



Vertrouwen op de beurs

Auteur(s):Jansen, W.J.,
Nahuis, N.J.*De Nederlandsche Bank, afdeling Monetair en Economisch Beleid, en Ministerie van Financiën, directie Algemene Financiële en Economische Politiek.*N.J.Nahuis@minfin.nl**Verschenen in:**

ESB, 88e jaargang, nr. 4392, pagina 20, 10 januari 2003

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

cransmissie

Naast de traditionele effecten van beursontwikkelingen op het vermogen van bedrijven en consumenten, hebben aandelenkoersen een zelfstandig effect op het consumentenvertrouwen.

De laatste tijd hebben de beurskoersen een forse pas op de plaats gemaakt. Zo is de aex het laatste anderhalf jaar gehalveerd tot een niveau vergelijkbaar met vijf jaar terug. Tegelijkertijd heeft het vertrouwen van consumenten een forse knauw gekregen en is in het verlengde hiervan de groei van de particuliere consumptie sterk teruggelopen. Dit roept de vraag op in hoeverre ontwikkelingen op aandelenbeurzen doorwerken op het vertrouwen van consumenten. Dit artikel gaat na of naast het traditionele vermogenseffect een apart vertrouwenskanaal bestaat waarlangs de aandelenmarkt de reële economie beïnvloedt. Het vermogenseffect loopt vooral via consumenten die reageren op veranderingen van hun eigen aandelenportefeuille. De uitgebreide aandacht van de media voor de aandelenbeurzen stelt echter ook consumenten zonder noemenswaardige vermogens in staat deze informatie als graadmeter te benutten voor toekomstige ontwikkelingen en daarmee voor hun bestedingspatroon.

Drie kanalen

In de afgelopen twintig jaar is de rol van de aandelenmarkt in de geïndustrialiseerde economieën aanzienlijk toegenomen. De totale marktkapitalisatie, uitgedrukt als percentage van het bbp, is in veel landen tussen 1985 en 2001 meer dan verdubbeld of verdrievoudigd.

Economen onderscheiden globaal gesproken drie kanalen waarlangs aandelenprijzen de reële economie beïnvloeden. Het eerste is het vermogenseffect op de consumptie. Als het vermogen stijgt door hogere aandelenkoersen, stijgt ook de consumptie, omdat consumenten zich rijker voelen. Dit effect zit doorgaans in macro-economische modellen vevat. Zo leidt volgens dnb en cpb een daling van de koersen met dertig procent tot een afname van de economische groei met 0,3 à 0,5 procentpunt na twee jaar. Het tweede kanaal is het kapitaalkosteneffect op de investeringen. Hogere aandelenprijzen betekenen dat een bedrijf goedkoper nieuwe investeringen kan financieren door het uitgeven van nieuwe aandelen. De derde schakel tussen de aandelenmarkt en de reële economie betreft de effecten op de kosten en beschikbaarheid van krediet - het zogeheten balanskanaal. Hogere aandelenprijzen verbeteren de financiële positie van bedrijven en gezinnen, die hierdoor gemakkelijker en goedkoper aan krediet kunnen komen. In de periode 1995-2000 zijn in landen waarin de aandelenkoersen relatief sterk zijn gestegen, ook de consumptie, de investeringen en de kredietverlening relatief snel gegroeid¹.

Een apart vertrouwenskanaal?

Dit artikel analyseert de relatie tussen aandelenprijzen en het consumentenvertrouwen in elf eu-landen in de periode 1986-2001². Het onderzoek is gemotiveerd door het idee dat het consumentenvertrouwen een apart transmissiekanaal zou kunnen zijn, dat onderscheiden moet worden van het conventionele vermogenseffect op de consumptie. Dat laatste effect betreft immers het gedrag van consumenten die daadwerkelijk aandelen bezitten. Vooral in continentaal Europa geldt echter dat de overgrote meerderheid van de gezinnen helemaal geen aandelen aanhoudt, en dat de aandelenbeleggingen relatief gering zijn (tabel 1). Koerswinsten op de beurs zouden het consumentenvertrouwen kunnen stimuleren en langs deze weg de consumptie stimuleren³. Christina Romer heeft betoogd dat het indirecte kanaal van het consumentenvertrouwen een belangrijke rol heeft gespeeld bij het ontstaan van de grote depressie in de jaren dertig⁴. De beurskrach in oktober 1929 en het zeer volatiele gedrag van de koersen in 1930 leidden tot een sterke toename van de onzekerheid bij consumenten over toekomstige inkomensontwikkelingen. De Amerikaanse huishoudens reageerden hierop door massaal de aanschaf van duurzame consumptiegoederen uit te stellen. Het directe vermogenseffect kan niet de belangrijkste factor zijn geweest, omdat in 1929 minder dan twee procent van de huishoudens in aandelen had belegd.

