

Een politieke premie op de Nederlandse aandelenmarkt

Sinds 1975 is het jaarlijks rendement op de Nederlandse aandelenmarkt gemiddeld elf procent hoger wanneer politieke partijen met een linkse signatuur een meerderheid hebben in de Tweede Kamer. Dit effect wordt niet veroorzaakt door een hoger risico, door monetair beleid, of door andere macro-economische omstandigheden. Er lijkt sprake te zijn van een echte politieke premie.

Het lijkt weinig of geen twijfel dat er een link bestaat tussen de politiek en financiële markten. Op verschillende manieren oefent de overheid invloed uit op de aandelen-, obligatie- en andere financiële markten. Via de uitgifte (of aflossing) van staatsobligaties, bijvoorbeeld, heeft de overheid een direct effect op de obligatie-markt. Indirecte effecten van de overheid op financiële markten komen tot stand via bijvoorbeeld fiscaal- en sociaal-economisch beleid. In de Verenigde Staten bestaat reeds langere tijd veel interesse voor de invloed van de politiek op financiële markten. Ten dele komt die aandacht voort uit de verrassende uitkomsten die onderzoek naar een dergelijke invloed soms oplevert. Ongetwijfeld de meest opzienbarende bevinding is dat de Amerikaanse aandelenmarkt substantieel beter presteert onder Democratische presidenten dan onder Republikeinse. Sinds 1927 is het verschil in jaarlijks rendement gemiddeld zo'n negen procent (Hensel en Ziemba, 1995; Chittenden et al., 1999; Santa-Clara en Valkanov, 2003). Santa-Clara en Valkanov tonen aan dat dit rendementsverschil niet te wijten is aan een hoger risico op aandelen ten tijde van Democratische presidenten, noch aan veranderingen in monetair beleid, noch aan macro-economische conjunctuurbewegingen. Bij gebrek aan een goede verklaring wordt daarom gesproken over een presidentiële puzzel.

In dit artikel wordt het verband tussen de politieke situatie en de aandelenmarkt voor Nederland onderzocht. Een belangrijk aspect is dat het Nederlandse politieke stelsel aanmerkelijk complexer is dan het Amerikaanse politieke stelsel. In de Verenigde Staten is de kleur van de president verreweg de belangrijkste factor voor het politieke klimaat en zijn er slechts twee partijen die serieus strijden om de macht in het Witte Huis. In de Nederlandse parlementaire democratie daarentegen is het veel minder duidelijk of de signatuur van het kabinet dan wel de overheersende kleur van het parlement belangrijker is. Daarnaast wordt de Nederlandse situatie gekenmerkt door een

veel groter aantal partijen, waarop bovendien slechts de traditionele, maar vage classificatie in termen van links, rechts of midden van toepassing is. En ten slotte lijkt die classificatie van politieke partijen niet stabiel te zijn, maar variërend door de tijd.

In dit onderzoek wordt aangenomen dat de oriëntatie van het parlement de belangrijkste factor is voor het politieke klimaat in Nederland. Voor de bepaling van deze oriëntatie is gebruikgemaakt van gegevens afkomstig uit wekelijkse consumentenpeilingen gehouden door het Nederlands Instituut voor Publieke Opinie (NIPO). Op basis van de resulterende links-rechts-classificatie wordt gevonden dat sinds 1975 het jaarlijks rendement op de Nederlandse aandelenmarkt gemiddeld elf procent hoger is wanneer politieke partijen met een linkse signatuur een meerderheid hebben in de Tweede Kamer. Dit effect wordt niet veroorzaakt door een hoger risico, door monetair beleid, of door andere macro-economische omstandigheden. Er lijkt ook in Nederland sprake te zijn van een echte politieke premie.

Politieke oriëntatie

Twee vragen uit de NIPO-enquêtes worden gebruikt voor het bepalen van het politieke klimaat in Nederland. Ten eerste de vraag op welke partij de respondenten zouden stemmen als er nu verkiezingen zouden zijn. Ten tweede de vraag hoe de respondenten zichzelf, op basis van politieke denkbepelden, indelen op een schaal van 1 tot en met 7, waarbij de categorie 1 uiterst links representeert en de categorie 7 uiterst rechts. De gemiddelde classificatie van alle respondenten die op een bepaalde partij zouden stemmen is gebruikt als classificatie voor die partij. Gecombineerd met de historische zetelverdelingen in de Tweede Kamer levert dit een beeld op van het Nederlandse politieke landschap en de verschuivingen die daarin zijn opgetreden, zoals weergegeven in figuur 1 voor de periode 1970–2007. De zetelverdeling over de zeven categorieën is niet direct geschikt voor de beoogde analyse, bijvoorbeeld omdat de extreme categorieën zelden vertegenwoordigd zijn. De oorspronkelijke classificatie is daarom gebruikt om een links-rechts-indicator te construeren. De Tweede Kamer wordt als links bestempeld wanneer categorieën 1, 2 en 3 samen meer zetels hebben dan categorieën 5, 6 en 7 samen, en als rechts wanneer dit andersom het geval is. De Tweede Kamer is in balans als de twee kanten van het politieke spectrum evenveel zetels bevatten.

