar steeg, konden de Japanse producenten nog nauwelijks enige winst maken en begon de Japanse economie zowat te bevriezen.

De beursbel als motor van de expansie, 1995-2000

Tegen de lente van 1995 was de stijging van de yen een bedreiging gaan vormen voor de internationale economische stabiliteit. De VS-regering, die nog maar pas door de Mexicaanse Peso-crisis en het daaraan verbonden Tequila-effect getraumatiseerd was, dacht dat ze geen andere keuze meer had dan de Japanse productie-economie bij te springen. Dit gebeurde op ongeveer dezelfde wijze waarop de Japanse en Duitse regeringen de productie-economie van de VS hadden bijgesprongen toen die op een crisis afstevende in 1985, namelijk door in samenwerking met de andere G-3-mogendheden, een nieuwe stijging van haar munt te bewerkstelligen. Het zogenaamde omgekeerde Plaza Akkoord van de zomer van 1995 betekende een keerpunt voor de wereld-economie, aangezien de op deze wijze veroorzaakte stijging van de dollar en de daaraan gekoppelde Oost-Aziatische munten, en de daaraan parallelle daling van de yen en de mark, een trendbreuk initieerden t.o.v. het internationaal economisch ontwikkelingspatroon dat steeds de bovenhand had gevoerd in het voorgaande decennium.

Dalende rentabiliteit, stijgende aandelenkoersen

Met de stijging van de dollar vanaf eind 1995 na een decennium van waardedaling, verschoof het gewicht van de voortdurende internationale overcapaciteit en overproductie in de productiesector, weg van Japan en West-Europa, terug naar de VS. De heropgewaardeerde munt dwarsboomde zo meteen die grote verbetering van het concurrentievermogen van de VS-productie die de heropleving van de VS-rentabiliteit had ondersteund. In 1996 en 1997 was de expansie van de VS-productie in staat zichzelf te ondersteunen, daar de resultaten omhoogschoten, de groei versnelde en de productiekosten op een indrukwekkende wijze daalden. Maar niettemin verloor de VS-productie aan vitaliteit omdat die gevangen zat tussen de intense neerwaartse druk op de prijzen veroorzaakt werd door de internationale overvloed aan productiegoederen en de stijging van de eigen relatieve kosten omwille van de stijgende dollar-coers. Waren, inderdaad, de producenten in de VS er in die paar jaar niet in geslaagd om de reële lonen effectief naar beneden te halen, dan begon de productierentabiliteit meteen weer te dalen. Maar het betekende slechts uitstel van executie.

Ondertussen pompten, in 1995, onder de condities van het Omkerend Plaza Akkoord waarmee de G-3-mogendheden hadden besloten tot de grote ommekeer in de dollar/yen/mark-koersverhoudingen, de VS-, de Duitse en vooral de Japanse regering grote hoeveelheden geld in de VS-geldmarkt om de dollar op te waarden, vooral door de aankoop van schatkistcertificaten. De Oost-Aziatische regeringen, maar ook de 'hedge fund'-speculanten over heel de wereld deden hetzelfde. Daardoor daalde de langetermijnrente in de VS scherp, op het zelfde moment dat de Federal Reserve de kortetermijnrente naar beneden duwde (bedoeld om de Mexicaanse Peso-crisis te bestrijden).

De enorme versoepeling van de financiële markten die aldus ontstond in 1995, en ook de koersstijging van de dollar zelf, stak de lont aan de grote beurshausse. Tot dan toe – tussen 1985 en 1995 – waren de aandelenkoersen in de VS al behoorlijk gestegen, maar niet sneller dan de winstcijfers van de bedrijven. Met andere woorden, de stijging van de beurs werd tot 1995 volledig verantwoord door de onderliggende stijging van de bedrijfswinsten. Maar van dan af lieten de aandelenkoersen de bedrijfswinsten ver achter zich, in het bijzonder toen de winstcijfers van de productie niet verder meer stegen en zelfs daalden. De grootste beursbel uit de geschiedenis van de VS blies zich op.

