

Aandelenkoersen en opiniepeilingen

In België was voortzetting van het herstelbeleid inzet van verkiezingsjaar 1985. In dat jaar blijkt de koersontwikkeling op de Brusselse aandelenmarkt te kunnen worden verklaard uit verkiezingsnieuws over de populariteit van coalitie en oppositie.

Van werkgeverszijde wordt geregeld gewezen op het belang van het overheidsbeleid voor de economische slagkracht van het bedrijfsleven. Een geloofwaardige politiek, zo wordt gesteld, draagt bij tot de reputatie van de eigen bedrijven op de binnenlandse en buitenlandse markt en creëert een gunstig investerings- en beleggingsklimaat voor de nationale economie.

Geloofwaardigheid van het economisch beleid staat ook centraal in de macro-economische theorie. Barro en Gordon, Rogoff, Persson en Tabellini en anderen toonden aan dat een consistent economisch beleid bijdraagt tot lagere inflatie, overheidstekorten en werkloosheid¹. Empirisch onderzoek door Roubini en Sachs, en door Alesina, Cohen en Roubini lijkt deze hypothese te bevestigen². Systematisch stelt men bij voorbeeld in de OESO-landen vast dat coalitieregeringen met een korte regeringsperiode minder budgettaire discipline aan de dag leggen.

Brander evalueert de geloofwaardigheid van het gevoerde beleid aan de hand van aandelengegevens³. Hij gaat na hoe Canadese aandelen reageren op de positie van de belangrijkste politieke partijen in de opiniepeilingen die aan de Canadese verkiezingen van 1988 voorafgingen. Het vrijhandelsakkoord tussen Canada en de Verenigde Staten vormde het centrale thema van de verkiezingsstrijd. Brander stelde een positief verband vast tussen de aandelenkoersen en de positie in de opiniepeilingen van de partijen die het vrijhandelsakkoord steunden. In deze bijdrage passen wij Brander's benaderingswijze toe op de Belgische verkiezingen van 1985. Deze verkiezingen zijn interessant omdat zij een eerste electorale test vormden voor het matigingsbeleid van de regering-Martens V. Allereerst zal worden aangetoond dat

dit beleid een drastische en gedurfde ommekeer betekende die door vele bevolkingsgroepen en de oppositie als pijnlijk maar door de bedrijfswereld en de regering als noodzakelijk werd ervaren. Voorts zal met behulp van een grafische analyse en een econometrische studie duidelijk worden gemaakt dat de Brusselse aandelenmarkt een voortzetting van het liberaal geïnspireerde soberheidsbeleid wenste en terugschrok voor een socialistische intrede in de regeringscoalitie.

De verkiezingen van 1985

Op 17 december 1981 trad de regering-Martens V aan met als coalitiepartners de christen-democraten en de liberalen. In die periode verkeerde de economie in een malaise. Het overheidstekort bedroeg 14,3% van het bnp. De handelsbalans vertoonde een negatief saldo van om en bij de 5% van het bnp. Dat jaar werd eveneens gekenmerkt door een negatieve reële groei van 1,4%. Ten slotte was 9,4% van de beroepsbevolking werkloos. Al deze problemen konden toegeschreven worden aan twee oorzaken, namelijk een verslechterde concurrentiepositie van de Belgische ondernemingen door een loonkostenstijging en ten tweede door een onvoldoende budgetomschrijving.

Het gevolgde herstelbeleid steunde op drie peilers. Vooreerst trachtte men de rendabiliteit en de concurrentiepositie van de Belgische ondernemingen te verbeteren. Vervolgens diende de openbare financiën gesaneerd te worden. Ten slotte nam de Belgische regering maatregelen ter bevordering van de werkgelegenheid.

De devaluatie van de Belgische frank (Bf) op 21 februari 1982 met 8,5% richtte zich in de eerste plaats op het terugdringen van het handelsbalanstekort. Opdat de devaluatie

het beoogde effect zou kunnen verwezenlijken werd een aantal begeleidende maatregelen getroffen.