Figuur 2 toont de gemiddelde rendementen op de

**QUIRIJN REUSCH EN
DICK VAN DIJK**

Corporate Management
Trainee bij Rabobank,
hoogleraar Financiële Econometrie aan de Erasmus
Universiteit Rotterdam

AEX-index (in procenten op jaarbasis) voor elke periode tussen parlementsverkiezingen. Uit deze figuur blijkt duidelijk dat in periodes dat de Tweede Kamer als links bestempeld wordt het AEX-rendement over het algemeen positief is, terwijl de periodes dat de Tweede Kamer gedomineerd wordt door rechts veelal een negatief rendement laten zien. De extreme waarneming voor de periode van mei 2002 tot januari 2003 blijkt geen noemenswaardige invloed te hebben op de gevonden resultaten. Dit geeft een eerste aanwijzing voor het bestaan van een politieke premie in Nederland.

Politieke premie

Om het bestaan van een politieke premie formeler te onderzoeken maken we gebruik van het volgende lineaire regressiemodel:

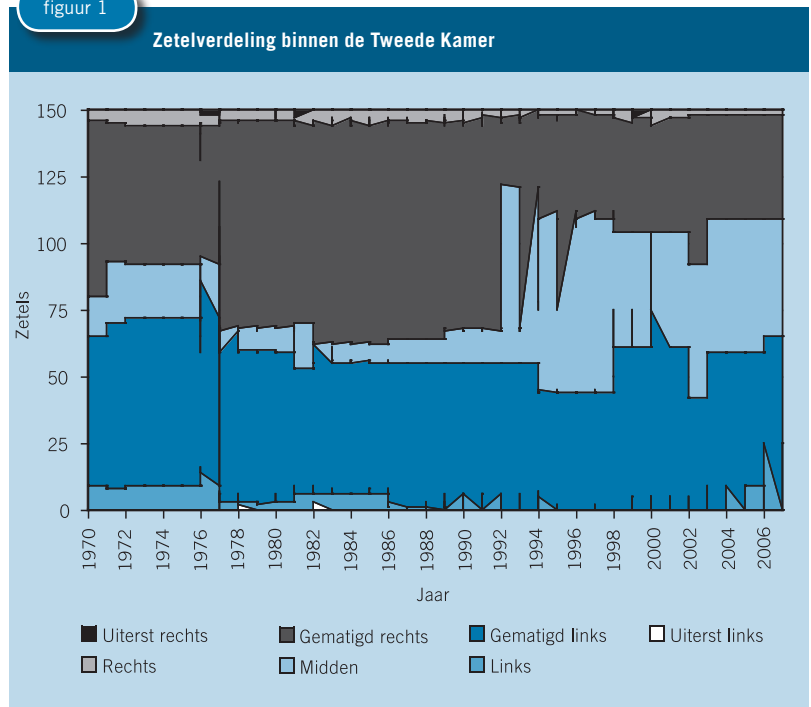
$$r_{t+1} = \alpha_L D_{L,t} + \alpha_R D_{R,t} + X_t \beta + u_{t+1}$$

waarbij r_{t+1} staat voor het rendement op de AEX-index minus de driemaandse rente in maand $t+1$. Verder is $D_{L,t}$ ($D_{R,t}$) een dummy-variabele die gelijk is aan 1 wanneer in maand t de meerderheid van de Tweede Kamer als links (rechts) wordt geclassificeerd, en X_t een vector met controlevariabelen. In eerste instantie schatten we het regressiemodel in (1) zonder controlevariabelen X_t zodat de coëfficiënten α_L en α_R gelijk zijn aan het gemiddelde excess aandelenrendement onder een linkse en rechtse meerderheid in de Tweede Kamer. Tabel 1 geeft de resulterende schattingen op basis van maandelijkse waarnemingen over de periode januari 1975 – maart 2007. De gemiddelde excess rendementen op de AEX-index onder een linkse en rechtse meerderheid zijn gelijk aan respectievelijk 10,20 en -1,49 procent (op jaarbasis). Alleen de schatting van α_L is significant verschillend van nul. Een t-toets op significantie van het verschil in gemiddeld excess rendement ($\alpha_L - \alpha_R$) levert een p-waarde op van 0,10. Hoewel de statistische significantie niet eenduidig is, is de economische significantie van het rendementsverschil van elf procent natuurlijk bijzonder groot. In het navolgende worden de diverse mogelijke oorzaken onderzocht voor het bestaan van deze politieke premie.

