

Aandelenkoersen en economische groei

Sinds maart zijn de aandelenkoersen sterk opgelopen. Vanuit een theoretisch en empirisch perspectief wordt de samenhang tussen aandelenkoersen en economische groei besproken.

De aandelenbeurzen hebben zich opmerkelijk hersteld sinds maart dit jaar. De AEX stond in december op driehonderd punten, vergeleken met tweehonderd in maart. De vraag is of deze koersstijgingen een voorbode zijn van een aantrekkende conjunctuur. Het antwoord op deze vraag is niet vanzelfsprekend een overtuigend "ja natuurlijk", ondanks dat een geliefde wijsheid onder beleggers is dat de aandelenmarkt een halfjaar vooruit kijkt (De Haas, 2009). Zo voorzag de DNB-conjunctuurindicator in juni dit jaar dat een herstel van de economie in het eurogebied nog op zich zal laten wachten ondanks de opleving op de aandelenmarkten (Van der Veer en De Winter, 2009). Daarnaast blijkt in retrospectief dat de AEX verkeerde signalen kan afgeven voor de Nederlandse conjunctuur (De Nederlandsche Bank, 2002). Bovendien is bekend dat de aandelenmarkt veel beweeglijker is dan de reële economie. De theoretische argumenten waarom aandelenkoersen voorspellende waarde kunnen bezitten voor de economische groei worden besproken en empirische bewijzen gepresenteerd.

Theorie

Volgens de gangbaarste theorie is de koers van een aandeel gelijk aan de som van de verdisconteerde verwachte dividenden. Dividenden worden vaak vervangen door winsten onder de veronderstelling dat een constante fractie van de winsten worden uitgekeerd als dividend. De discontovoet kan opgesplitst worden in een risicovrije discontovoet en een risicopremie op aandelen. Het contante-waardemodel voor de aandelenkoers impliceert vooral een vooruitblikkende passieve of indicatorrol voor de aandelenbeurs. Hogere aandelenkoersen reflecteren een toename in de verdisconteerde verwachte winsten, die potentieel waardevolle informatie zouden moeten bevatten over de toekomstige economische groei.

Aandelenkoersen spelen ook via verschillende kanalen een actieve rol voor de conjunctuur. Voor gezinnen en bedrijven die direct of indirect, bijvoorbeeld via pensioenfondsen, aandelen bezitten geven hogere aandelenkoersen een extra impuls aan de economie door een positief vermogenseffect (Hebbink, 2005). Zelfs indien men zelf geen aan-

delen bezit, wordt de beurs als graadmeter voor de economie gezien waardoor aandelenkoersen via een vertrouwenskanaal de reële economie beïnvloeden (Jansen en Nahuis, 2003). Een stijging van de aandelenkoersen geeft een positieve impuls aan het vertrouwen van gezinnen en bedrijven en weerspiegelt een lagere onzekerheid over hun toekomstige economische situatie. Investerings profiteren ook van hogere aandelenbeurzen via lagere kapitaalkosten. Bedrijven met een beursnotering kunnen goedkoper nieuwe investeringen financieren door het uitgeven van nieuwe aandelen. Tevens reflecteren hogere aandelenkoersen een toename in de verwachte winst en dus in de uiteindelijk beschikbare interne financieringsbronnen voor investeringen. Dit financieringskanaal speelt vooral een rol als externe financiering niet of tegen te hoge kosten beschikbaar is. Een ander mechanisme waarlangs aandelenkoersen de beschikbaarheid en kosten van krediet beïnvloeden, is dat hogere aandelenprijzen de financiële positie van gezinnen en bedrijven verbeteren, die hierdoor gemakkelijker en goedkoper aan krediet kunnen komen. Dit mechanisme is bekend als een balanskanaal. Tot slot geeft de risicopremie op aandelen inzicht in de mate van risicoaversie in de economie, die op haar beurt de reële economie kan beïnvloeden. Dit kanaal werkt via de mate waarin risico genomen en gecompenseerd wordt en heeft de afgelopen jaren veel aandacht gekregen (Rajan, 2006; Europese Centrale Bank, 2008).

