



Activaprijzen en monetair beleid

Auteur(s):

Noorman, J.G.

*Werkzaam bij de Stafgroep Economisch Onderzoek, Rabobank. Met dank aan Paul van de Ven.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4234, pagina 926, 10 december 1999

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

monetaire, economie

De combinatie van hoge activaprijzen en toegenomen volatiliteit op de financiële markten roept de vraag op, hoe centrale banken hiermee dienen om te gaan.

De gangbare opvatting onder monetaire beleidsmakers is, dat de monetaire autoriteiten de prijsontwikkeling van financiële activa (wisselkoersen daargelaten) slechts dienen te volgen in zoverre deze tot inflatoire druk (kunnen) leiden in de rest van de economie. Hoge aandelen- en huizenprijzen kunnen bijvoorbeeld door middel van vermogenseffecten een opwaartse invloed hebben op de economische groei en (daarmee) op de inflatie. Bovendien kunnen lage kapitaalmarktrentes investeringen stimuleren en besparingen afremmen en daarmee de inflatie aanwakkeren.

Toch kan de vraag worden gesteld, of dit wel genoeg is en of er niet een actiever beleid moet worden gevoerd. Zo zou een beurskrach schadelijke gevolgen kunnen hebben voor reële economieën en de stabiliteit van financiële stelsels in gevaar kunnen brengen. Een actiever beleid kan zich richten op het beperken van de negatieve effecten, indien een beursinstorting zich daadwerkelijk voordoet en op het bij voorbaat tegengaan van het ontstaan van een zeepbel in de economie.

Een krach

Een prijsval op de aandelenbeurs of op de huizenmarkt kan leiden tot een economische teruggang via een drietal kanalen.

Allereerst tast deze de vermogenspositie van gezinnen aan. Om dit te compenseren zullen de besparingen moeten toenemen, met als gevolg dat de consumptieve bestedingen zullen afnemen. Met het toenemen van het aandelenbezit onder huishoudens is het belang van beursontwikkelingen en het effect op de reële economie toegenomen, waardoor activaprijzen hoger op de agenda van centrale bankiers zijn komen te staan.

Ten tweede kan een forse daling op de aandelenbeurs het consumenten- en producenten- vertrouwen negatief beïnvloeden, waardoor consumptieve bestedingen en investeringen verder kunnen afnemen. Schattingen van de OESO duiden op een negatief totaal effect op de economische groei van circa een half procent van het bbp in de twee jaren volgend op een eventuele aandelenmarktcorrectie van twintig procent.

Ten derde kan een krach leiden tot kredietschaarste. Aangezien een beurscorrectie vaak gepaard gaat met een abrupt toenemende risico-aversie op de financiële markten, zal het voor bedrijven moeilijker en duurder worden om op de kapitaalmarkt middelen aan te trekken. Indien inzakkende aandelen- en huizenprijzen tot balansproblemen leiden bij banken, wordt mogelijk de kredietkraan ook daar dichtgedraaid. Prijsdalingen van financiële activa kunnen namelijk het onderpand en het eigen vermogen van banken doen verminderen en daarmee ook de mogelijkheid van het bankwezen om kredieten te verstrekken.

Rente verlagen?

Ter beperking van de negatieve effecten van een krach op de economische groei en de stabiliteit van het financiële stelsel kan een centrale bank in reactie daarop de officiële rentetarieven verlagen of geldmarktpartijen voorzien van extra liquiditeiten. Een officiële renteverlaging leidt in theorie direct tot een stijging van aandelenkoersen, aangezien de rente wordt gebruikt bij het berekenen van de netto contante waarde van toekomstige dividenden (de theoretische waarde van een aandeel). Belangrijker is echter, dat een daadkrachtig optreden door de monetaire autoriteiten de negatieve vertrouwenseffecten van een koersval grotendeels teniet kan doen, waardoor de negatieve effecten beperkt kunnen blijven tot de financiële markten en de reële economie slechts in mindere mate zal worden geraakt. Bovendien kan een renteverlaging en een vertrouwensherstel (en daarmee ook een geringere risico-aversie) een mogelijk opdrogen van kredietruimte voorkomen.

