

## Monetair beleid en de marktwaarde van vermogens

*Bij de monetaire beleidsvoering zijn de centrale banken meer aandacht gaan besteden aan de ontwikkelingen in de marktwaarde van vermogenstitels, eerst als indicator van mogelijke inflatoire druk in de goederensfeer, meer recent als eventuele beleidsbepalende parameter op zich. In dit artikel wordt deze evolutie toegelicht.*

### Een dilemma

De centrale banken vervullen een belangrijke functie in het streven naar een (betrekkelijke) stabiliteit van de prijzen. Dit is echter geen sinecure en minstens twee problemen keren daarbij altijd terug, zijnde de inschatting van het niet-inflatoire groeipotentieel van de economie en de beoordeling van de cyclische toestand van de economie ten opzichte van dat potentieel.

De centrale bank zal bij voorbeeld bij een toestand van lage inflatie maar van reële groei boven het groeipotentieel (in de industrielanden doorgaans geraamd op 2 tot 3% per jaar) haar beleid vrij vroeg moeten verstrakken opdat er geen inflatoire druk ontstaat.

De risico's op beleidsfouten zijn echter groot. Immers, enerzijds zullen de monetaire autoriteiten geneigd zijn zo lang mogelijk te wachten met maatregelen om tot een juiste inschatting te komen van de cyclische toestand van de economie. Dit houdt dan wel het risico in dat te lang wordt getalmd. Anderzijds is er de noodzaak snel op te treden, rekening houdend met de vertraging waarmee een ingreep in de rentetarieven reële economische effecten sorteert.

Adequate indicatoren over de toestand en toekomstige evolutie van de economie zijn dus van groot belang om een voldoende effectief beleid mogelijk te maken.

### Eclectisch monetair beleid

In de keynesiaanse traditie zal de centrale bank bijzondere aandacht schenken aan de spanningen op de produktiefactoren, om tot de opportuniteit van een monetaire verstraking te besluiten. In de monetaristische traditie zal de centrale bank vooral oog hebben voor de verenig-

baarheid van de groei van de geldhoeveelheid met het economische groeipotentieel, daar de geldhoeveelheid als een 'leading indicator' van de toekomstige inflatoire spanningen wordt beschouwd.

Na het monetarisme van het begin van de jaren tachtig kwamen de centrale banken opnieuw tot meer pragmatisme en deden ze hun beleid stoelen op een reeks economische indicatoren zoals de groei, de werkgelegenheid, de onderliggende inflatie en de geldhoeveelheid. Recent kwamen ze ertoe zich niet langer te beperken tot de prijsevolutie van de goederen en diensten, maar eveneens de prijsontwikkeling van de vermogensactiva in aanmerking te nemen. In eerste instantie werden de prijzen van het goud en van de obligaties opgenomen in de 'korf' indicatoren, waarmee bij de inschatting van de inflatieverwachtingen rekening wordt gehouden.

Het belang van die indicatoren werd door de Groep van Zeven in het Louvre-akkoord van februari 1987 'geofficialiseerd'. Men merke op dat de prijzen van vermogensactiva hierbij beschouwd werden als een indicator van de verwachte inflatie op het vlak van goederen en diensten.

Na de beurskrach van oktober 1987 werd de aandacht van de monetaire autoriteiten uitgebreid tot andere bestanddelen van het vermogen en meer bepaald tot de prijzen van de aandelen en van het vastgoed. Daarbij bleek de hoofdbedoeling niet langer te zijn zich een idee te vormen over de mogelijke toekomstige prijsontwikkeling van goederen en diensten in de economie. Een aantal voorbeelden illustreert dit.

De injectie van liquide middelen in oktober 1987 had tot doel, een financiële crisis te voorkomen, maar was ook ingegeven door de vrees voor

de mogelijke recessie-effecten van een daling van de waarde van de vermogens op de uitgaven en dus op de economische activiteit (het 'vermogenseffect'). Zoals nadien is gebleken, was de interventie een succes vanuit het oogpunt van het vertrouwen van de economische agenten. In werkelijkheid bleek de economische groei zelfs veel sterker dan was gewenst, waardoor een monetair verstrakking vrij vlog nodig was.