Vooreerst werden de lonen tijdelijk niet meer volledig aangepast aan het indexcijfer van de consumptieprijzen. Deze desindexatie werd gevolgd door de invoering van de competitiviteitsnorm. Deze norm bepaalde dat de gemiddelde jaarlijkse nominale arbeidskosten, uitgedrukt in een gemeenschappelijke munt, in de Belgische privé-sector, niet sneller mochten stijgen dan bij de zeven voornaamste handelspartners.

In de aandelenmarkt bevorderde de aandelenwet Cooreman-De Clerq (KB 15-150) de belegging in risicodragend kapitaal met als doel een verbeterde financiële structuur van de ondernemingen. Ten slotte werd ook de vennootschapsbelasting verlaagd van 48% naar 45% (KB nr. 16).

De resultaten van het beleid zijn opvallend vooral op het gebied van het extern evenwicht. In 1985 werd een overschot op de handelsbalans van 0,94% van het bnp gerealiseerd. De reële groei van de Belgische economie vertoonde eveneens een kentering: van een negatieve groei in 1981 naar een positieve groei in de periode 1982-1985. Ook inzake overheidsfinanciën werd er vooruitgang geboekt. Het overheidstekort werd in 1985 teruggedrongen tot 10,1% van het bnp. Het beoogde doel van 7% werd echter niet bereikt. Tegenover deze positieve resultaten stond evenwel een verslechtering van de werkloosheid. Het werkloosheidspercentage groeide aan tot 12,0% van de beroepsbevolking in 1985.

1. R. Barro en D. Gordon, Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, 1983, blz. 101-122; K. Rogoff, Equilibrium political budget cycles, *American Economic Review*, 1990, blz. 21-36; T. Persson, en G. Tabellini, *Macroeconomic policy, credibility and politics*, Harwood Academic Publishers, New York, 1991.

2. N. Roubini en J. Sachs, Political and economic determinants of budget deficits in the industrial democracies, *European Economic Review*, 1989, blz. 903-933; A. Alesina, G.D. Cohen and N. Roubini, *Macroeconomic policy and elections in OECD democracies*, NBER Working Paper, nr. 3830, 1991.

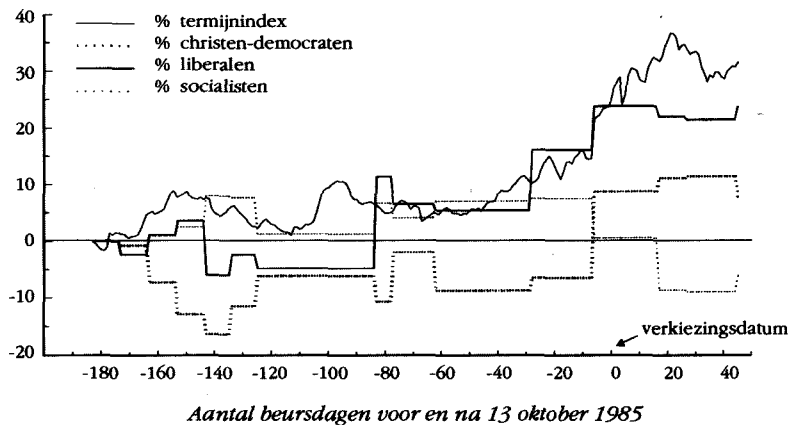
3. J. Brander, *Election polls, free trade, and the stock market: evidence from the Canadian general election*, NBER Working Paper, nr. 3033, 1989.