Wanneer de internationale financiële verschuivingen van 1995 de beurshausse begonnen, bestendigen Alan Greenspan en de bedrijfsleiders die nog verder. Tegen eind 1996 uitte Alan Greenspan in het publiek zijn bezorgdheid over de 'internationale beurseuforie'. Maar weg van het publieke podium was hij duidelijk meer bezorgd over het mogelijk struikelen van de VS-economie, in het bijzonder toen de dollarkoers maar bleef stijgen en de economische groei aanvankelijk aarzelde. Daarom deed Greenspan geen inspanningen om de enorme toename van liquiditeiten te controleren die was ontstaan door de instroom van buitenlandse geld en zijn eigen verlaging van de interestvoeten. Een kwartpunt stijging begin 1997 niet te na gesproken faalde Greenspan in feite om de interestvoeten te laten stijgen tussen het begin van 1995 en midden-1999, met als resultaat dat in de tweede helft van de jaren negentig, de geldtoevoer verviervoudigde in vergelijking met de eerste helft van dat decennium. Het makkelijke

geld-regime van Greenspan dreef de beurs steeds hoger en pookte daarmee, helemaal niet toevallig, het 'weelde-effect' op – d.w.z. het leverde bedrijven en huishoudens een verhoogde papieren rijkdom die hen gemakkelijker toeliet om aan leningen te geraken, en wat de bedrijven betrof ook om aandelen uit te geven tegen geïnflateerde prijzen, en om zo hun investeringen en consumptie op te drijven, die de economische expansie ondersteunde.

De VS-bedrijven waren er snel bij om te profiteren van het gemakkelijke geld waarvoor Greenspan had gezorgd. Tussen 1995 en 2000 verhoogden ze het bedrag van hun leningen van een fractie van het bruto bedrijfsproduct, tot recordhoogtes, niet zozeer om nieuwe afdelingen of machinerie te bekostigen, maar primair om de kosten te dekken voor de terugkoop van hun eigen aandelen. Op die manier ontweken ze het trage vervelende proces van het creëren van aandelenwaarde d.m.v. het werkelijk met winst produceren van goederen en diensten, en dreven ze de prijs van hun eigen aandelen direct op ten voordele van hun aandeelhouders én van hun eigen managers die voor een groot deel werden uitbetaald met aandelenopties. De VS-bedrijven waren tussen 1995 en 2000 de grootste netto-aankopers op de beurs.

Het weelde-effect van de stijging van de aandelenkoersen

De galopperende beurs maakte dat de VS-expansie bleef duren en zelfs versnelde tussen 1995 en 2000 ondanks het feit dat de neerwaartse druk op de productiewinsten de initiële solide basis van die expansie wegsloeg. Naarmate de papierwaarde van de activa ver boven elke mogelijke onderliggende economische waarde uitsteeg, kregen de bedrijven bovenop hun winsten, grote alternatieve – vrijwel kosteloze – financieringsmogelijkheden. Ze konden overgewaardeerde aandelen uitgeven; ze konden zich ook verzekeren van eindeloze kredietmogelijkheden door de overprijsde aandelen te gebruiken als onderpand. Ze konden dus de groei van hun kosten voor nieuwe filialen en uitrusting bijhouden en zelfs nog uitbreiden, ondanks het relatief dalend aandeel van de winsten. Dankzij dit weelde-effect verkreeg de expansie een groeiende vitaliteit.

Grenzen aan het weelde-effect

Hoe dan ook, een economische expansie die aan gedreven wordt door omhoogschietende aandelenprijzen in een situatie van stagnatie of daling van de winsten, had slechts een beperkte toekomst. De neerwaartse winstvoet moest vroeg of laat z'n sporen nalaten op de beurs. Eenmaal de beurswaarden begonnen te dalen zou het weelde-effect zelfs omslaan in zijn tegendeel en plots een economie laten verschijnen die zich geconfronteerd weet met een steeds groter wordende overcapaciteit.

De internationale crisis van 1997-1998

Op dat moment waren de winstvoetproblemen en aandelenballonnen evenmin beperkt tot de VS. Tussen 1985 en 1995 hadden de Oost-Aziatische productie-economieën een buitengewoon grote, exportgebaseerde groei meegemaakt, die hoofdzakelijk steunde op de ontwaarding van hun munten. Deze gedevalueerde munten, die gekoppeld waren aan de devaluerende dollar, vergrootten het concurrentievermogen en de marktaandelen van hun economieën ten opzichte van de Japanse rivaal. Ze verplichtten de Japanse producenten ook om hun basisproductie te delocaliseren naar Oost-Azië en om, achtereenvolgens, een groot deel van hun kapitaal en intermediaire goederenexport in dezelfde richting te heroriënteren. Maar begin 1995 lagen de kaarten anders. Diezelfde stijgende dollar die de winstvoet van de productie in de VS parten speelde en de aandelenkoersen de hoogte injaagde, trok ook de waarde van de Oost-Aziatische munten omhoog. De economieën van Oost-Azië begonnen dus ook, zoals de VS, de gevolgen te ervaren van diezelfde dubbele trend van dalend productief concurrentievermogen dat leidt naar een neerwaartse druk op de winstvoeten aan de ene kant, en van een instroom van buitenlandse fondsen die leidt naar een opwaartse druk op de beurswaarden aan de andere kant.