Tabel 1. Aandelenbezit huishoudens

Percentage huishoudens dat aandelen bezit	aandelenbezit als percentage beschikbaar inkomen

	2000	1999
Duitsland	9,8	26
Frankrijk	12,7	30
Italië	7,8	53
Nederland	18,2	101
Ver. Koninkrijk	23,3	111
Vs	19,2	186

- a. Cijfers voor 2000, bron Bank of England, cbs statline.
b. cijfers voor 1999, bron Capel en Jansen (zie voetnoot 1).

In principe kunnen beurswinsten de consumptie via het vertrouwenskanaal opstuwten om twee redenen. De eerste is dat koerswinsten een groter vermogen betekenen en daarom een zonniger blik op de toekomst. Dit directe vertrouwenseffect is onderdeel van het traditionele vermogenseffect. De tweede reden is dat hogere aandelenprijzen door economische agenten geïnterpreteerd kunnen worden als teken van gunstige economische ontwikkelingen in de toekomst, waardoor het consumentenvertrouwen toeneemt en de consumptie stijgt. Dit is een zelfstandig transmissiekanaal, dat zich richt op alle huishoudens. Alle consumenten, of ze nu in aandelen belegd hebben of niet, kunnen immers gebruik maken van de aandelenmarkt als voorlopende indicator⁵. Als het consumentenvertrouwen als apart transmissiekanaal fungeert, dan zou het zo moeten zijn dat de aandelenbeurs vooral invloed heeft op de verwachtingen over economische ontwikkelingen in brede zin, en niet zozeer op verwachtingen over de persoonlijke financiële situatie.

Empirie

Gegevens over het consumentenvertrouwen in alle eu-lidstaten, met uitzondering van Luxemburg, worden maandelijks gepubliceerd door de Europese Commissie. Het sentiment wordt gemeten aan de hand van enquêtes onder huishoudens, waarbij de vragen in alle landen hetzelfde zijn. Tussen het houden van de enquête en de publicatie van de resultaten zit één maand. De index van het consumentenvertrouwen wordt berekend op basis van de antwoorden op vier deelvragen, die alle vooruitblikken op de komende twaalf maanden. Gevraagd wordt naar de verwachtingen over: de algemene economische situatie; het niveau van de werkloosheid; de financiële positie van het huishouden; en de mate waarin men denkt te kunnen sparen. De eerste twee vragen gaan dus in op macro-economische ontwikkelingen (vertrouwenskanaal), terwijl de laatste twee vragen betrekking hebben op de persoonlijke situatie (vermogenseffect). Het gemiddelde van de scores van de vier deelvragen levert het indexcijfer voor het consumentenvertrouwen op. Voor elf eu-landen zijn er voldoende gegevens beschikbaar om een statistische analyse uit te voeren. Voor de meeste landen is de steekproefperiode januari 1986-december 2001.

Omdat we geïnteresseerd zijn in het effect op het consumentenvertrouwen, nemen we als aandelenindex de bekendste beursindex van een land. Dit is meestal niet de breedste index, maar wel de index die in de kranten en op de tv de meeste aandacht krijgt.

Bewijs voor bestaan van het vertrouwenskanaal

In [tabel 2](#) geven we de correlatiecoëfficiënt tussen de procentuele mutatie van de aandelenindex en de verandering in het consumentenvertrouwen op maandbasis voor de periode 1986-2001 en de meer recente periode 1991-2001. Deze laatste deelperiode bevat wel de 'boom' van de jaren negentig, maar niet de 'crash' van 1987. We vinden een gematigd positieve, maar statistisch significante, samenhang voor negen van de elf landen. In de meeste landen bedraagt de correlatie circa 0,20. Het Verenigd Koninkrijk is koploper met 0,29, terwijl voor Duitsland en Griekenland de correlaties laag zijn. In maanden waarin de aandelenkoersen stijgen, stijgt het consumentenvertrouwen in het algemeen ook. In maanden waarin de koersen dalen, tendeert het tegenovergestelde te gebeuren. Beperken we ons tot de deelperiode 1991-2001 dan verandert het beeld niet substantieel.