In 1990 heeft de centrale bank van Japan duidelijk gesteld dat zij de inflatie van de activa (beurs en vastgoed) wilde 'terugschroeven'. En ten slotte verklaarde de Groep van Zeven op haar vergadering in januari 1991 dat zij de bedoeling had, 'de financiële markten', welk begrip niet alleen de wisselmarkten maar ook de effectenmarkten dekt, indien nodig te stabiliseren.

### **Vermogens en bestedingen**

Om welke redenen interesseren de centrale banken zich voor de marktwaarde van de vermogens? De vraag komt neer op het wegen van de gevolgen van de meerwaarden, of van de minwaarden, van vermogens op de gedragingen van de economische huishoudingen.

Zoals dat vaak het geval is biedt de theorie ter zake geen eenduidig antwoord. In de keynesiaanse theorie is het verbruik afhankelijk van het lopende inkomen dat bestaat uit bezoldigingen, geïnde rente, enzovoort. De schommelingen van de waarde van de vermogens spelen daarin niet mee. In de 'levenscyclus'-benadering (Friedman, Modigliani) daarentegen beslissen de consumenten over hun uitgaven, niet alleen rekening houdend met hun lopende inkomsten, maar ook met hun verwachte toekomstige inkomsten. In dat model is het vermogen een essentiële determinant van het verbruik vermits het de huidige waarde van de verwachte toekomstige cash flows van de economische agenten weer geeft.

Het is opmerkelijk dat in zuiver intertemporele modellen het lopende looninkomen zelfs niet voorkomt in de consumptiefunctie, aangezien zijn rol wordt overgenomen door het menselijk vermogen, zijnde de huidige waarde van het looninkomen dat de huishouding in de verdere beroepsloopbaan zal verwerven.

Het probleem inzake de keuze van een consumptietheorie is niet zo nijpend indien de verhouding vermo-

gen/inkomen stabiel blijft of indien alleen de gerealiseerde meerwaarden tot een verhoging van de uitgaven kunnen leiden. In dat geval gaat iedere verkoop van activa die de consumptiemogelijkheden van een economisch subject verhoogt gepaard met een aankoop van activa die deze mogelijkheden bij de tegenpartij vermindert.

Zoals de jongste jaren kon worden opgemerkt, schommelt de verhouding vermogen/inkomen echter in sterke mate en de mogelijkheden tot financiering van uitgaven dank zij een door latente meerwaarden gewaarborgde schuldenlast zijn aanzienlijk toegenomen. Dat de centrale banken de ontwikkelingen van de vermogens in aanmerking nemen, lijkt er dan ook op te wijzen dat ze de deugdelijkheid van de theorie van de 'levenscyclus' ten opzichte van de keynesiaanse theorie van de consumptie erkennen. Hiervoor kunnen twee redenen worden aangehaald.

Een eerste betreft de context van financiële liberalisering van de jaren tachtig. Deze had vooral de vermindering van de liquiditeitsbeperking van de economische agenten tot gevolg. Een en ander betekent dat het gemakkelijker werd, lopende uitgaven te financieren op grond van de verwachte ontwikkeling van de toekomstige cash flows van het vermogen, daar deze zich weerspiegelt in de marktwaarde van de vermogens. In theorie zou die ontwikkeling stabiliserend moeten werken aangezien huishoudingen hun uitgaven dan gemakkelijker zullen kunnen 'gladstrijken' dank zij een vermindering van hun besparingen of een verhoging van de schuldenlast. Daarentegen zal in een wereld waar een aanzienlijke liquiditeitsbeperking heerst, iedere ongunstige economische ontwikkeling onmiddellijk een forse weerslag hebben op de uitgaven en dus op de activiteit.

Een tweede reden vormt de sofisticatiegraad van de beleggers. Voor zover de vermogens goeddeels uit traditionele spaarprodukten zoals deposito's zijn samengesteld, zal het verschil tussen het rendement en de opbrengst van de beleggingen (die rekening houdt met de kapitaalwinsten) gering zijn. De afwijking tussen de consumptie op grond van het lopende inkomen en die op grond van het vermogen zal derhalve zwak zijn. De jaren tachtig zijn echter gekenmerkt door een toenemende sofisticatie van de beleggers en het per-

centage van het vermogen belegd in ter beurze genoteerde effecten werd verhoogd. Aldus konden belangrijke meerwaarden worden geboekt.