Vergoeding voor risico

Een hoger rendement wordt over het algemeen gezien als een vergoeding voor extra risico. De gevonden politieke premie zou dus veroorzaakt kunnen zijn door een verhoogd risico ten tijde van een Tweede Kamer met een linkse signatuur. Als maatstaf voor risico gebruiken we de maandelijkse volatiliteit van de aandelenmarkt. Deze volatiliteit is berekend op basis van dagrendementen, waarbij de methode van French et al. (1987) is gehanteerd. We gebruiken hetzelfde lineaire regressiemodel in (1), maar nu met de maandelijkse volatiliteten in plaats van de rendementen als afhankelijke variabele, om de gemiddelde volatiliteit onder een linkse of een

figuur 1

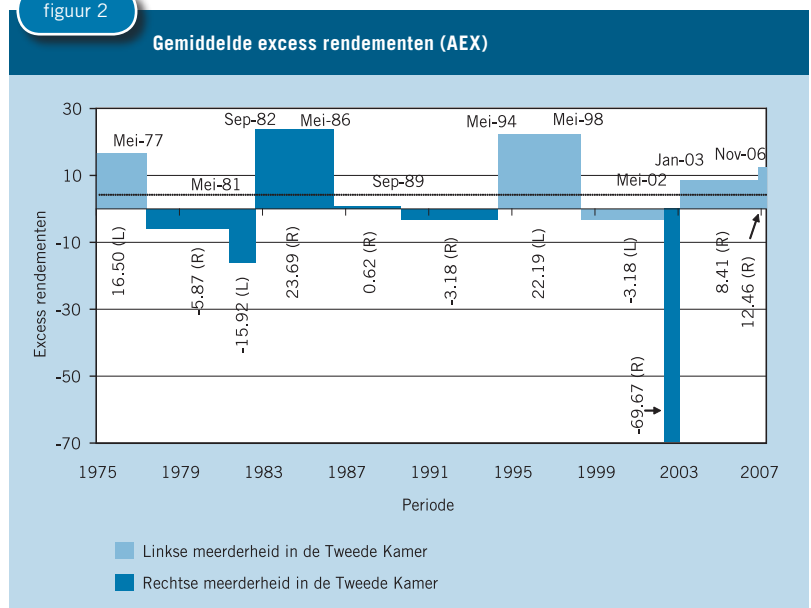


rechtse Tweede Kamer te bepalen. Het blijkt dat de volatiliteit van de AEX-index over de periode januari 1975 – maart 2007, op jaarbasis, bij een rechtse meerderheid gelijk is aan 16,74 procent ten opzichte van 17,03 procent bij een linkse meerderheid. Het verschil van 0,29 procent is verre van significant: een t-toets op significantie van het verschil in gemiddelde volatiliteit levert een p-waarde op van 0,87.

De invloed van conjunctuurbewegingen

Een tweede mogelijke verklaring voor de gemiddeld hogere rendementen in periodes met een linkse politieke meerderheid is gelegen in de effecten van macro-economische conjunctuurbewegingen. Aandelenrendementen variëren (ten dele) systematisch over de conjunctuurcyclus. Wanneer de periodes met een linkse meerderheid grotendeels samenvallen met een voor de aandelenmarkt gunstige conjunctuurfase zou dit kunnen resulteren in de waargenomen rendementsverschillen. Teneinde rekening te houden met conjunctuurbewegingen voegen we aan het regressiemodel in (1) een aantal controlevariabelen toe die sterk gecor-

figuur 2



tabel 1

Gemiddelde jaarlijkse excess rendement op de AEX in procenten, over de periode 1975KW1 – 2007KW3, onder een rechtse en een linkse meerderheid¹

Verschil in rendement (1975KW1 - 2007KW3)					
Zonder controlevariabelen					
	Rechts	Links	Verschil	Obs./links	R ²
Excess AEX	-1,49 (0,78)	10,2 (0,03)	-11,69 (0,1)	387/175	0,04
Met controlevariabelen					
	Rechts	Links	Verschil	Obs./links	R ²
Excess AEX	-8,27 (0,23)	18,44 (0,00)	-26,7 (0,02)	387/175	0,11

