



## Is de zeepbel leeg?

**Auteur(s):**

Vor, M.P.H. de

End, J.W. van den

*De auteurs zijn werkzaam bij De Nederlandsche Bank M.P.H.de.Vor@dnb.nl***Verschenen in:**

ESB, 87e jaargang, nr. 4370, pagina 564, 26 juli 2002

**Rubriek:**

Monitor

**Trefwoord(en):**

beleggen

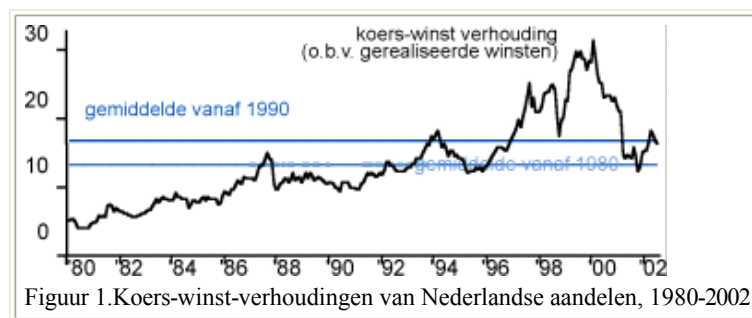
*Sinds 2000 zijn beurskoersen gedaald en is de huizenmarkt afgekoeld. Liggen er nog verdere neerwaartse aanpassingen van aandelenkoersen in het verschiet, en hoe stabiel is de huizenmarkt?*

**Het kon niet op in de tweede helft van de jaren negentig. Tussen 1995 en 2000 verdrievoudigde de aex-index en verdubbelde de gemiddelde huizenprijs. Het is dan ook aannemelijk dat zich in deze periode, met name op de aandelenmarkt, een zeepbel heeft gevormd, waarbij de prijs van vermogenstitels boven hun intrinsieke of onderliggende waarde kwam te liggen<sup>1</sup>.**

Een situatie van overwaardering kan een bedreiging vormen voor de stabiliteit van het financiële stelsel. Bij een omslag van het marktsentiment kan een zeepbel uiteenspatten, waarmee de vermogenspositie van financiële instellingen en van gezinnen en bedrijven wordt ondermijnd. Zo'n financiële ontwrichting hoeft zich echter niet altijd voor te doen. Zeepbellen kunnen ook langzaam leeglopen wanneer feitelijke prijsontwikkelingen een tijd lang achterblijven bij de ontwikkeling van de intrinsieke of onderliggende waarde. Hiervan lijkt op de Nederlandse aandelenmarkt al ruim twee jaar sprake, terwijl de prijsstijgingen op de huizenmarkt fors zijn afgenomen. Om te beoordelen of de zeepbel op de aandelenmarkt nu leeg is, en om te bezien of de situatie op de huizenmarkt stabiel is, worden beide markten hieronder nader beschouwd.

### De aandelenbel

De aandelenhousse die zich in de tweede helft van de jaren negentig ontwikkelde, kan worden bestempeld als de krachtigste sinds de Tweede Wereldoorlog. De zeer snelle stijging van beurskoersen stuwde de gemiddelde koers-winstverhouding in Nederland, en in veel andere landen, op tot grote hoogten. Eind jaren negentig lag deze ruim twee maal boven het gemiddelde van de afgelopen twintig jaar (zie [figuur 1](#)).



Vanaf 2000 begon de zeepbel lucht te verliezen naar aanleiding van de neergang in de technologiesectoren en de economische groeivertraging in de vs. In 2001 verloor de aex ruim twintig procent van zijn waarde. Nadat beurskoersen vlak na de terroristische aanslagen in de vs fors waren gekelderde, kon de beurs zich in het laatste kwartaal weer herstellen. Maar dat was van korte duur. Hoewel de macro-economische vooruitzichten in 2002 geleidelijk verbeterden, ondermijnen de boekhoudschandalen bij Enron, Worldcom en andere bedrijven het vertrouwen van beleggers. Hierdoor is de beursindex medio juli van dit jaar ongeveer 25 procent gedaald. Na de voortdurende koersdalingen zijn koers-winstverhoudingen inmiddels terug op het langjarig gemiddelde en lijkt de zeepbel te zijn leeggelopen.

#### *Het dividend discount model*

Een andere manier om de actuele waardering van beurskoersen te beoordelen is gebaseerd op het zogenoemde dividend discount model (ddm). Volgens dit model wordt de aandelenprijs bepaald door de contante waarde van huidige en toekomstige dividenden<sup>2</sup>.