De kettingreactie hield daar niet op. Tussen 1985 en 1995 hadden de Japanse producenten, als antwoord op de hoge yen, de productie hergeoriënteerd naar Oost-Azië, waarbij de uitvoer van de kapitaalgoederen in de regio verhoogd werd en de basisproductie naar ginder ondertussen gedelocaliseerd werd. Toen de waarde van de yen, in het licht van het Omkerend Plaza Akkoord, vanaf 1995 daalde, slaagden de Japanse producenten erin om de thuismarkt te heroveren op hun Oost-Aziatische rivalen en hen ook uit andere markten

te verdrijven. Maar de crisis in de Oost-Aziatische productie die daarvan het gevolg was, kon niet anders dan als een boomerang terugkeren. Oost-Azië was immers nog maar pas de beste markt geworden voor de Japanse bedrijven en banken, en daarvan werden ze nu beroofd. Tegen 1998 was Japan in een recessie beland.

Maar ook de VS-economie bleek niet onkwetsbaar. In de nasleep van de explosie van de beurswaarden en de grond- en bouwrijzen, en de daaropvolgende geldvlucht uit de regio, brak de Oost-Aziatische crisis in alle ernst in 1997-'98 uit en werd snel verergerd door het hervallen van Japan in negatieve groei. De VS-producenten verloren marktaandelen in Oost-Azië en Japan en werden geschaad door goedkope Oost-Aziatische goederen op hun buitenlandse en thuismarkten. Na gedurende het grootste deel van het decennium met een ongekend ritme te zijn gegroeid, stagneerde de VS-exportgroei abrupt in 1998 en 1999, terwijl de import bleef groeien aan het voorafgaande versnelde tempo. In het licht van zo'n druk, daalde de winstvoet van de VS-bedrijven met 17% tussen 1997 en 2000, en veroorzaakte een daaraan beantwoordende daling van de niet-financiële bedrijfswinstvoet van 9% in die periode (de niet-financiële bedrijfswinstvoet van de niet-productiesectoren daalde helemaal niet).

Ondertussen begonnen, vanaf midden 1998, de beurswaarden van de VS-bedrijven scherp te dalen; als antwoord op de daling van de bedrijfswinsten die veroorzaakt werd door de dubbele druk die uitging van de Oost-Aziatische crisis en de geïnflateerde dollar. Als gevolg van het Russische falen en de Braziliaanse crisis, doken de VS tijdens het begin van de herfst van 1998 in hun ergste naoorlogse financieel-economische crisis. Maar als de VS in een recessie geraakten, dan kon een groot deel van de rest van de wereld, die toch zo van de VS-markt afhankelijk is, in een depressie geraken.

De Nationale Bank van de VS ondersteunt de luchtbel en de luchtbel ondersteunt de hausse

In september-oktober 1998, toen de financiële markten wereldwijd bevroren, ontwierpen Alan Greenspan en de Federal Reserve (Nationale Bank) hun fameuze uitkoop van de LTMC 'hedge fund' en verlaagden ze de interestvoeten tot drie keer toe. Ze deden dat in eerste instantie, om de daling van de beurs te stoppen en de crisis te bevechten die het gehele internationale financiële systeem bedroeg. Maar Greenspans doel was op

korte termijn niet alleen het afwenden van de ineenstorting van de beurs en de financiële markt. Hij wilde ook de investeerders in aandelen verzekeren dat hij aanstuurde op een stijging van de aandelenprijzen ... zodat het 'weelde-effect' van de voortdurende stijging van de beurs de VS- en wereldeconomie zou doen omslaan.