Tabel 2. Verband tussen aandelenkoersen en consumentenvertrouwen

	Correlatie		beurs voorspelt	vertrouwen
	1986-2001	1991-2001	Vertrouwen 1986-2001	voorspelt beurs 1986-2001
België	0,182*	0,246*	ja	nee
Denemarken	0,156*	0,174*	ja	nee
Duitsland	0,097	0,009	nee	nee
Frankrijk	0,193*	0,194*	ja	ja
Griekenland	0,129	0,141	nee	ja
Ierland	0,225*	0,306*	ja	nee
Italië	0,222*	0,215*	ja	nee
Nederland	0,216*	0,253*	ja	nee
Portugal	0,155*	0,172*	nee	nee
Spanje	0,210*	0,198*	ja	nee
Ver. Koninkrijk	0,291*	0,243*	ja	nee

* significant op 5% niveau

a. Correlaties tussen procentuele mutaties aandelenkoersen en mutaties index, consumentenvertrouwen op maandbasis.

Richting van de causaliteit

Op zich zegt een positieve correlatie niets over de richting van de causaliteit. Indien de causaliteit zou lopen van aandelenbeurs naar vertrouwen, dan ligt het voor de hand dat beursontwikkelingen (mutaties in) het vertrouwen kunnen voorspellen. De een-na-laatste kolom van [tabel 2](#) toont met behulp van het resultaat van een statistische toetsen (zogenoemde Granger-causaliteitstoetsen) of dit het geval is bij een korte voorspelhorizon van twee weken. De laatste kolom laat de testuitslag zien voor de vraag of het vertrouwen beurskoersen helpt voorspellen. Voor acht landen vinden we empirisch bewijs voor de stelling dat aandelenkoersen het consumentenvertrouwen

helpen voorspellen. Met een vertraging van een aantal weken tenderen dalende koersen te worden gevolgd door een verslechtering in het consumentenvertrouwen. Behalve in Frankrijk en Griekenland hebben veranderingen in het consumentenvertrouwen daarentegen geen voorspellende waarde voor beurskoersen. De publicatie van nieuwe gegevens over het consumentenvertrouwen - één maand na de enquêtes - heeft dus geen aanwijsbaar effect op de aandelenmarkt.

Zelfstandig effect?

Is het gevonden effect van de aandelenmarkt op het vertrouwen te beschouwen als een zelfstandig transmissiekanaal of maakt het deel uit van het conventionele vermogenseffect? Om die vraag te beantwoorden kijken we hoe de aandelenkoersbewegingen zijn gecorreleerd met de antwoorden op de vier deelvragen waaruit de index van het consumentenvertrouwen is opgebouwd. Bij een zelfstandig kanaal verwachten we dat beurskoersen van invloed zijn op de verwachtingen over het reilen en zeilen van de economie in brede zin (eerste en tweede vraag uit de enquête). Als het vertrouwenseffect eigenlijk niet meer is dan een onderdeel van het vermogenseffect, vermoeden we dat de verwachtingen over de persoonlijke financiële situatie (derde en vierde vraag) door beurskoersen worden beïnvloed. De resultaten in [tabel 3](#) wijzen inderdaad op het bestaan van een apart vertrouwenskanaal. Aandelenkoersen hebben voor de meeste landen een (Granger)-causaal verband met de verwachtingen over de algemene economische situatie en de werkloosheid. Dit geldt niet voor de verwachtingen over de financiële positie van het huishouden of de ruimte om geld te sparen. Tot slot vermeldt de onderste rij van [tabel 3](#) de gemiddelde correlatie tussen de deelindices en de beurskoersen. Voor de meeste landen levert vraag 1 de hoogste correlatie op, terwijl vraag 2 de tweede plaats inneemt.