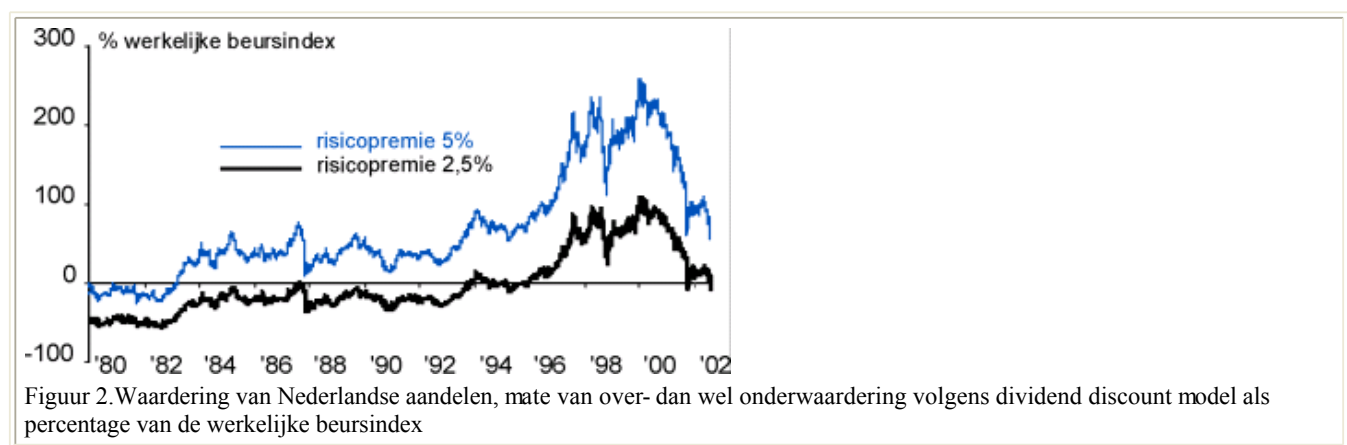
Een stijging van de beurskoers kan in dit model worden veroorzaakt door een snellere groei van dividenden of een daling van de

rendementseis van beleggers (reële risicovrije rendement plus de risicopremie). De uitkomsten van het dividend discount model geven een indruk van de mate van onder- of overwaardering van de huidige beurskoersen. Conclusies moeten evenwel met voorzichtigheid worden geïnterpreteerd omdat het model is behept met een aantal beperkingen. Allereerst abstraheert het van de in werkelijkheid grote internationale samenhang tussen aandelenbeurzen. In de tweede plaats zijn de parameters van het model in de praktijk niet constant in de tijd en wellicht onderling afhankelijk. Bovendien is de risicopremie alleen achteraf (ex post) vast te stellen.

Met deze laatste beperking in het achterhoofd is een risicopremie van vijf procent gebruikt<sup>3</sup>. Een ruwe maatstaf voor de dividendgroei is de reële bbp-groei (circa drie procent per jaar sinds 1980), uitgaande van een stabiel verband tussen dividend- en winstgroei en het feit dat de winstontwikkeling op lange termijn gelijke tred houdt met de economische groei.

### Nederlandse zeepbel leeg...

Op basis van deze veronderstellingen volgt uit het model dat Nederlandse aandelen op het hoogtepunt eind 1999 ruim 250 procent overgewaardeerd (zie [figuur 2](#)). Medio juli 2002 blijken beurskoersen, na twee jaar van prijsdalingen, nog steeds te zijn overgewaardeerd. Waarschijnlijk liggen ze evenwel dichterbij hun fundamentele waarde dan deze uitkomsten doen vermoeden omdat mag worden aangenomen dat de risicopremie op aandelen het afgelopen decennium is gedaald. Dit kan samenhangen met factoren als betere diversificatiemogelijkheden, lagere transactiekosten en de vermindering van markt-imperfecties door een snellere beschikbaarheid van meer informatie, die deels zijn bevorderd door de nieuwe (informatie)economie. Fama en French geven als additionele reden voor een lagere risicopremie de onverwachte koerswinsten die de achterliggende decennia zijn behaald<sup>4</sup>. Bij een risicopremie van tweeënhalf procent, die Fama en French voor de vs vinden, in plaats van vijf procent, is in het dividend discount model de overwaardering van de Nederlandse aandelenbeurs na de meest recente koersdalingen verdwenen, en lijkt de zeepbel inderdaad te zijn leeggelopen ([figuur 2](#)).