¹Tussen haakjes zijn de p-waarden van een t-toets op significantie weergegeven, deze zijn voor heteroskedasticiteit en seriecorrelatie gecorrigeerd, zoals omschreven in Newey en West (1987). Ook zijn het aantal observaties, met daarbij het aantal met een linkse meerderheid en de gemiddelde aangepaste R-kwadraat weergegeven van schattingen voor alle indices met het model

releerd zijn met de conjunctuurencyclus. In het bijzonder gebruiken we hiervoor de dividend-prijs-ratio van de AEX-index, de helling van de rentetermijnstructuur, de (relatieve) kortetermijnrente en de OECD-leading indicator voor de Nederlandse economie. De helling van de rentetermijnstructuur is gemeten als het verschil tussen de *yield* van een tienjarige staatsobligatie en de driemaandse rente. De relatieve kortetermijnrente is bepaald als de afwijking van de driemaandse rente ten opzichte van zijn jaarlijks voortschrijdende gemiddelde.

De coëfficiënten α_L en α_R geven nu het gemiddelde excess rendement onder een linkse en rechtse meerderheid, na correctie voor rendementsverschillen als gevolg van conjunctuurbewegingen. De resultaten in tabel 1 laten zien dat de schatting van α_R gelijk is aan -8,27 procent, terwijl α_L gelijk is aan 18,44 procent. Opnieuw is alleen α_L significant verschillend van nul. Een t-toets op de significantie van het verschil $\alpha_L - \alpha_R$ levert nu een p-waarde op van 0,02. Het bewijs voor het bestaan van een politieke premie wordt door het controleren voor conjunctuurbewegingen derhalve alleen maar overtuigender.

De invloed van monetair beleid

Onderzoek voor de VS in Beyer et al. (2004) toont aan dat de presidentiële puzzel (deels) verklaard kan worden door verschillen in monetair beleid van de Federal Reserve onder Democratische en Republikeinse presidenten. Onderzocht wordt of het monetaire beleid van De Nederlandsche Bank (tot 1999) en de Europese Centrale Bank (na 1999) de rendementsverschillen op de Nederlandse aandelenmarkt kan verklaren. Hiertoe worden periodes van restrictief en expansief monetair beleid onderscheiden, overeenkomend met periodes van respectievelijk rentestijgingen en rentedalingen. Wanneer het regressiemodel in (1) wordt geschat voor de periodes met restrictief en expansief monetair beleid afzonderlijk, blijkt dat de politieke premie vooral bestaat in monetair restrictieve periodes. Het gemiddelde rendement onder een linkse (rechtse) meerderheid in de Tweede Kamer is gelijk aan 10,38 procent (-13,40 procent) op jaarbasis, met een p-waarde voor significantie van het verschil gelijk aan 0,02. In expansieve periodes verdwijnt de politieke premie bijna in zijn geheel. Tegelijkertijd kan er niet gesteld worden dat er meer restrictieve periodes waargenomen zijn onder een linkse meerderheid, dus monetair beleid alleen is niet de oorzaak van de gevonden rendementsverschillen onder een rechtse en linkse meerderheid in de Tweede Kamer.

Conclusie

Concluderend kan er gesteld worden dat er een groot verschil is in rendement op de Nederlandse aandelenmarkt tussen periodes met een linkse of rechtse meerderheid in de Tweede Kamer. Op jaarbasis is het rendement gemiddeld elf procent hoger ten tijde van een Tweede Kamer met een linkse signatuur. Dit verschil wordt niet veroorzaakt door hoger risico, door gunstiger conjunctuurontwikkelingen, of door afwijkend monetair beleid in deze periodes.

LITERATUUR

- Beyer, S.B., G.R. Jensen en R.R. Johnson (2004) Don't worry about the election – Just watch the Fed. *Journal of Portfolio Management*, 30(4), 101–109.
- Chittenden, W., G.R. Jensen en R.R. Johnson (1999) Presidential politics, stocks, bonds, bills and inflation. *Journal of Portfolio Management*, 26(1), 63–69.
- French, K., R.W. Schwert en R.F. Stambaugh (1987) Expected stock returns and volatility. *Journal of Financial Economics*, 19(1), 3–29.
- Hensel, C.R. en W.T. Ziemba (1995) United States investment returns during democratic and republican administrations. *Financial Analysts Journal*, 51(2), 61–69.
- Newey, W.K. en K.D. West (1987) A simple positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica*, 55(3), 703–708.
- Santa-Clara, P. en R. Valkanov (2003) The presidential puzzle: Political cycles and the stock market. *Journal of Finance*, 58(5), 1841–1872.