Empirie

Ondanks dat veel empirisch onderzoek gedaan is naar de voorspelwaarde van aandelenkoersen voor economische activiteit kan er geen eenduidige conclusie worden getrokken. Op basis van een eeuw data voor de Verenigde Staten concludeert bijvoorbeeld Schwert (1990) dat aandelenkoersen bruikbare informatie bevatten over de toekomstige economische groei, terwijl anderen een breuk in deze relatie in de jaren tachtig en negentig voor de G7-landen constateren (Binswanger, 2001). Een mogelijke verklaring voor een verlies aan voorspellende waarde is langer aanhoudende zeepbellen op de aandelenbeurzen. Aandelenprijzen kunnen uitstijgen boven hun fundamentele of intrinsieke waarde indien ze tijdelijk gedreven worden door niet-fundamentele factoren. De Bondt (2009) analyseert daarom niet de voorspelwaarde van de waargenomen aandelenprijzen, maar van de drie bepalende fundamentele determinanten van aandelenprijzen: de winst, de risicovrije discontovoet en

GABE DE BONDT

Principaal econoom bij de
Europese Centrale Bank

een benadering voor de risicopremie op aandelen. Vanuit dit fundamenteel perspectief bevatten aandelenprijzen nog steeds bruikbare informatie over de toekomstige economische groei in de belangrijkste industrielanden. Een andere mogelijkheid is om de aandelenprijzen op bedrijfstakniveau te analyseren (Andersson en D'Agostino, 2008). Aangenomen wordt dat niet elke economische sector even gevoelig reageert op de conjunctuur. Dit kan inderdaad het geval zijn. Figuur 1 laat voor het eurogebied zien dat vooral de aandelenprijzen in de conjunctuurgevoelige economische sectoren, zoals die van de basismetalen en industriële bedrijven, sinds maart dit jaar sterk zijn toegenomen, terwijl de aandelenprijzen van bedrijven met een relatief constante kasstroom, zoals die van de gezondheidszorg en nutsbedrijven, zijn achtergebleven.

Een andere gangbare manier om de voorspelwaarde van de aandelenprijs voor de reële economie te destilleren is om de cyclische component van de aandelenprijs, in figuur 2 zes maanden vooruitgeschoven, te relateren aan die van de industriële productie. De correlatie tussen beide reeksen is voor Nederland een bevredigende 0,66, maar maakt duidelijk dat de aandelenprijs ook verkeerde signalen kan afgeven.

Tot besluit

Aandelenkoersen hebben vanuit een theoretisch perspectief informatieve waarde voor de toekomstige economische groei vanwege hun passieve vooruitblikkende indicator-rol omdat ze de uitkomst zijn van verdisconteerde verwachte winsten. Ze hebben ook een actieve rol via een breed spectrum van kanalen waarlangs ze de conjunctuur beïnvloeden. Het blijkt dat de cyclische component van de Nederlandse aandelenprijs inderdaad grofweg zes maanden vooruit lijkt te lopen op de conjunctuurcyclus. De cyclische component van aandelenkoersen geeft dus een snelle, maar uiterst simpele en mechanische actualisering van de aandelenmarktvisie op de toekomstige economische groei. Aandelenprijzen kunnen echter ook een verkeerd signaal afgeven. Het is daarom aan te bevelen om de fundamentele determinanten van aandelenprijzen in detail te bestuderen en om ook vanuit het veel bredere perspectief van een actieve rol van aandelenkoersen te kijken. Het is tevens raadzaam de aandelenprijsontwikkelingen van verschillende economische sectoren nader te bestuderen, omdat niet elke bedrijfstak in dezelfde mate conjunctuurgevoelig hoeft te zijn.