### ...die in de vs niet

Dit geldt op het eerste gezicht niet voor de aandelenkoersen in de vs, die bij eenzelfde lage risico-

premie van tweeënhalf procent volgens het dividend discount model substantieel overgewaardeerd blijven<sup>5</sup>. Van overwaardering zou bij de gehanteerde veronderstellingen pas geen sprake meer zijn als wordt uitgegaan van een in historisch perspectief zeer lage en daarom niet erg plausibele, risicopremie van minder dan één procent. Aannemelijker is dat in de vs ook andere parameters van het dividend discount model zijn veranderd. Genoemd kan worden de aanhoudend sterke Amerikaanse arbeidsproductiviteitsgroei. Op basis hiervan hebben Amerikaanse beleggers nog steeds hooggespannen verwachtingen van de toekomstige dividendgroei (de  $g$  in het model). Zo verwachten markt-

partijen een sterker groeiherstel van bedrijfswinsten in de vs (tien procent in 2002 en negen procent in 2003 volgens de marktconsensus in juli, na de scherpe daling in 2001) dan in het eurogebied. Hierdoor kunnen Amerikaanse beurskoersen ten opzichte van Nederlandse aandelenkoersen minder overgewaardeerd zijn dan het model suggereert.

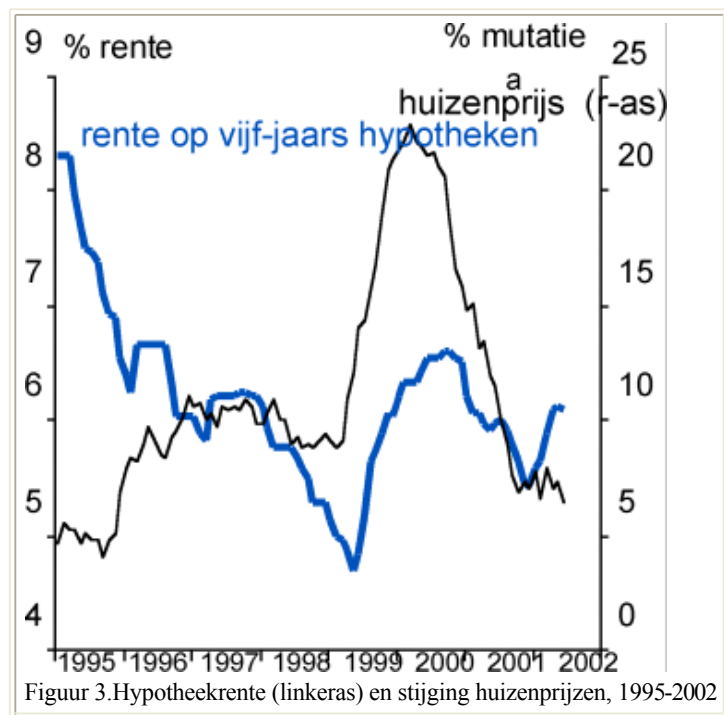
Niettemin bestaan verdere neerwaartse risico's voor beurskoersen indien de hooggestemde winst-

verwachtingen niet uitkomen. Een ander risico ligt besloten in de recente boekhoudschandalen, die het vertrouwen in Amerikaanse ondernemingen schaden. Door winstmanipulatie van sommige bedrijven blijkt de kwaliteit van marktinformatie (één van de geopperde redenen achter lagere risicopremies) immers minder goed te zijn dan werd aangenomen. Dit zou ertoe kunnen leiden dat beleggers hogere risicopremies zullen eisen, waardoor beurskoersen verder onder druk komen te staan.

### Huizenmarkt stabiel?

De aanwijzingen voor de vorming van een zeepbel waren op de huizenmarkt minder sterk dan op de aandelenmarkt. Niettemin is het mogelijk dat optimistisch gestemde verwachtingen over de toekomstige huizenprijsstijging en inkomens ertoe hebben geleid dat kopers agressief zijn gaan bieden op woningen, waardoor er 'lucht' in de prijzen is gekomen. Daarnaast hebben de in de jaren negentig verruimde leenvoorwaarden de huizenprijzen opgestuwd. Daarbij spelen het meetellen van tweede inkomens bij de hypotheekverstreking, het versoepelen van andere acceptatiecriteria en de fiscaal gemotiveerde ontwikkeling van hypotheekproducten een belangrijke rol. Deze factoren hebben geleid tot een opwaartse niveauaanpassing van de huizenprijzen, maar waarschijnlijk niet tot een permanente versnelling van de groei. Zo'n expansieve prijsontwikkeling zou ook niet houdbaar zijn geweest, aangezien de betaalbaarheid van woningen in de laatste jaren fors is verminderd, ondanks de toegenomen inkomens- en werkgelegenheidsgroei. Met name voor startende éénverdieners is een eigen woning steeds moeilijker bereikbaar geworden<sup>6</sup>.