Wat Greenspan probeerde, zou je gemakkelijk 'beurs-Keynesianisme' kunnen noemen. In het traditionele Keynesianisme werd de vraag 'gesubsidieerd' door oplopende overheidsschulden (– de overheid gaf meer uit dan ze ontving van de belastingen : 'deficit spending'). In Greenspans versie, daarentegen, zou de vraag stijgen doordat de bedrijven en rijke aandeelhouders groeiende privé-schulden op zich nemen, waarbij ze aangemoedigd werden om meer uit te geven dan hun middelen toelieten door de toenemende papierwaarde die vertegenwoordigd werd door de toenemende waarde van hun aandelen. Tegen 1997-'98 had de campagne van de VS om het overheidshudget in evenwicht te krijgen, de 'deficit spending' gereduceerd tot nul, én een terugkeer naar dat traditionele Keynesianisme was uitgesloten. Om de investeringen en de consumentenvraag aan te porren, om zo een tegengewicht te vormen voor de achteruitgang van het concurrentievermogen, de export en de winstmogelijkheden van de ondernemingen, kon de Nationale Bank dus niet veel anders doen dan de beurs omhoog dwingen en dus de economie nog meer van het weelde-effect afhankelijk maken.

Door de aandelenbeurs materieel te herbevestigen en te hameren op de Nieuwe Economie, bereikte Alan Greenspan voor een groot deel zijn doelen en schreef daarmee geschiedenis. Tussen eind-1998 en midden-2000 stegen de beurskoersen en kende de VS-economie bijgevolg een koortsachtige heropleving. Door de stijging van de aandelenkoersen tot ongekende hoogten, ondanks de gelijktijdige daling van de winstvoet, kregen alle bedrijven – maar in het bijzonder de bedrijven in de telecommunicatie, media en technologie (TMT), die een onevenredig groot voordeel ondervonden van die beursstijgingen – toegang tot vrijwel gratis fondsen. Op deze basis ontketenden ze een nieuwe groeigolf met de bijhorende

stijging van kapitaalsaccumulatie en productiviteit, waardoor de expansie nog meer versnelde ...

Ten laatste maar niet in het minst, had de gigantische stijging van de vraag in de VS die resulteerde uit de versnelling van de expansie en de steeds maar stijgende dollarkoers, de wereldeconomie gered uit haar crisis van 1997-'98 en een nieuwe internationale economische heropleving ingezet in 1999-2000. De impact van de zeer snelle groei van de invoer uit de VS was het duidelijkste in

Oost-Azië waar de vraag – zonder voorafgaande – naar high-tech-onderdelen zowat op z'n eentje verantwoordelijk was voor de omslag van de depressie waarin die NIC-economieën, en tot op zekere hoogte ook Japan, zich bevonden, naar een snelle groei. Maar het liet zich ook voelen in West-Europa waar

de VS-vraag naar auto's, machine-onderdelen en andere producten een snelle comeback voor de Duitse en Italiaanse economieën mogelijk maakte, terwijl bovendien de lage Eurokoers de derdewereldmarkten toegankelijker maakte.

Van beurscrash naar recessie

De beurs bevond zich al boven de afgrond, maar zoals dat bij tekenfilmfiguurtjes gebeurt, maakte dat niets uit zolang de beursinvesteerders weigerden naar beneden te kijken en zich zorgen te maken over de winstmogelijkheden van de bedrijven. Gedurende de laatste paar jaar van het decennium werd de daling van de winstvoet voor een tijdje gedeeltelijk gemilderd door een stijging van de productiviteit die werd gerealiseerd door middel van toenemende investeringen die op basis van de gestegen beurswaarden gefinancierd werden. Ze werd ook gedeeltelijk tegengegaan door een verhoogde consumptiegroei aan de kant van de rijkste 20% van de VS-huishoudens, die genoot van niet minder dan 90% van de toename van de rijkdom die het gevolg was van de beursstijgingen, en die op zichzelf verantwoordelijk was voor de daling zonder voorgaande, van de persoonlijke spaartegoeden in de VS gedurende de jaren negentig. Hoe dan ook, de realiteit dat zelfs ondanks de versnelde productiviteits- en consumptiegroei in die jaren, de bedrijfswinstvoet significant daalde en de capaciteitsefficiëntie

Wat Greenspan probeerde,

zou je gemakkelijk

'beurs-Keynesianisme'

kunnen noemen.

niet steeg, duidde erop dat de overcapaciteit reeds grote proporties had aangenomen op het moment dat de hausse z'n zenit bereikte.