Vermindering van de liquiditeitsbeperkingen, onder meer mede door 'de financiële innovatie', toeneming van het belang van ter beurze genoteerde waarden in de portefeuilles van het 'groot publiek' en meerwaarden hebben blijkbaar de schuldenlast en de uitgaven in een goed deel van het vorige decennium gestimuleerd. Die tendensen gingen gepaard met 'zelfvoedende' verschijnselen, daar sommige beleggers leenden om op de beurs te beleggen. Een dergelijk verschijnsel deed zich ook voor in de vastgoedsector, zoals duidelijk bleek uit de Britse ervaring, waar verkopen van onroerende goederen met meerwaarden plaatsvonden. Dit liet dan duurdere vastgoedaankopen toe, deels gefinancierd door een verhoging van de schuldenlast ten opzichte van het lopende inkomen.

Het aantrekkelijke was echter dat de nettowaarde van het vermogen, activa verminderd met passiva, niet hoefde te dalen tenminste zo lang de vastgoedconjunctuur gunstig verliep. Reclamejongens gebruikten dan ook de slogan 'unlock your wealth'. Net als de gezinsbestedingen werden de investeringen van de ondernemingen eveneens door de prijsontwikkeling van de activa beïnvloed. Een van de meest in het oog springende voorbeelden van de reële gevolgen van een trendmatig stijgende beurs kon in Japan worden opgemerkt, waar de ondernemingen, dank zij de uitgifte van converteerbare obligaties of obligaties met warrants, zich tegen bijzonder lage kosten konden financieren. De impact op de investeringsneiging en de bereidheid om het werkterrein van de ondernemingen te vergroten was opzienbarend.

### **Houding centrale banken**

De vermelde voorbeelden doen vermoeden dat de reële gevolgen van een belangrijke schommeling van de prijzen van de activa een steeds grotere bron van zorgen vormen voor de centrale banken. Volgens de levenscyclustheorie daarentegen zou het in aanmerking nemen van de vermogens in de uitgavenbeslissingen moeten leiden tot een daling van de cyclische schommelingen in de economie.

Twee redenen kunnen worden aangevoerd om de bekommernis van de centrale banken te verklaren.

Een eerste verwijst naar de vrees voor knelpunten in de economie. Vermits het vermogen de geactualiseerde waarde van de toekomstige cash flows weergeeft, zal een geringe duurzame variatie ervan tot een belangrijke wijziging van de geactualiseerde waarde van het vermogen leiden, wat aanzienlijke gevolgen op de lopende uitgaven zou kunnen teweegbrengen. De huishoudingen die vertrouwen hebben in de toekomst, zullen hun sparen verminderen of hun schuldenlast verhogen, onafhankelijk van de ontwikkeling van hun lopende inkomsten. Inflatoire spanningen zullen zich voordoen voor zover de productiecapaciteiten slechts met enige vertraging op de stijging van de vraag zullen reageren. De centrale banken zullen dan ook trachten dat risico weg te nemen en pogen de prijzen van de activa te beïnvloeden door een actie op de rentetarieven of zelfs een eenvoudige bekendmaking van hun bezorgdheid.

Een tweede reden houdt verband met het feit dat de prijzen van financiële activa kunnen afwijken; ze zijn hoger dan datgene wat vanuit het standpunt van de centrale bank als juist wordt beschouwd ('overshooting'). Dit hoeft niet het gevolg te zijn van marktinefficiënties, dat wil zeggen van de verkeerde interpretatie door de markt van publiek beschikbare informatie, maar kan te wijten zijn aan een asymmetrie inzake informatie waarover de financiële markten respectievelijk de centrale banken beschikken. Deze laatste hebben immers steeds een informatievoorsprong op eerstgenoemde, al was het maar op het vlak van de toekomstige beweging van de officiële rentetarieven. Zo komt het dat de prijzen van de vermogensactiva, zelfs als ze juist zijn in de zin dat ze alle publiek beschikbare informatie integreren, dat niet noodzakelijk zijn uit het oogpunt van de centrale banken. Bij voorbeeld ten overstaan van markten die de stijgingsrisico's van de rentetarieven onderschatten, zullen de centrale banken de geestdrift van de markt met hun verklaringen kunnen temperen. Daardoor wordt, vanuit het standpunt van de monetair autoriteiten, de efficiëntie van de markten opgevoerd omdat het de marktpartijen in staat stelt, niet alleen de voor iedereen beschikbare informatie, maar ook een deel van de 'private' informatie van de centrale banken in de prijzen te integreren. De openbare verspreiding ervan zou van die aard moeten zijn dat ze

