

Hoog tij

Hoewel het conjuncturele herstel nog immer op zich laat wachten, vestigen effectenbeurzen wereldwijd record op record. Een relatie met de reële ontwikkeling van de economie valt daarbij nauwelijks te ontdekken. De verwachtingen omtrent het conjuncturele herstel zijn weliswaar positief – dit heeft de koersen dan ook opgedreven – maar vooralsnog vertonen de zogenaamde 'leading indicators' onverminderd een wisselvallig beeld. Mondt een dergelijke hausse niet onvermijdelijk uit in een krach?

Indien de beursrecords de gezondheid van het bedrijfsleven moeten weerspiegelen, zou men inderdaad kunnen denken dat een krach nabij is. De hoge koersen worden echter niet alleen veroorzaakt door de verwachte ontwikkelingen bij ondernemingen, maar ook door de (verwachting van) lagere rentevoeten. Deze werkt een verschuiving naar aandelen in de hand. Ceteris paribus zou een dergelijke verschuiving moeten leiden tot lagere obligatiekoersen, en dus tot hogere rentes. Het tegendeel is echter het geval. De wisselvallige conjunctuur heeft geleid tot omvangrijke ingehouden bestedingen (spaargeld), die een uitweg zoeken naar de financiële markten. Dit komt bovenop de omvangrijke beleggingsstromen van institutionele beleggers, waardoor de vraag naar financiële activa het aanbod overtreft. Een indicatie voor dit vraagoverschot is het feit dat de aandelen- en obligatiemarkten tegelijkertijd een hausse beleven. Beleggers zijn op beide markten bereid bij een laag rendement een hoge prijs te betalen.

Zijn de prijzen te hoog? Zou de zogenaamde efficiënte-markthypothese opgeld doen, dan is dat per definitie onmogelijk. Volgens deze theorie zit alle openbaar beschikbare informatie immers in de koers verwerkt. Onverwacht slecht nieuws kan echter roet in het eten gooien, waardoor de koers ook in een efficiënte markt naar beneden valt. In de huidige situatie zou men b.v. onterecht vooruit kunnen zijn gelopen op een rentedaling. Weliswaar zijn de bandbreedtes van het EMS opgerekt, waardoor renteverlagingen gemakkelijker zijn door te voeren. Als de monetaire beleidsmakers echter tegen de verwachting in aarzelen deze stap ook daadwerkelijk te zetten, zullen de bijgestelde verwachtingen het beursklimaat zienderogen kunnen doen verslechteren. Eenzelfde redenering gaat op als om bijzondere redenen het herstel van het bedrijfsleven onverhoopt uitblijft.

Veel gangbaarder echter is de opvatting dat naast rationale ook niet-rationele overwegingen op de beurs een grote rol spelen. De beurs kan dan onder- of overgewaardeerd zijn. Het is bekend dat sommige beleggers zich laten leiden door de koersontwikkeling als zodanig: kopen bij stijgende koersen, verkopen bij dalende koersen. Bij deze z.g. adaptieve verwachtingen kunnen kleine gebeurtenissen tot grote koersschommelingen leiden. Een indicatie voor onder- of overwaardering is af te leiden uit het zogenaamde dividendrendement: als het dividend als per-

centage van de huidige koers zeer gering wordt, is de kans op overschatting van het toekomstige rendement het grootst. Van belang is hier dat het dividendrendement zich momenteel op een historisch dieptepunt bevindt. Verder kan in een niet-rationele wereld speculatie welig tieren. Door te speculeren à la baisse zouden beleggers bij voorbeeld kunnen testen in hoeverre de centrale banken bereid zijn om de rente daadwerkelijk te verlagen.

Op basis van het voorgaande zijn voor de directe toekomst twee scenario's denkbaar. De eerste gaat er vanuit dat beleggers hebben geleerd van lessen uit het verleden en door schade en schande min of meer rationeel zijn geworden; eventuele niet-rationele beleggers worden door prijsarbitrage gecorrigeerd. In dat geval ligt het voor de hand dat extreme schommelingen in de koersen uit zullen blijven. De koersvorming is dan afhankelijk van de mate waarin de verwachtingen bewaarheid worden.

In het tweede scenario wordt in de euforie de beurs overgewaardeerd. Voor zover de beleggingen bestaan uit verplichte besparingen (pensioenen, levensverzekeringen e.d.) valt te verwachten dat de institutionele beleggers middelen zullen overhevelen naar obligaties (of nog niet-overgewaardeerde beurzen elders ter wereld). De lange rente zal nog verder onder druk komen, hetgeen gunstig is voor de bedrijfsinvesteringen. (Bij al te ver dalende beurskoersen komen de institutionele beleggers overigens vanzelf weer in de markt; zij hebben immers groten-deels een verplichting om te beleggen.) Degenen die tijdens de recessie vrij beschikbare middelen niet hebben geconsumeerd maar belegd, maken of winst (op vastrentende waarden) of zien het rendement dalen (variabel rentende spaarrekeningen) of maken verlies (op de aandelenbeurs). In al deze gevallen krijgt de beleggende consument een prikkel om zijn beleggingen te liquideren en de middelen consumptief te besteden. Of deze prikkel werkt hangt vooral af van het vertrouwen in de reële economie. Is dit vertrouwen aanwezig dan zullen door de toenemende consumptiebestedingen de koersen zich op termijn gemakkelijk kunnen herstellen. Is dit vertrouwen afwezig, dan kunnen de bestedingen uitblijven en kan het vermogensverlies door de beursval op zijn beurt de economische ontwikkeling negatief beïnvloeden.

Het koersverloop op de aandelenbeurs wordt voor een groot deel bepaald door verwachtingen, rationale en niet-rationele. Met de maand oktober in zicht komt daar nog een bijzondere herinnering bij: de krach van 1987. Wellicht dat deze ervaring de niet-rationele verwachtingen beteugelt. Wellicht ook niet. Het is onder de huidige omstandigheden echter niet ondenkbaar dat een krach een lagere rente en een hogere consumptie met zich mee brengt. Zo'n krach komt het bedrijfsleven goed van pas.

T.P. van Walderveen