Uiteindelijk begon de beurs te vallen vanaf de lente van 2000 en ging definitief neerwaarts vanaf de late zomer van 2000 toen een schijnbaar eindeloze reeks van winstwaarschuwingen de aandelenprijzen onderuithaalden. Een enorm aantal e-commerce-firma's die nog nooit positieve winstresultaten hadden voorgelegd, gingen er als eerste onderuit, omdat ze gewoon zonder kapitaalfondsen kwamen te zitten. Maar al gauw werden alle leidinggevende bedrijven van de TMT-sector in de val meegesleurd, waaronder de beurslievelingen als de uitrustingsproducenten Cisco, Lucent en Nortel en de componentenproducenten JDS Uniphase en Sycamore. Tegen het begin van 2000 was er misschien al een derde van de totale uitstaande bedrijfswaarden in rook op gegaan.

Als een gevolg van de val van de waarden van de aandelen sloeg het weelde-effect scherp in zijn tegendeel om. Met hun scherp gedaalde aandelen op papier was het voor bedrijven en huishoudens niet alleen moeilijk geworden om te lenen, maar was het ook niet meer aangewezen om het nog te doen, in het bijzonder sinds de groeiende dreiging van faillissementen en werkloosheid hen ertoe hadden gebracht om te proberen hun overbelaste balansen in orde te brengen. Op hun beurt moesten ze natuurlijk besparen op kapitaalkosten en consumptiegoederen. Maar omdat de investeringsgroei daalde, daalde ook de productiviteitsgroei waardoor de winstvoet nog meer onder druk kwam te staan.

Vooraf bevond de economie zich in een situatie waarin ze over grote aantallen vestigingen, uitrusting en software beschikte die op geen enkele manier konden gerealiseerd worden, zeker nu de consumptiegroei was ineengezakt. De veroorzaakte overcapaciteit had in 2001 tot gevolg dat de absolute winstcijfers in de productiesector waren gedaald met 60% tegenover hun hoogtepunt in 1997 en dat de winstgraad in de niet-financiële bedrijfssector als een geheel 25% lager dan het toppunt in 1997 uitkwam.

Omwille van de impact van het omgekeerde weelde-effect en in het licht van een gigantische overcapaciteit, viel de output- en investeringsgroei sneller terug dan in eender welke vergelijkbare periode sinds WO II. De groei van het bruto binnenlands product verminderde van 5,2% in het

jaar dat eindigde midden-2000, tot 0,8% (op jaarbasis) in de eerste helft van 2001, en in dezelfde periode daalde de niet-residentiële investeringsgroei van 11% tot min 7,4%. De kern van de recessie wordt uitgemaakt door het ineenzakken van de investeringen in het licht van een productie-overcapaciteit en het verschrompelen van de winstvoet.

De werkgelegenheid in en de output van de productie begon serieus te dalen als een onmiddellijk gevolg van de beurscrash en het verval van de winstvoet. De manuren in de productiesector daalden met een schrikbarende 12% tegenover de piek tussen 1997 en het eerste kwartaal van 2002. Maar het was pas vanaf ongeveer midden-2001, dat de VS-economie als een geheel, volledig de duidelijke inkrimping van de markt voelde die op deze afname van groei en kapitaalsaccumulatie volgde, en algemene maatregelen nam om zichzelf te beschermen. Vanaf dan hebben de non-productieve bedrijven van de VS grote zwikken van hun productiecapaciteit afgegooid – voornamelijk hun arbeidskrachten – in een poging om hun balansen in evenwicht te krijgen. Daarmee zetten ze hun rivalen onder grote druk om het zelfde te doen. Dit accumuleerde in een krachtige neerwaartse spiraal waarbij dalende investeringen en consumptie leidden tot een verhoging van het aantal ontslagen, faillissementen en loonmatigingen die opnieuw een sterke terugval van de vraag veroorzaken, waardoor de druk op een verergering van de recessie groter wordt ...

Toen de VS in een recessie aanbeland waren, volgde de rest van de wereld zo goed als direct. De laatste opwaartse beweging van de beurs had de functie gehad om niet alleen de economie van de VS, maar die van de gehele wereld te redden van de internationale economische crisis van 1997-'98 die in Oost-Azië was ontstaan. Maar naarmate de aandelenkoersen en de investeringen in de VS ineens stortten, in het bijzonder in de technologiesector, begon de film achterstevoren te lopen. Door de impact van de ineensstorting van de VS-import verloren de economieën van Oost-Azië, Japan, en misschien ook West-Europa nog sneller stoom dan de VS. En naarmate dat gebeurde, ging de VS-export er nog sneller op achteruit. Het resultaat was een elkaar wederzijds versterkend internationaal recessieproces.