Grafische analyse

Het gevoerde herstelbeleid werd door het bedrijfsleven en gezaghebbende internationale instellingen gunstig onthaald. De evaluatie van de regeringsinspanningen door de modale kiezer was echter veel minder eenduidig. Na ongeveer vier jaar van inleveren en besparen werd een afstraffing van de christen-democratische en liberale coalitie in de verkiezingen van 13 oktober 1985 niet uitgesloten. Dit zou automatisch het einde betekenen van de liberale aanwezigheid in de regering en tot de intrede leiden van de socialistische partijen. De bedrijfs- en financiële wereld interpreteerden een dergelijke regeringswissel als een bedreiging voor een orthodox en bedrijfsvriendelijk beleid en vreesden voor de terugkeer naar de economische impasse van het vorig decennium. Om die reden werden de opiniepeilingen voorafgaand aan de verkiezingen van 1985 met bijzondere aandacht gevolgd. Meer nog, de evolutie van de termijnindex op de Brusselse aandelenmarkt vertoonde een merkwaardige samenhang met de peilingsresultaten. Dit leest men af uit figuur 1.

Deze figuur vergelijkt de tijdsevolutie van de termijnindex met de procentuele verandering in de populariteit van de drie belangrijkste politieke families in België. De beschouwde periode strekt zich uit van 24 januari 1985 tot 31 december en wordt opgedeeld in beursdagen voor en na de verkiezingsdatum. Zoals gezegd vonden de verkiezingen plaats op 13 oktober. De regeringsonderhandelingen werden afgesloten op 24 november. De verkiezingspeilingen, afkomstig van een viertal marketingbureaus, zijn uitgedrukt in procenten per politieke familie. Indien nationale gegevens van de peilingen beschikbaar zijn, werden deze gebruikt. Betreffen het peilingen per gewest, dan werd het rekenkundig gemiddelde van de peilingen voor een bepaalde partij in Vlaanderen en Wallonië genomen. De resultaten van peilingen in Brussel werden buiten beschouwing gelaten. Van beschikbare peilingspercentages wordt telkens het cumulatief rendement berekend ten opzichte van de dag van het eerste beschikbare peilingsresultaat in 1985 namelijk 24 januari 1985. Een voorbeeld maakt dit concept duidelijk. Op 24 januari 1985 bleek uit verkiezingspeilingen dat 16,8% van de bevolking op de liberale partijen zou stemmen. Ongeveer één maand

Figuur 1. Opiniepeilingen en termijnindex, procentuele veranderingen



voor de verkiezingen, op 12 september, steeg het liberale aandeel met 2,7% tot 19,5%. Deze 2,7% bedraagt uitgedrukt ten opzichte van de waarde van de startdatum (16,8%) een stijging van 16%. Dit laatste getal is het cumulatief rendement.

De Brusselse termijnindex is samengesteld uit de termijnnoteringen van de belangrijkste Belgische aandelen. Om de vergelijking met de peilingsresultaten te kunnen maken, berekenen wij ook hier de cumulatieve rendementen ten opzichte van 24 januari 1985. Zo was op 12 september de termijnindex van Belgische aandelen ten opzichte van 24 januari 1985 gestegen van 2.032,41 naar 2.239,58. Dit betekent een cumulatief rendement van 10,2%.

Figuur 1 wijst op een duidelijke positieve relatie tussen de positie van de liberale partij in de opiniepeiling en de aandelenindex. Dit verband komt tot uiting gedurende de gehele periode maar treedt vooral naar voren in de maanden vlak voor en na de verkiezing. Blijkbaar reageerden beleggers in Belgische aandelen gunstig op een stijgende populariteit van de liberale partij in de opiniepeilingen.

Het omgekeerde verband neemt men waar voor de socialistische familie. Een grotere aantrekkingskracht van het socialistisch gedachtegoed bij de kiezer ging gepaard met een verminderde belangstelling voor aandelen van Belgische bedrijven.

Ten slotte neemt men geen eenduidig verband tussen de Belgische aandelenkoersen en de populariteit van de CVP/PSC waar. Immers tijdens de eerste maanden van 1985 is het verloop van de peilingsvariabele en de procentuele verandering in de termijnindex van Belgische aandelen te-

gengesteld terwijl tijdens de laatste maanden een positieve samenhang merkbaar is.