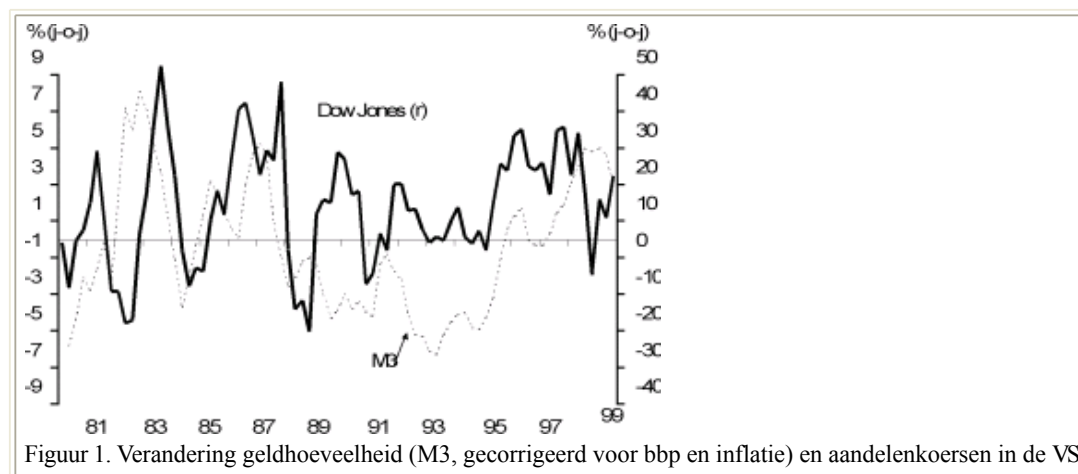
Wel dienen de monetaire autoriteiten goed in de gaten te houden, dat, wanneer de financiële markten de koersval weer grotendeels te boven zijn gekomen en het vertrouwen in de economie weer is hersteld, de officiële rente niet te lang kunstmatig laag wordt gehouden, aangezien te ruime monetaire condities op termijn tot inflatoire druk en mogelijk ook weer tot een volgende zeepbel kunnen leiden. Dit is zeker een reëel gevaar, indien een krach wordt veroorzaakt door een externe schok, terwijl de fundamenten in de eigen economie goed zijn en de binnenlandse ontwikkelingen sterk.