Kan een op expansie gericht beleid het tij keren?

Om de schrikbarende plotse duik van de economie in de loop van 2001 te keren, verlaagde de Federal Reserve de rentevoeten extreem scherp en uiterst snel. Het idee daarachter was natuurlijk om de uitgaven te stimuleren door de reële kosten voor leningen uitzonderlijk veel te drukken.

Maar niettemin had het van bij het begin evident moeten zijn dat deze politiek weinig directe effecten zou sorteren op de kapitaalsaccumulatie – de uiteindelijke sleutel tot herstel. De bedrijven bezaten toch al veel te veel vestigingen en uitrustingen, dus hadden ze geen behoefte om te investeren. Ze zouden dus niet lenen, hoe goedkoop die leningen ook mochten zijn. In die zin was hetgeen de Nationale Bank deed, hetgeen Keynes omschreef als “pushing on a string”.

De historische verlaging van de interestvoet was hoe dan ook succesvol geweest wat zijn belangrijkste kortetermijndoel betreft – namelijk een spoorslag geven aan de consumentenuitgaven. Supergoedkoop krediet heeft zo een buitengewone toename veroorzaakt van het consumentenkrediet, in het bijzonder d.m.v. de herfinanciering van de huishypotheeken ondanks de gestadige stijging van de werkloosheid. De opleving van de persoonlijke consumptie heeft dus op zich de economie gered, tenminste toch voor het moment. In 2001 en het eerste kwartaal van 2002 groeiden de huishoudleningen sneller dan gedurende de door schulden voortgestuwde jaren negentig. Dit maakte het mogelijk dat de uitgaven op het vlak van de persoonlijke consumptie groeide met 3,1% in 2001, en met niet minder dan 6% in het vierde kwartaal van 2001. Als een antwoord op deze toename van de consumentenuitgaven begonnen de bedrijven hun voorraden opnieuw op te bouwen die ze hadden laten uitputten toen de spiraal neerwaarts ging, en het bruto binnenlands product reageerde prompt. Het is de causale ketting die begint bij de groei van de huishoudelijke leningen, en via de groei van de consumentenbestedingen uitkomt bij de groei van de voorraden die in eerste instantie verantwoordelijk is voor de grote voorwaartse sprong van het BBP in het vierde kwartaal van 2001 en het eerste kwartaal van 2002.

En toch, omdat het herstel bijna volledig afhing van de snelle groei van de consumentenuitgaven, en dus van de schulden van de consumenten, zijn de fundamenteën ervan bijzonder wankel. De groei van niet-residentiële investeringen, de sleutel tot economische gezondheid, viel als een baksteen – van een gemiddelde 14% op jaarbasis in de eerste helft van 2000, naar 4% in de tweede helft van 2000 en naar min 3,2% in 2001. De exportgroei zakte ook ineen – van 11% in de eerste helft van 2000, tot 3,3% in de tweede helft van 2000 en tot min 4,5% in 2001 (al zette er zich in het eerste kwartaal van 2002 een licht herstel in).

De neerwaartse druk van zowel de investeringen als van de export was verantwoordelijk voor de neerwaartse spiraal die de economie tot eind 2001 in z'n greep hield. Het is vanzelfsprekend de bedoeling van de beleidsmakers om de economie te blijven laten draaien op de consumentenuitgaven, totdat de investeringen en uitvoer kunnen heropleven, waarbij de investeringen zich zouden herstellen onder impuls van de blijvende stijging van de consumentenvraag. Maar het probleem blijft dat de overtolligheid van de vestigingen en uitrustingen die verantwoordelijk was voor de verlaging van de winsten, elke nieuwe opleving van investeringen zal voorkomen. En inderdaad, de non-residentiële investeringen vielen in het eerste kwartaal van 2002 nog sneller terug, namelijk met nog eens 6,8% op jaarbasis. En wat de export betreft: ondanks het feit dat men kan verwachten dat die zal stijgen naarmate de verbetering van de VS-economie de economieën van de rest van de wereld zal stimuleren, is het – wanneer men rekening houdt met de sterke neiging om te consumeren binnen de VS-economie – zo goed als zeker dat die export ver beneden de import zal uitkomen. Dit zal zeker een toenemende druk uitoefenen op het tekort op de lopende VS-rekeningen die nu al op recordhoogte staat. (Zie verder)