Econometrische analyse

De voorgaande grafische benadering wordt nu verder aangevuld door een econometrische analyse. Meer bepaald, schatten we de volgende regressie die kan worden afgeleid uit het CAPM-model⁴:

$$r_t = C + \alpha_1 P_1 + \alpha_2 P_2 + \gamma r_f + \delta r_{m,t-1} + \varepsilon$$

met:

- C = constante
- P₁ = peilingen liberale partij
- P₂ = peilingen socialistische partij
- r_f = risicovrije rentevoet
- r_{m,t-1} = termijnindex Brusselse beurs (1 periode vertraagd)
- r_t = rendement aandeel i
- ε = storingsterm

Deze vergelijking wordt geschat voor de termijnindex van de Brusselse beurs alsook voor negen belangrijke Belgische aandelen. Deze aandelen zijn Cockerill Sambre, Electrabel, EBES, FN, Generale Maatschappij, Gevaert, Metallurgie Hoboken, Solvay en Unerg. Er werd gebruikt gemaakt van dagelijkse gegevens voor de periode van 24 januari 1985 tot 31 december 1985.

In de regressievergelijking zijn r_f en r_{m,t-1} controlevariabelen. Onze aandacht in tabel 1 gaat uit naar het teken en de omvang van de parame-

4. Voor een theoretische afleiding zie B. Craps, *Het effect van verkiezingspeilingen op aandelenkoersen*, Acco, Leuven, 1991.

ters α_1 en α_2 die de invloed van de liberale en socialistische peilingsvariabele op de aandelenkoersen meet⁵.

We beschouwen eerst de schattingen voor de termijnindex die de algemene evolutie van de Belgische aandelen op de Brusselse aandelenmarkt weergeeft. De coëfficiënten α_1 en α_2 zijn respectievelijk positief en negatief maar beide significant verschillend van nul. Uit de waarde voor de α_1 coëfficiënt leidt men af dat een toename in de voorkeur voor de liberale partijen met 1% de termijnindex doet stijgen met 0,095%. Daarentegen daalt het rendement van de Brusselse termijnindex met 0,169% indien de socialistische partij een peilingswinst van 1% boekt.

Zoals ook reeds opgemerkt in meer uitgebreide studies van de Belgische aandelenmarkt worden Belgische aandelen gekenmerkt door heel wat aandeelspecifieke variatie⁶. Dit geldt ook voor de reactie van individuele aandelen op verkiezingsnieuws. Beleggers in aandelen van de energiebedrijven Electrabel, EBES en in mindere mate Unerg stellen een liberale verkiezingsoverwinning bijzonder op prijs en schrikken terug voor een socialistische regeringsdeelname. Hetzelfde patroon stelt men vast voor het metaalverwerkend bedrijf Metallurgie Hoboken.

Anderzijds vinden we geen significant verband tussen opiniepeilingen en de aandelenkoers van de door de overheid gesteunde bedrijven FN en Cockerill Sambre. Een liberale verkiezingsoverwinning draagt volgens beleggers niet bij tot verhoogde winstkansen voor deze bedrijven. In de visie van dezelfde beleggers leidt echter ook een socialistische regeringsdeelname niet automatisch tot een ver-

hoogde staatssteun en een hoger aandelenrendement.

Ten slotte is de evolutie van aandelen Generale Maatschappij, Gevaert en Solvay niet afhankelijk van opiniepeilingen. Dit wekt weinig verwondering. Het internationale karakter van deze grote bedrijven, buitenlandse aandelenparticipaties, aandelennoteringen op verscheidene beurzen en een in vergelijking met de energiebedrijven geringe afhankelijkheid van de Belgische markt verminderen de gevoeligheid van de bedrijfsresultaten voor Belgische politieke factoren.