Tabel 3. Aandelenkoersen en deelindices consumentenvertrouwen, periode januari 1986-december 2001

	aandelenkoersen voorspellen verwachtingen over			
	alg. econ. sit.	Werkloosheid	pers. fin. sit.	sparen
België	ja	ja	nee	nee
Denemarken	ja	ja	nee	nee
Duitsland	nee	nee	nee	nee
Frankrijk	ja	nee	nee	nee
Griekenland	ja	nee	nee	nee
Ierland	ja	ja	ja	nee
Italië	ja	ja	nee	nee
Nederland	ja	ja	ja	nee
Portugal	ja	ja	nee	nee
Spanje	ja	ja	ja	ja
Ver. Koninkrijk	ja	ja	ja	nee
gemiddelde correlatie	0,202	0,158	0,098	0,084

Conclusie

Dit artikel betoogt dat het consumentenvertrouwen een apart transmissiekanaal vormt tussen de aandelenmarkt en de reële economie. We vinden een gematigd positieve, maar statistisch significante, samenhang tussen beurskoersen en consumentenvertrouwen voor negen van de elf onderzochte eu-landen. Onze analyse van de onderdelen van de vertrouwensindex wijst uit dat het gevonden verband tussen de aandelenbeurs en het consumentenvertrouwen vooral betrekking heeft op verwachtingen over de algemene economische situatie en niet zozeer op verwachtingen over de persoonlijke financiële positie. Dit resultaat ondersteunt de visie dat het vertrouwenskanaal een apart transmissiekanaal is, en niet een onderdeel van het conventionele vermogenseffect. Ook mensen die geen aandelen bezitten kunnen bijvoorbeeld via de berichtgeving in de media gebruik maken van het feit dat aandelenprijzen informatie bevatten over toekomstige economische ontwikkelingen. In deze optiek zijn hogere aandelenprijzen een aanwijzing voor hogere inkomens in de toekomst, waardoor het consumentenvertrouwen toeneemt en de consumptie stijgt.

Ons onderzoek heeft voor Europese (monetaire) beleidsmakers en conjunctuuranalisten als boodschap dat beurskoersen niet alleen de reële economie beïnvloeden via het traditionele vermogenseffect, maar ook via het vertrouwen van consumenten. De (korte termijn) bestedingseffecten vanuit de aandelenmarkt zouden dus groter en wijder verspreid kunnen zijn dan men zou verwachten op grond van het relatief geringe en geconcentreerde aandelenbezit onder de Europese huishoudens. Beleidsmakers dienen er dus rekening mee te houden dat van het uitzonderlijk slechte beursjaar 2002 grotere neerwaartse risico's uitgaan voor de economische groei.

1 J.J. Capel en W.J. Jansen, Vermogensprijsinflatie: analyse, gevolgen en beleidsimplicaties, Financiële en Monetaire Studies, jrg. 20, nr. 1, 2001.

2 Dit artikel is gebaseerd op W.J. Jansen en N.J. Nahuis, The stock market and consumer confidence: European evidence, te verschijnen in Economics Letters. Zie voor een eerdere versie http://www.dnb.nl/monetair_beleid/pdf/serie2002-11.pdf

3 Voor empirisch bewijs over de relatie tussen consumentenvertrouwen en consumptiegroei, zie J. Bram en S. Ludvigson, Does consumer confidence forecast consumption?, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, jrg. 4, blz. 59-78, en N.J. Nahuis, Are survey indicators useful for monitoring consumption growth? Evidence from European countries, te verschijnen in Journal of Forecasting. Zie ook http://www.dnb.nl/monetair_beleid/pdf/serie08full.pdf

4 C.D. Romer, The Great Crash and the onset of the Great Depression, Quarterly Journal of Economics, jrg. 105, 1990, blz. 597-624.

5 Er is veel empirisch bewijs dat aandelenkoersen bruikbare informatie bevatten over de economische groei in de toekomst. Voor recent

onderzoek, zie J.H. Stock en M.W. Watson, Forecasting output en inflation: the role of asset prices, NBER working paper 8180, 2001 en P. Mauro, Stock returns and output growth in emerging and advanced economies, IMF working paper 00/89, mei 2000.

Copyright © 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)