Het is op zich al een vraag hoelang de lage rentevoeten de uitgaven van de consumenten kan voortstuwen. In 2001 bereikte de groei van de huishoudelijke leningen als percentage van het BBP, haar hoogste punt sinds 1985 (behalve voor 1985) en de huishoudelijke schulden bereikten als percentage van het BBP haar hoogste niveau ooit – dit is: 25% hoger dan in 1990. Daarom lijkt het aannemelijk dat, vooral gezien de nog steeds verslechterende situatie qua werkgelegenheid, de

huishoudens binnenkort gas gaan moeten terugnemen wat het aangaan van nieuwe leningen betreft, en ze dus hun uitgaven gaan moeten verminderen. Het feit dat het consumptieniveau in het eerste kwartaal van 2002 slechts de helft was van het laatste kwartaal van 2001, mag misschien een indicatie zijn dat zo'n vertraging reeds op til is. In dit geval is het nakend herstel eerder op weg naar een sputterend einde.

Tegen deze achtergrond van diepe onzekerheid voorspellen de enorme 'onevenwichten' die voortkwamen uit de bel van de late jaren negentig, niets dan zwarte wolken.

1) De recordaan groei van huishoudelijke, maar vooral ook bedrijfsleningen was cruciaal voor de hoogconjunctuur. Maar naarmate de vooruitzichten verslechteren en het aantal faillissementen steeds dreigender komt opzetten, hebben de bedrijven hun leningen scherp gereduceerd in een poging om hun kwetsbaarheid te verminderen. Mocht zich dat op een grote schaal voortzetten, dan wordt een stevige steun voor investeringen zeer onzeker.

2) In 2001 stonden de deficits van de VS-handelsbalans en lopende rekeningen opnieuw, al voor de derde keer op rij, op recordhoogtes. Tot voor kort waren de buitenlandse investeerders meer dan bereid om die tekorten te financieren door middel van grote directe investeringen in de VS en van enorme aankopen van de aandelen en obligaties van de VS-bedrijven. Maar aangezien de recessie van de economie in de VS de verwachtingen maar steeds blijft frustreren en de beurs maar blijft slabakken, blijkt de rest van de wereld de activa van de VS steeds minder aantrekkelijk te vinden. Al bleven de buitenlandse aankopen van obligaties op peil in 2001, de buitenlandse directe investeringen om VS-bedrijven op te zetten of op te kopen, liepen terug met niet minder dan 60,4%, terwijl de aankoop door de rest van de wereld van VS-aandelen terugliep met meer dan 35% ... en met nog eens 45% (op jaarbasis) in het eerste kwartaal van 2002.

Deze ontluistering van de VS-waarden veroorzaakte een verhoogde druk op de munt en heeft de US-dollar sterk ontwaard, in het bijzonder t.g.o.

de Euro (dit werd geschreven midden juni 2002). Mochten deze trends zich voortzetten, dan zal de Federal Reserve zich weldra geconfronteerd weten met een verscheurende keuze om ofwel de waarde van dollar te laten zakken en een uitverkoop te riskeren van de eigendommen in de VS, waardoor er chaos komt in de vastgoedsector, maar er ook een speculatie tegenover de dollar op gang kan komen, ofwel om aan de andere kant, de interestvoeten te verhogen en zo de economie nog verder in een recessie te duwen.

3) Als gevolg van de verslechterende vooruitzichten zijn de aandelenprijzen drastisch gedaald. Maar paradoxaal genoeg was deze daling niet in staat om de aandelenwaarden opnieuw in overeenstemming te brengen met de winstmarges, omdat de winsten in heel wat gevallen, danig daalden. Tegen het einde van 2001 was de S&P500-index met meer dan een derde gedaald, maar de prijswinstverhouding van de bedrijven was niet lager dan gedurende de piekperiode midden-2000. Hetzelfde geldt voor de Nasdaq. De aandelen blijven dus overgewaardeerd en de beurs zou dus best nog heel wat kunnen zakken.