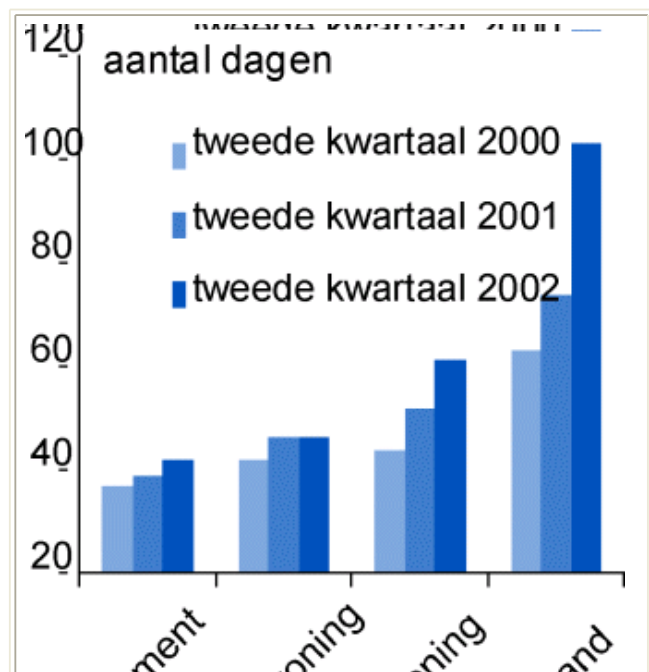
In de zomer van 2000 begon de huizenmarkt af te koelen (zie [figuur 3](#)). Een algemene daling van de prijzen zoals op de aandelenmarkt heeft zich evenwel niet voorgedaan: de jaarlijkse gemiddelde huizenprijsstijging is niet onder de vijf procent gezakt. In het tweede kwartaal van 2002 stegen huizenprijzen met zeseneenhalf procent op jaarbasis. Voor de huizenmarkt als geheel zijn verschillende redenen te noemen die het prijsniveau ondersteunen. Zo wordt met name de Randstad nog steeds gekenmerkt door schaarste aan woningen en een kwalitatief verschil tussen vraag en aanbod. Tevens bevindt de hypotheekrente zich op een relatief laag niveau en blijft het kopen van een huis door de gunstige fiscale behandeling van hypotheeklen aantrekkelijk.

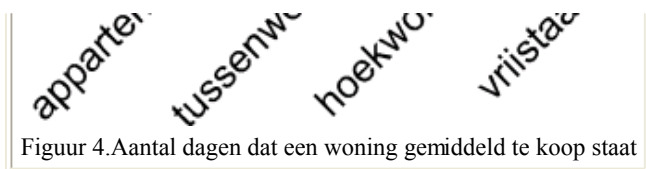


Desondanks kan een verdere afkoeling op de huizenmarkt niet worden uitgesloten. Een dergelijk scenario zou dichterbij kunnen komen ingeval van een sterk stijgende lange rente, een fors toenemende werkloosheid dan wel een ongunstige reële inkomensontwikkeling. De daarmee samenhangende risico's liggen voornamelijk bij de hypotheeklen die de afgelopen jaren zijn afgesloten. Daarbij gaat het met name om starters die zijn geconfronteerd met sterk gestegen woningprijzen en daarom de grenzen van de hypothecaire financiering hebben opgezocht. Uit recent onderzoek van De Nederlandsche Bank blijkt dat bij driekwart van de hypotheeklen die na 2000 zijn afgesloten het geleende bedrag hoger is dan de aankoopwaarde van het huis<sup>7</sup>. Het betreft veelal jonge gezinnen die over weinig financiële buffers beschikken. Bovendien geldt dat voor zover huizenbezitters een beleggings-hypothek hebben afgesloten, de ongunstige ontwikkelingen op de aandelenmarkt voor een neerwaarts risico op de huizenmarkt kunnen zorgen.