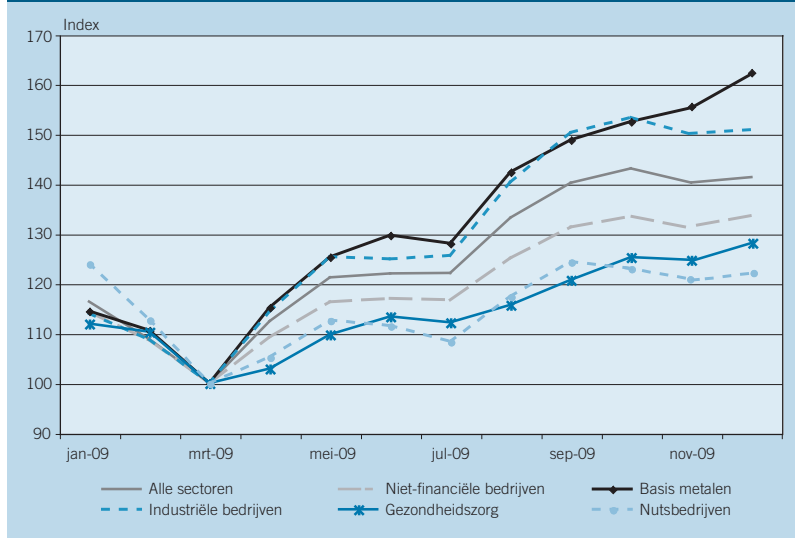
LITERATUUR

- Andersson, M. en A. D'Agostino (2008) *Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?* Werkdocument nr 876. Frankfurt: ECB.
- Binswanger, M. (2001) *Does the stock market still lead real*

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Figuur 1

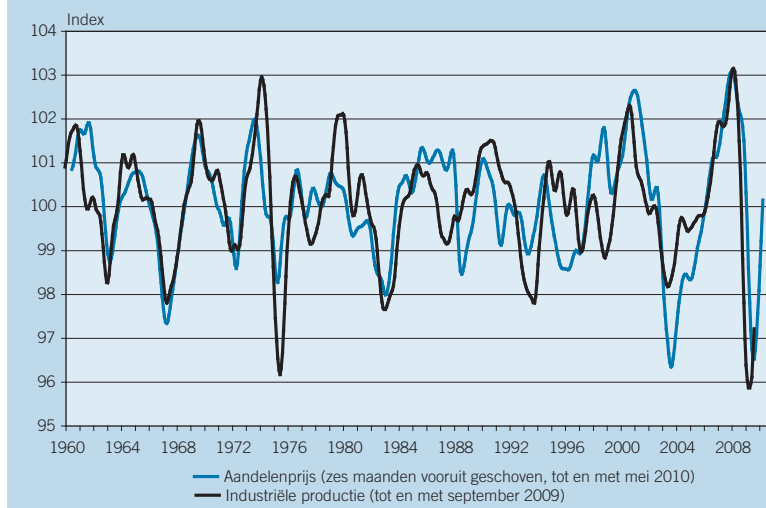
Aandelenkoersen in het eurogebied (maart 2009 = 100).



Bron: Datastream

Figuur 2

Aandelenprijs en industriële productie in Nederland (cyclische component gecorrigeerd voor de amplitude, trend = 100).



Bron: OESO

activity? – An investigation for the G-7 countries. *Financial markets and portfolio management*, 15(1), 15–29.

Bondt, G. de (2009) Predictive content of the stock market for output revisited. *Applied economics letters*, 16(13), 1289–1294.

De Nederlandsche Bank (2002) De AEX als voorlopende indicator? *ESB*, 87(4374), 651.

Europese Centrale Bank (2008) Risk-taking and risk compensation as elements in the monetary policy transmission process. *The role of banks in the monetary policy transmission mechanism*, augustus, 88–90.

Haas, B. de (2009) *DNB en CPB geven eigenlijk koopadvies voor aandelen*. *Het Financieel Dagblad*, 5 oktober.

Hebbink, G. (2005) Vermogen en conjunctuur. *ESB*, 90(4474), 485–487.

Jansen, W. en N. Nahuis (2003) Vertrouwen op de beurs. *ESB*, 88(4392), 20–22.

Rajan, R. (2006) *Monetary policy and incentives*. Toespraak bij de Banco de España, 8 juni.

Schwert, G. (1990) Stock returns and real activity: a century of evidence. *Journal of finance*, 45(4), 1237–1257.

Veer, K. van der en J. de Winter (2009) Economisch herstel eurogebied laat op zich wachten. *ESB*, 94(4562), 365–366.