Om de dingen nog erger te maken heeft een opzienbarende opeenvolging van schandalen een

groeïend aantal van 's lands leidende bedrijven gekraakt. Deze schandalen werden gekenmerkt door de systematische verdoezeling door de managers van de bedrijfskosten en de daarmee corresponderende inflatie van bedrijfswinsten, zowel als door hun persoonlijke toe-eigening van de bedrijfsactiva. Vele van deze bedrijven behoorden nog maar pas tot de top van de high-techsterren van de beurs, waaronder niet alleen Enron maar ook de telecommunicatiegiganten als Global Crossing en World.com, om nog te zwijgen van Merck-pharmaceutica en Adelphia Cable. Deze fraudegevallen zijn helemaal niet toevallig, maar zijn het onvermijdbare bijverschijnsel van de luchtbeconomie waarin het aan een reële winstbasis ontbreekt.

Omdat de beurs hausse de voornaamste kracht was die gedurende de laatste jaren van de 1990's de economie deed draaien in het licht van de dalende winstvoeten, hadden de overheidscontroleurs

*Deze fraudegevallen zijn helemaal
niet toevallig, maar zijn
het onvermijdbare bijverschijnsel van
de luchtbeconomie waarin het aan
een reële winstbasis ontbreekt.*

er alle baat bij om niet in te gaan op de boekhoudkundige praktijken van de bedrijven. En om dezelfde redenen stonden de bedrijfsleiders onder zware druk om de miserabele realiteit en de teruglopende returns zo lang mogelijk te verbergen, en zo de 'aandeelhouderswaarde' te maximaliseren – in het bijzonder omdat het grootste deel van hun loon werd uitbetaald in de vorm van opties. Maar dat kon natuurlijk niet eeuwig duren, en de onvermijdbare onthullingen hebben het vertrouwen van de investeerders diep geschokt ... terecht.

Volgens een recent rapport van SmartstockInvestor.com, spiegelden de bedrijven die opgenomen zijn in de Nasdaq 100, voor het eerste kwartaal van 2001 hun aandeelhouders en de media winsten voor ten belope van 19 miljard dollar. Ze deden dat op basis van de zogenaamde 'pro forma'-normen die ze wettelijk mogen gebruiken voor dit doel. Maar toch konden diezelfde 100 bedrijven niet voorkomen om verliezen te moeten melden aan de Securities and Exchange Commission (SEC) ten belope van 82,3 miljard dollar. Dit komt omdat ze voor hun rapporten aan het SEC wettelijk verplicht zijn de strikte GAAP-boekhoudprincipes te hanteren (Generally Accepted Accounting Principles). Mocht de beurs blijven zakken, dan zou, met een dermate fragiel economisch herstel, wellicht het effect op het zakenvertrouwen en het meer algemeen vertrouwen in de economie dermate deprimerend zijn, dat het mogelijk zou zijn dat de dollar en de aandelenkoersen elkaar wederzijds in een neerwaartse spiraal zouden duwen.

Bewolkte vooruitzichten

De grondgedachte is dat de winstgraad, de ultieme sleutel voor elk herstel, niet verbetert, en dat de krachten die hem in de jaren negentig omhoog haalden, nu verdwenen zijn. In 2001 vielen de productiewinsten tot op hun laagste peil sinds 1986. Terzelfder tijd vielen de niet-financiële bedrijfswinsten tot op hun laagste peil sinds 1981. Niettemin blijft de dollar relatief hoog waardoor het internationaal concurrentievermogen van de producenten in de VS bemoeilijkt wordt en elke verbetering van de winstgraad van de productie haast uitgesloten wordt. En natuurlijk is er geen weelde-effect van de beurs meer die de vraag opstuwt en de investeringen zo goed als kosteloos maakt.

Zelfs als de economische groei versnelde tot bijna 6% in het eerste kwartaal van 2002, heeft de Nationale Bank nagelaten om de rentevoeten te verhogen. Dat wijst er op dat men er helemaal niet op rekent dat de economie op weg is naar een gestaag herstel. Ook de beurs blijft stokken en valt terug tot nabij haar laagste peil van de herfst van 2001 (na 11 september). Het is duidelijk dat de 'big business' z'n grootste twijfels heeft over een door consumenten gedreven heropleving. Alan Greenspan heeft verklaard dat de recessie voorbij is. Maar de economie is nog helemaal niet uit de problemen.

(vertaling: Jaak Perquy)

Noot

1. Deze tekst is gedeeltelijk gebaseerd op het nieuwe boek van Robert Brenner: *The Boom and the Bubble: The US in the World Economy* (Verso Press, april 2002).