#### Beursgevoelige panden

Daarnaast is het duurdere segment kwetsbaar. In dit segment worden zelfs prijsdalingen geconstateerd. Duurdere huizen staan ten opzichte van goedkopere huizen bovendien langer te koop (zie [figuur 4](#)). Dit hangt mogelijk samen met de malaise op de aandelenmarkt. Behalve dat huiseigenaren gevoelig kunnen zijn voor beleggingsinkomsten die in het kader van een beleggingshypothek worden behaald, is het aandelenbezit van huizenkopers die zich op het duurdere segment begeven in het algemeen groter dan dat onder partijen in andere woonsegmenten. Het topsegment van de huizenmarkt is daardoor extra gevoelig voor de koers-





ontwikkeling op de aandelenmarkt. Feitelijk is het huidige prijzenbeeld tegenovergesteld aan dat van eind jaren negentig, toen de hausse op de effectenbeurs ertoe bijdroeg dat de prijsstijging van duurdere woningen die van andere woningtypen overtrof. Een aanhoudend slecht beursklimaat zou derhalve de prijsontwikkeling in duurdere segmenten van de huizenmarkt neerwaarts kunnen blijven beïnvloeden.

## Conclusie

Na ruim twee jaar van sterke koersdalingen zijn er aanwijzingen dat beurskoersen dichtbij hun fundamentele waarde zijn beland en dat de zeepbel op de Nederlandse beurs is leeggelopen. Tegenvallende winstontwikkelingen en een eventuele uitbreiding van malversaties bij Amerikaanse bedrijven wereldwijd impliceren evenwel een verder neerwaarts risico voor aandelenkoersen, te meer daar beleggers nog steeds uitgaan van een hoge winstgroei, mogelijk in combinatie met lage risicopremies.

De ontwikkelingen op de aandelenmarkt kunnen niet zomaar worden geprojecteerd op de Nederlandse huizenmarkt, ondanks dat de samenhang tussen beide markten de laatste jaren is toegenomen. De sterke prijsstijgingen in de achterliggende jaren zijn voornamelijk te herleiden tot structurele factoren. Verdere afkoeling kan niet worden uitgesloten. Zo is er een kwetsbare groep van nieuwe huizenbezitters die het risico loopt bij zwaar economisch weer in financiële problemen te komen en begint in het duurdere segment de klad er behoorlijk in te komen.

---

In formulevorm wordt de prijs van het

aandel (Pt) bepaald door

$Dt (1 + g)$

Pt =

$(k + rf) - g$

Aangenomen wordt dat de huidige nominale dividendstroom (Dt) een constante reële groei van g laat zien en dat k en rf respectievelijk de risicopremie op aandelen en het reële

risicovrije rendement voorstellen

---

<sup>1</sup> Zie J.J. Capel, Zeepbel op aandelen- en huizenmarkt?, ESB, 9 februari 2001, blz. 140-142.

<sup>2</sup> Zie bijvoorbeeld M.J. Gordon, Finance, investment and macroeconomics, Edward Elgar, Cheltenham, 1994.

<sup>3</sup> Het extra rendement van aandelen ten opzichte van overheidsobligaties was de afgelopen honderd jaar in Nederland 4,7 procent en in de VS 5,1 procent (zie E. Dimson, P. Marsh en M. Staunton, Triumph of the optimists: 101 years of global investment returns, Princeton University Press, 2002). Er is gerekend met een reëel risicovrij rendement van vier procent, ongeveer gelijk aan de gemiddelde reële rente op langlopende overheidsobligaties sinds 1980 (in Nederland en de VS).

<sup>4</sup> E.F. Fama en K.R. French, The equity premium, Journal of Finance, jrg. 57, nr. 2, april 2002.

<sup>5</sup> Voor de groeivoet van dividenden (drie procent) en het reële risicovrije rendement (vier procent) zijn ter vergelijking dezelfde waarden gebruikt als bij de berekeningen voor Nederlandse aandelen.

<sup>6</sup> De afgenomen betaalbaarheid blijkt uit het beloop van betaalbaarheidsindicatoren. Zie bijvoorbeeld De Nederlandsche bank, Jaarverslag 2001, Amsterdam, 2001.

<sup>7</sup> Zie De Nederlandsche Bank, Vermogensbeheer Nederlandse gezinnen onder de loep, Kwartaalbericht, juni 2002.