Pro-actief beleid: het voorkomen van een zeepbel

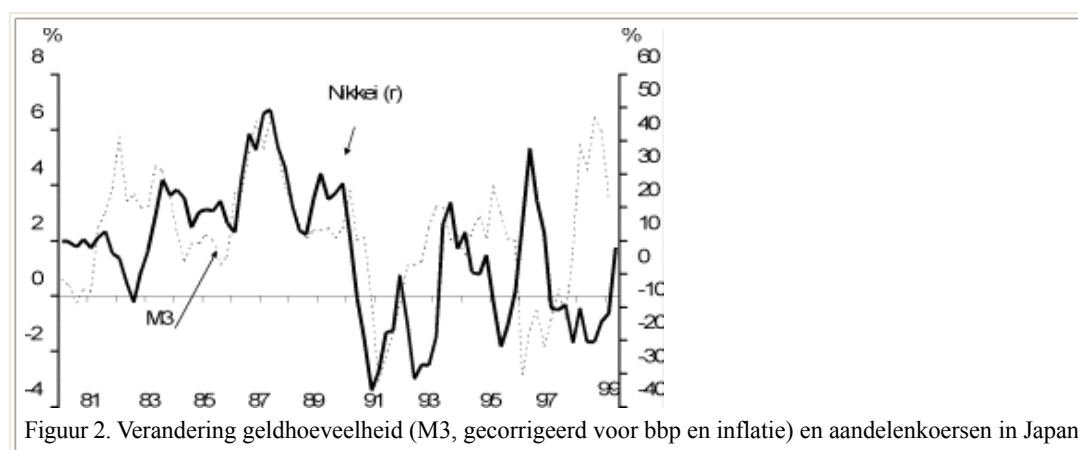
Pro-actief monetair beleid, oftewel het bij voorbaat voorkomen van het ontstaan van een zeepbel, gaat nog een stap verder door het rentebeleid direct te koppelen aan de ontwikkeling van de aandelenkoersen. Hoewel er in theorie veel voor te zeggen valt, blijken er toch veel praktische belemmeringen te zijn voor een pro-actief monetair beleid. Ex ante is het doorgaans verre van duidelijk, welke drijvende krachten schuil gaan achter activaprijsstijgingen. Zo is niet op voorhand te zeggen, of forse koersstijgingen duiden op de vorming van een zeepbel of dat deze gerechtvaardigd worden door verbeterde groei- en winstvooruitzichten. Een andere moeilijk meetbare variabele is de risicopremie. Wanneer de risico-aversie bij beleggers afneemt (bijvoorbeeld door het toenemen van de beleggingshorizon of door een cultuuromslag onder particuliere beleggers), zullen aandelenkoersen naar een nieuw en blijvend hoger evenwichtsniveau tenderen. Daarnaast kan financiële liberalisering en deregulering, leidend tot een grotere toegang tot krediet, ook koersstijgingen tot gevolg hebben. Bovendien is het niet duidelijk, waarom centrale banken meer zicht zouden hebben op de waardering van aandelen dan de financiële markten zelf.

Deze onzekerheid over de drijvende krachten van aandelenkoersontwikkelingen bemoeilijkt het voeren van een pro-actief monetair beleid. Hetzelfde geldt ook voor een huizenprijsexplosie.

Toch beschikken de monetaire autoriteiten over een andere indicator die kan duiden op het ontstaan van een zeepbel, namelijk de geldgroei. Indien het aanbod van geld wordt gecorrigeerd voor de reële groei van de productie, de feitelijke inflatie (prijsstijging van consumptiegoederen) en de trendmatige verandering van de omloopsnelheid van het geld, resteert een zogenaamd geldgroei-residu. Dit overaanbod van geld zal ergens tot uiting moeten komen en bijvoorbeeld door economische subjecten mogelijk worden aangewend voor de aanschaf van activa als aandelen of huizen. Deze mogelijke samenhang wordt nader bekeken in [figuur 1](#) en [figuur 2](#), waarin de gecorrigeerde M3-geldgroei is afgezet tegen de jaarlijkse toename van de aandelenprijzen in de VS en Japan. In beide landen lijkt het verband enigszins op te gaan. Hieruit zou geconcludeerd mogen worden, dat de ontwikkelingen op de aandelenbeurzen op (middel)lange termijn deels een monetair fenomeen zijn. Voorts bevestigt dit nogmaals het belang van een monetaire beleidsstrategie welke onder meer gebaseerd is op een doelstelling voor de groei van de geldhoeveelheid. Monetaire autoriteiten dienen dan ook niet direct te sturen op aandelenkoersen als wel op de geldgroei.



Figuur 1. Verandering geldhoeveelheid (M3, gecorrigeerd voor bbp en inflatie) en aandelenkoersen in de VS



Figuur 2. Verandering geldhoeveelheid (M3, gecorrigeerd voor bbp en inflatie) en aandelenkoersen in Japan

Twee voorbeelden

Hoe zijn de monetaire autoriteiten in het verleden feitelijk omgegaan met ontwikkelingen op de aandelenbeurzen? In het onderstaande zullen in dit kader de vs en Japan aan bod komen.

