

Hausse of baisse?

Er is weinig reden tot vreugde over de economische situatie. Dat is althans de indruk als wordt afgegaan op de stagnerende consumptie, de daling van het aantal openstaande orders en de nog steeds toenemende werkloosheid. Alleen de inflatie is laag en de industriële productie en de uitvoer vertonen een aarzelend herstel, maar deze trends zijn nog in een te pril stadium om het heersende pessimisme te doorbreken. In tegenstelling tot deze mineurstemming staat het optimisme op de aandelenbeurzen. Op de Amsterdamse effectenbeurs werd in augustus van dit jaar zelfs een jaarlijkse stijging van de ANP/CBS-index van meer dan 60% gemeten. Wanneer praktijkmensen als beursanalisten en grote en kleine beleggers zo'n vertrouwen in het bedrijfsleven ten toon spreiden, kan herstel toch niet lang meer uitblijven, zo lijkt het. Wordt het dan niet tijd dat ook de doorsnee-econoom, met zijn sombere visie, zijn stemming wat opvijzelt? Of zijn de papieren van de beursoptimisten minder goed dan zij lijken? Ook in de periode vlak voor de internationale beurscrisis van 1929 stegen de indices ongekend. De val in de jaren dertig was er des te harder door. Voorzichtigheid bij de interpretatie blijft dus geboden.

Om na te gaan hoe nauw de band is tussen het beursverloop en de economische situatie is een visie nodig op de prijsvorming op de aandelenmarkt. Ruwweg komen twee varianten in aanmerking. De ene variant stelt dat de prijzen van aandelen op een efficiënt werkende markt tot stand komen, de andere ziet de aandelenmarkt als een onvolkomen markt. De zogenoemde *efficiënte-marktheorie* stelt dat de aandelenprijzen verschillen weerspiegelen in verwacht rendement en de kans dat deze rendementen ook inderdaad worden behaald. Perfect inzicht in het verloop van dividenden en koersontwikkelingen wordt verkregen uit prijsontwikkelingen in het verleden (de z.g. zwakke variant), aangevuld met actuele informatie die voor ieder kosteloos beschikbaar is (de semi-sterke variant) of op basis van de universele beschikbaarheid van alle mogelijke informatie, inclusief specialistische kennis (de sterke variant). Door de gelijkheid van vraag en aanbod op de markt komen prijzen tot stand die perfecte signalen zijn voor de allocatie van kapitaalgoederen en financieringsbeslissingen. Een mengelmoe van oorzaken kan volgens deze visie de hausse op de beurs hebben veroorzaakt. Zowel factoren die met de omstandigheden van één specifieke onderneming samenhangen (de z.g. niet-systematische component) als factoren die de waarde van alle aandelen in meer of mindere mate beïnvloeden (de systematische component), zijn in de stijgende prijzen terechtgekomen. Systematische en niet-systematische factoren kunnen elkaar hebben versterkt of juist hebben gecompenseerd. Een algemene uitspraak kan uit deze variant niet worden gedistilleerd. Veel verder dan de constatering dat reële factoren de ruggegraat van de koersstijging hebben gevormd, voert deze theorie niet.

Meer informatie verschaft de moderne kapitaalmarkttheorie die binnen het raamwerk van de efficiënte-markttheorie door Markowitz e.a. is ontwikkeld. Er wordt gesteld dat kennis over de mate en richting waarin de opbrengsten van aandelen als totaalpakket bewegen, van groot belang is voor de belegger. Met deze wetenschap kan hij door diversificatie van zijn aandelenbezit, het niet-systematische risico uitschakelen. Door het combineren van beleggingsobjecten met tegengestelde specifieke kenmerken kunnen de schommelingen van de totale opbrengst worden verkleind. Alleen de niet weg te diversificeren risicocomponent, gecombineerd met de kansverdeling op de verwachte opbrengsten, komt in de prijsvorming van de aandelen tot uitdrukking. Als wordt verondersteld dat de beleggers direct of indirect (via beleggingsmaatschappijen) hun aandelenbezit hebben gespreid, betekent dit dat de hausse op de aandelenmarkt te danken is aan systematische factoren die, in verschillende mate, op de koersen hebben ingespeeld. Te denken valt aan de discontoverlagingen, de lage inflatie en aan de hardheid van de gulden. De toekomst kan dus vol vertrouwen tegemoet worden

gezien. De aandelenprijsstijging is geen vals signaal, maar een teken dat de opleving nabij is.