Besluit

In deze bijdrage onderzochten we het verband tussen verkiezingspeilingen en Belgische aandelenkoersen. Onze aandacht spitste zich toe op de verkiezingen van 13 oktober 1985 waarin de kiezer zich uitsprak over het strenge matigingsbeleid van de liberale-christen-democratische coalitie.

Met zowel een grafische als een econometrische analyse stellen wij een significant verband vast tussen opiniepeilingen en de Brusselse termijnindex van Belgische aandelen. Winst in de relatieve positie van de liberale partijen vertaalde zich in 1985 in een stijging van de aandelenkoersen. Vooruitgang in de opiniepeilingen voor de socialistische strekking drukte de aandelenkoersen. De peilingsresultaten van de christen-democratische partijen beïnvloedden de aandelenkoersen niet. Tussen individuele Belgische aandelen bestaan evenwel duidelijke onderlinge verschillen.

Deze bevindingen onderstrepen het economisch belang van een geloofwaardig economisch beleid. Aandelenkoersen worden bepaald door de

verwachte winsten van de betrokken bedrijven. In 1985 koppelden beleggers betere winstmogelijkheden voor Belgische bedrijven aan een hernieuwde regeringsdeelname van de liberale partijen en een voortzetting van het matigingsbeleid. Een intrede van de socialisten werd voor het Belgische bedrijfsleven niet als gunstig beschouwd. Opmerkelijk is wel dat de christen-democratische inbreng in het matigingsbeleid zich niet in de aandelenkoersen vertaalde. Dit is wellicht te verklaren door het feit dat, ongeacht de verkiezingsuitslag, de regeringsdeelname van de christen-democraten verzekerd leek.

Onze studie vormt slechts een eerste bijdrage tot een boeiend onderzoeksdomein. Deze oefening kan gemakkelijk uitgebreid worden naar andere verkiezingen zodat mogelijke trends in de evaluatie van de verschillende politieke partijen waarneembaar worden. Ook meer aandacht voor de communautaire dimensie lijkt aangewezen in verder onderzoek. Het is niet uitgesloten dat de aandelenmarkt anders reageert op zeg maar een beter peilingsresultaat van de Vlaamse en Franstalige socialisten. Ten slotte kan ook een analyse van buitenlandse verkiezingen boeiend vergelijkingsmateriaal opleveren.

Filip Abraham
Bert Craps
Hans Dewachter

De auteurs zijn verbonden aan de Katholieke Universiteit Leuven. Zij danken C. De Vries en W. Moesen voor hun nuttige suggesties. Hans Dewachter verrichtte dit onderzoek als aspirant van het Nationaal Fonds voor Wetenschappelijk Onderzoek.

Tabel 1. De invloed van de liberale en socialistische peilingsvariabele (α_1 en α_2) op de aandelenkoersen van enige grote Belgische ondernemingen

Afhankelijke variabele	α_1	α_2
Belgische termijnindex	0,095 ^a	-0,169 ^a
Cockerill Sambre	0,051	-0,110
Electrabel	0,139 ^a	-0,599 ^a
EBES	0,129 ^a	-0,260 ^a
FN	0,097	-0,147
Generale Maatschappij	0,089	-0,069
Gevaert	0,069	-0,018
Metallurgie Hoboken	0,252 ^a	-0,380 ^a
Solvay	0,039	-0,132
Unerg	0,168	-1,465 ^a

a. Significant op 95%-niveau

5. Vanzelfsprekend kunnen aan de regressievergelijking peilingsvariabelen voor de christen-democratische partijen worden toegevoegd. Ook kan de invloed van alternatieve coalitieformaties worden bestudeerd. Deze variabelen bleken niet significant en beïnvloedden de waarden van de andere geschatte coëfficiënten niet. Voor een volledig overzicht van alle schattingresultaten verwijzen we naar Craps, op. cit., 1991.

6. F. Abraham, H. Leliaert en D. Heremans, Foreign dependence of individual stock prices: the role of aggregate product market developments, *Open Economies Review*, nr. 2, 1991, blz. 1-26.