Verenigde Staten

In de afgelopen vijftien jaar hebben de VS driemaal een forse correctie op de aandelenbeurs gekend, te weten de beurskrach in 1987, de 'savings and loans' bankencrisis eind jaren tachtig en de roebelcrisis in 1998. Telkenmale heeft de Fed hierop gereageerd met een renteverlaging. Er is dus sprake geweest van een duidelijk reactief monetair beleid. De bekendste correctie is die uit 1987 geweest, toen de Dow Jones in enkele dagen tijd meer dan twintig procent in waarde daalde. Het negatieve effect op de reële economie was echter

beperkt. Gezien het feit, dat deze crisis zich wereldwijd voordeed, is het aannemelijk, dat de daling eerder een marktcorrectie weerspiegelde dan een drastische omslag in het beeld omtrent de economische fundamenteën in de VS. Door een onmiddellijke en doortastende reactie heeft de Fed de schadelijke gevolgen beperkt weten te houden tot de financiële markten. Voorts werd na circa een half jaar de renteverlaging (deels) teruggedraaid.

Daarentegen waren de economische fundamenteën ten tijde van de 'savings and loans' bankencrisis niet gezond, waardoor de negatieve effecten niet beperkt bleven tot de financiële markten. De in reactie hierop volgende officiële renteverlaging heeft een economische neergang dan ook niet weten te voorkomen. De forse prijsdaling van aandelen en onroerend goed leidde tot een verslechtering van de balansen van het Amerikaanse bankwezen. De hieruit volgende bankencrisis heeft op zijn beurt weer geleid tot een afname van de kredietverlening en daarmee tot een economische recessie. Als achterliggende oorzaak van deze bankencrisis wordt vaak de financiële deregulering begin jaren tachtig genoemd, welke niet gepaard was gegaan met een voldoende aanpassing van het toezicht op de financiële sector. De activa-prijsdaling was in dit kader slechts de aanleiding voor de problemen. De Fed heeft toen de officiële rente lange tijd laag moeten houden om zo de Amerikaanse banken in staat te stellen hun kapitaalreserves aan te vullen, waarna zich langzaam een herstel aandeede. Dit voorbeeld geeft aan, dat een pro-actief beleid bovenal gericht dient te zijn op macro-economische stabiliteit en een gezonde financiële sector.

Bij de 'roebelcrisis' van afgelopen jaar daalde de Dow Jones met vijftien procent. Deze daling was louter ingegeven door externe ontwikkelingen op de financiële markten. Om het negatieve sentiment op de financiële markten te keren en uit vrees voor een kredietschaarste verlaagde de Fed in drie opeenvolgende stappen de rente en met succes. Niet alleen bleef de Amerikaanse economie onveranderd sterk doorgroeien, ook hebben de aandelenkoersen zich inmiddels weten te herstellen tot nieuwe recordhoogtes. Opvallend is ook, dat de inflatie in Amerika al enkele jaren relatief laag is en daarmee ook de Federal Funds Target Rate (welke gericht is op de inflatie en de werkgelegenheid). De geldgroei is sinds begin jaren negentig echter fors aangetrokken en bedraagt nu zelfs circa tien procent. Ook de gecorrigeerde M3-geldgroei blijkt behoorlijk te zijn toegenomen. Gezien deze ruime monetaire verhoudingen en de parallel met 1987, diende de vraag zich aan, of de Fed nu ook de monetaire verruiming ter bestrijding van de crisis op de financiële markten binnen afzienbare tijd zou terugdraaien. Zoals inmiddels bekend, is dat intussen geschied.

Japan

De financiële deregulering, een zeer laag disconto en een agressieve kredietexpansie door het bankwezen hebben in de jaren tachtig in Japan geleid tot onwaarschijnlijk forse prijsstijgingen op de onroerend-goed- en de aandelenmarkt. Eind jaren tachtig spatte de ontstane zeepbeconomie uiteindelijk uit elkaar en daalde de Nikkei-index met circa 35% in één jaar tijd. Tegelijkertijd kreeg het bankwezen te maken met een aanzienlijke waardevermindering van de balansen, waardoor de kredietkraan werd dichtgedraaid. Voorts werden de huishoudens geconfronteerd met omvangrijke vermogensverliezen. Tezamen met het gedaalde consumenten- en producentenvertrouwen had dit een forse groeivertraging tot gevolg, welke enkele jaren zou aanhouden en die Japan nog steeds niet geheel te boven is gekomen.