De tweede visie, die van de *onvolkomen markt*, stelt dat de wet van vraag en aanbod niet zonder meer geldt voor de aandelenmarkt. Een belangrijke oorzaak hiervan is dat vraag en aanbod aan elkaar kunnen zijn gerelateerd. Zo kan een prijsdaling op de beurs ten gevolge van een toename van het aanbod van een aandeel ook worden geïnterpreteerd als een vermindering van de winstgevendheid van het betreffende stuk. In zo'n geval wordt een initiële prijsdaling gevolgd door een vermindering van de vraag naar het aandeel die een verdere prijsdaling oproept. De prijs op de aandelenmarkt is dus niet eenduidig te interpreteren. In deze situatie zullen informatiekosten moeten worden gemaakt om een juist inzicht in de marktontwikkelingen te verkrijgen. Informatie is niet, zoals de efficiënte-marktheorie stelt, kosteloos of reeds in de prijzen verdisconteerd¹⁾. Dit betekent dat een potentiële koper voor de afweging staat zich dure informatie te verschaffen en op zekerheid te spelen, of de onzekerheid — en daarmee een mogelijk lagere opbrengst — voor lief te nemen.

Hoe kan deze theorie de plotsklapse hausse op de aandelenmarkt verklaren? Een belangrijke conclusie is dat een prijsstijging niet langer op reële gronden gebaseerd hoeft te zijn. Er is ruimte voor „windhandel” door niet-geïnformeerde kopers die op valse prijssignalen afgaan. In deze visie past het idee dat er een overvloed aan kapitaal bestaat, dat op zoek is naar rendabele beleggingsmogelijkheden. Door de slechte economische situatie zijn de mogelijkheden echter beperkt. Een geringe koersstijging, in gang gezet door een lichte verbetering van de economie, wordt bij gebrek aan beter dan aangegrepen om overdadig te investeren. De resulterende koersstijging staat in geen verhouding meer tot de initiële verbetering van de situatie. De hausse op de aandelenmarkt moet in zo'n situatie eerder worden gezien als een potentiële bron van verstoringen dan als een teken van vertrouwen in de economische situatie.

De vraag of de efficiënte-marktheorie dan wel de theorie van de onvolkomen aandelenmarkt de realiteit het dichtst benadert, laat zich niet gemakkelijk beantwoorden. Enerzijds bestaat de indruk dat in Nederland de koers-winstverhouding van aandelen in verhouding tot het buitenland nog laag is. Dat zou erop duiden dat de aandelen in verhouding tot hun dividenden nog niet te duur zijn geworden en dat er nog een vaste basis voor de huidige koersontwikkelingen bestaat. Anderzijds heeft empirisch onderzoek aangetoond dat het gevaar reëel is dat koersen, los van de economische realiteit, sterk gaan fluctueren. Zo heeft de Amerikaan J. Schiller het verloop van de Amerikaanse aandelenindex in de periode 1871-1979 vergeleken met de ex post contante waarde van de dividenden. Hij concludeert dat de fluctuaties van de koersen 5 tot 13 keer te hoog zijn om ze aan nieuwe informatie over toekomstig dividend toe te schrijven²⁾. Dit resultaat versterkt de indruk dat niet-geïnformeerde kopers lichtzinnig op een initieel gerechtvaardigde prijsstijging afgaan. In dat geval zou de conclusie niet moeten luiden dat de stijging van de koersen herstel dichterbij heeft gebracht, maar dat er een probleem bij is gekomen. Want als de overtrokken verwachtingen van beleggers over koerswinsten en dividenduitkeringen niet bewaarheid worden, zal na de koersstijging een vrije koersval volgen.

H. Kamps

1) Zie bij voorbeeld S. J. Grossman en J. E. Stiglitz, Information and competitive price systems, *American Economic Review*, jg. 66, nr. 2, mei 1976.

2) R. J. Shiller, Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?, *American Economic Review*, jg. 71, nr. 3, juni 1981.