de prijzen van de activa in de door de monetair overheid gewenste richting doet evolueren. Op die manier vermindert het risico van overshooting aanmerkelijk. De redenering gaat eveneens op in een context van dalende markten. De recente problemen van de banksector in de Verenigde Staten zijn een nieuw voorbeeld van een vermogens-effect, daar de fikse daling van de beurskoersen de financiering van de banken met risicokapitaal duurder maakte en dus hun leencapaciteit beperkte (vgl. de 'credit crunch'). De sterke verlaging van de rente op federal funds in de VS in de voorbije winter wordt dan ook in verband gebracht met de bekommernis van Alan Greenspan en de Federal Reserve Board om de gezondheidstoestand van de financiële sector, zoals die blijkt uit de beurswaarde van de banken. Een macro-economisch instrument (de rentestand) werd ingezet ter beïnvloeding van een (intermediaire) micro-economische doelstelling (de rentabiliteit van de banken).

Voorbeelden van het verminderen van de informatie-asymmetrie door het afleggen van publieke verklaringen zijn legio. In Frankrijk liet minister Bérégovoy niet na om eind februari, na een nieuwe daling van de rendementen op obligaties, te stellen dat de aanduidingen gegeven door de obligatiemarkt omtrent de toekomstige evolutie van de rentetarieven in de goede richting liepen. In de VS stelde Greenspan midden maart in een verklaring voor het congres dat de obligatiemarkt negatief gereageerd had op de jongste verlaging van de rente op de federal funds. Deze verklaring werd gunstig onthaald door de markt omdat ze liet uitschijnen dat haar inflatieverwachtingen te pessimistisch waren.

### **Gevolgen van nieuw beleid**

Het in aanmerking nemen door de centrale banken van de ontwikkeling van de prijzen van de financiële activa betekent dat ontwikkelingen – opwaarts of neerwaarts – die verder gaan dan wat door de monetair autoriteiten als redelijk wordt beschouwd, vroeg of laat kunnen worden afgebroken door een actie met stabiliserende doeleinden – publieke verklaringen, wijzigingen van de rentetarieven en zelfs een rechtstreekse ingreep op de markten. Een en ander moet gevolgen hebben, zowel op de reële economie als op de financiële markten.

De interventie van de monetair overheid zal vermoedelijk immers een zachter maken van de conjunctuurcycli in de hand werken, voor zover belangrijke stijgingen – onder andere in verband met verschijnselen van 'overshooting' van de prijzen van de activa – en derhalve hun reële gevolgen (verbruikerseuforie, een overdreven beroep op de schuld) zeldzamer worden.

Voorts kan een dergelijke interventie leiden tot een vermindering van de volatiliteit en derhalve van het risico van een belegging in de bewuste instrumenten. Als dit is doorgedrongen, zullen de beleggers dan ook met een geringere vergoeding van het risico genoegen nemen, vermits dit laatste zal zijn gedaald. Een en ander zal evenwel niet zonder een (lang) leerproces, bij de centrale banken maar vooral bij de marktpartijen, geschieden. Voor deze laatste komt het er immers op aan de nieuwe gedragsregels van de beleidsautoriteiten te ontdekken. Veel werk aan de winkel dus voor de Fed watchers.

### **W. de Vijlder**

#### **P. Praet**

De auteurs zijn respectievelijk als Chief Investment Strategist en Chief Economist werkzaam bij de Generale Bank in Brussel.