Zowel pro-actief als reactief lijkt de centrale bank van Japan een foutief monetair beleid te hebben gevoerd. Ten eerste heeft zij op het uiteenspatten van de zeepbel gereageerd met een renteverhoging in plaats van een renteverlaging welke de negatieve effecten enigszins had kunnen beperken. Tevens lijkt het monetaire beleid te sterk gericht te zijn geweest op de feitelijke inflatie, daarbij de zeer sterke geldgroei uit het oog verliezend. Juist deze buitensporige geldgroei in combinatie met het gebrek aan strikt toezicht op de financiële sector kan als oorzaak worden aangewezen van de zeepbelproblematiek. Voorts kunnen de renteverhogingen in 1989, toen de inflatie uiteindelijk pas begon op te lopen, als de aanleiding worden gezien van het uiteindelijke uiteenspatten. Het monetaire beleid heeft de daarop volgende groei-afzwakking zelfs verergerd door - in tegenstelling tot de Fed in dergelijke situaties - de rente te verhogen na het uiteenspatten van de zeepbel.

Slot

Op de vraag of de prijzen van (financiële) activa een rol dienen te spelen bij het monetaire beleid en zo ja welke, kan geen eenduidig antwoord worden gegeven. Allereerst dient er onderscheid gemaakt te worden tussen reactief en pro-actief beleid. Wat betreft reactief beleid kan worden gesteld, dat in reactie op een beurscrisis de monetaire autoriteiten door middel van een renteverlaging de schadelijke gevolgen voor de reële economie beperkt kunnen houden, zeker indien er sprake is van stabiele onderliggende economische fundamenteën. Wel dient de rente niet te lang kunstmatig laag te worden gehouden, aangezien te ruime monetaire condities op termijn juist weer een volgende zeepbel kunnen veroorzaken.

Pro-actief is het minder duidelijk hoe de monetaire autoriteiten dienen om te gaan met de ontwikkelingen op de aandelenbeurzen. De meest extreme vorm van pro-actief beleid, oftewel een rentebeleid dat direct aangrijpt bij de aandelenkoersontwikkeling, lijkt in praktijk niet haalbaar, omdat het ex ante doorgaans verre van duidelijk is welke drijvende krachten schuil gaan achter koersstijgingen en doordat moeilijk bepaald kan worden of er sprake is van overwaardering. Fed-president Greenspan onderschreef deze moeilijkheid recentelijk. Wel gaf hij aan, dat de mate waarin en de snelheid waarmee aandelenkoersen dalen of stijgen van invloed kan zijn op het monetaire beleid.

Een belangrijke les uit het verleden is de noodzaak tot het voeren van een beleid gericht op macro-economische stabiliteit en een gezonde financiële sector. Het nauwlettend volgen en sturen van de geldgroei en de kredietverlening zijn in dit kader van belang. dnb gaf in haar laatste Jaarverslag dan ook aan, "dat de mate waarin banken de vraag naar hypothecair krediet momenteel accommoderen, nauwlettend door de Bank wordt gevolgd".

Door de praktische problemen ten aanzien van het ex ante inzetten van het rentewapen zijn centrale bankiers veroordeeld tot het voeren van een verbaal monetair beleid. Zo spreekt Greenspan reeds enkele jaren zijn bezorgdheid uit over de hoge aandelenkoersen. Hoewel hij in 1996 al sprak van "irrational exuberance", heeft hij de officiële rente sindsdien nagenoeg onveranderd gelaten. Ook ECB-president Duisenberg gaf begin dit jaar aan bezorgd te zijn over een mogelijke oververhitting van de onroerend-goed- en aandelenmarkten. Dat de eerste rentestap van de ECB neerwaarts was, suggereert dat ook hij in dit verband niet veel meer kan doen dan het voeren van een verbaal monetair beleid.

