

Zeepbel op aandelen- en huizenmarkt?

Auteur(s):

Capel, J.J.

Werkzaam bij de Nederlandsche Bank.
Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4294, pagina 140, 9 februari 2001

Rubriek:

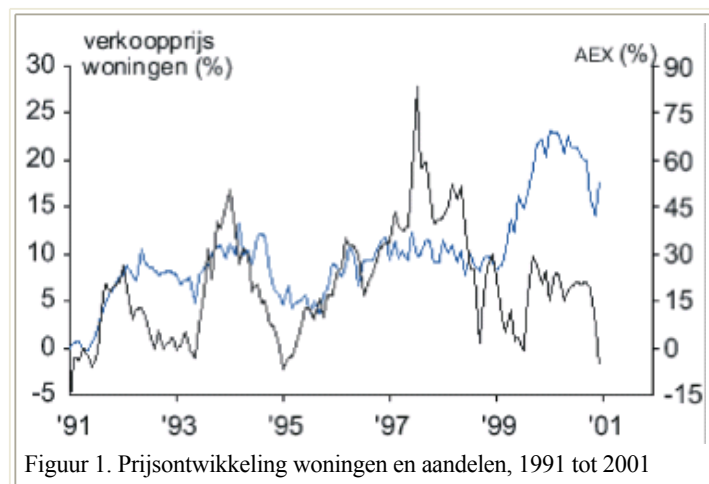
Monitor

Trefwoord(en):

koersen

Zijn de koersen van aandelen en de huizenprijzen geheel te verklaren uit fundamentele economische variabelen of is de koopzucht doorgeslagen?

In de tweede helft van de jaren negentig zijn in Nederland de aandelenkoersen en de prijzen van woningen spectaculair gestegen (zie [figuur 1](#)). De aandelenkoersen stegen vooral sterk tussen 1997 en de eerste helft van 1998, toen de twaalfmaandsmutaties meestal meer dan dertig procent bedroegen, terwijl de huizenprijzen in de herfst van vorig jaar stijgingspercentages van twintig procent of meer lieten zien. Recente ontwikkelingen suggereren evenwel dat de twee markten mogelijk aan een afkoelingsperiode zijn begonnen. Voor de aandelenmarkt zijn de aanwijzingen hiervoor het sterkst: de AEX-index lag eind 2000 nauwelijks boven het niveau van eind 1999. Wat de huizenprijzen betreft is het te vroeg voor een definitief oordeel, maar het lijkt er de laatste maanden op dat ook hier een kentering is opgetreden. In het laatste kwartaal van vorig jaar zijn de huizenprijzen veel minder gestegen dan in de eerste drie kwartalen (1,2 procent versus gemiddeld 3,8 procent, volgens gegevens van het kadaster) en stonden woningen bovendien gemiddeld langer te koop (49 in plaats van 45 dagen). Daarbij moet worden aangetekend dat de woningprijzen in december 2000 weer fors zijn gestegen (na een daling in oktober en november) en dat mede daarom de gematigde prijsontwikkeling in het laatste kwartaal ook zou kunnen duiden op een seizoenseffect. Het is in het verleden wel vaker gebeurd dat woningen aan het einde van het jaar één of twee maanden goedkoper werden om vervolgens in het voorjaar weer duurder te worden. Of er echt sprake is van een omslag op de huizenmarkt zal dus pas in de komende maanden duidelijk worden.



Bovenstaande observaties roepen de vraag op of de prijsontwikkelingen op de aandelen- en huizenmarkt nog wel op economische fundamenten zijn gebaseerd. Of zijn er eind jaren negentig wellicht zeepbellen op deze markten ontstaan die nu gaan leeglopen? Dit artikel gaat hier op in. Eerst wordt betoogd dat er geen harde bewijzen omtrent het al dan niet bestaan van zeepbellen kunnen worden geleverd, zodat een analyse hiervan met de nodige mitsen en maren moet worden omkleed. Op basis van de korte analyse in dit artikel kan wel worden geconcludeerd dat het plausibel is dat in de jaren negentig een zeepbel op de Nederlandse aandelenmarkt is ontstaan en dat ook op de huizenmarkt hiervoor enkele aanwijzingen zijn ¹. Gevolg is dat de toekomstige prijsontwikkeling op deze markten met nogal wat onzekerheid is omgeven en dat beleggers en woningzoekers zich goed bewust moeten zijn van de hiermee gepaard gaande risico's.

Wat zijn zeepbellen?

Van zeepbellen op de markten voor vermogenstitels, zoals aandelen en huizen, kan worden gesproken als de prijzen van deze vermogenstitels boven de intrinsieke of onderliggende waarde van het vermogensobject liggen. Voor aandelen is de intrinsieke waarde gelijk aan de netto contante waarde van de toekomstige dividenden. Dit houdt in dat de verwachte winstontwikkeling van het betreffende bedrijf en de rendementseis van beleggers de belangrijkste determinanten ervan zijn. Deze rendementseis wordt weer bepaald door de risicovrije rente (bijvoorbeeld de rente op een staatsobligatie) plus een risicopremie die beleggers compenseert voor het feit dat aandelen risicovoller zijn dan obligaties en die dus onder meer afhangt van de mate van hun risicoaversie. Omdat de winstverwachtingen

van beleggers en de risicopremie die zij wensen niet observeerbaar zijn en bovendien zullen variëren in de tijd, is het niet mogelijk om de intrinsieke waarde van een aandeel precies te meten. Hieruit volgt dat dus ook niet precies vast te stellen is hoe groot een eventuele zeepbel op de aandelenmarkt is.

Dezelfde redenering geldt voor de intrinsieke waarde van woningen, die gedefinieerd kan worden als de netto contante waarde van al het toekomstige woongenot of de huren die de woning opbrengt. Ook de hoogte hiervan wordt bepaald door moeilijk kwantificeerbare factoren, zodat de intrinsieke waarde van een woning niet objectief kan worden gemeten. Voorbeelden zijn de locatie (gemeente, nabijheid van voorzieningen, aantrekkelijkheid van de buurt, enzovoort) en de grootte en kwaliteit (de bouwkosten) van de woning zelf.

Er rijst echter nog een probleem bij de bepaling van zeepbellen op de woningmarkt. Omdat het aanbod op de woningmarkt - anders dan bij aandelen - op korte termijn vrijwel inelastisch is, is het mogelijk dat door reële of structurele economische ontwikkelingen, zoals een toename in het reële inkomen of een toename van het aantal huishoudens, een reële kwantitatieve schaarste aan eigen woningen ontstaat. In dat geval komt de intrinsieke waarde van woningen tijdelijk boven zijn lange termijn evenwichtswaarde te liggen en wijzen prijsstijgingen derhalve niet op een zeepbel. Hetzelfde geldt in geval van een kwalitatieve 'mismatch' op de woningmarkt (dat wil zeggen: er worden andere woningen aangeboden dan woningzoekers wensen). Zo wordt vaak gezegd dat er in Nederland tot nu toe onvoldoende is gebouwd voor bijvoorbeeld tweeverdieners waardoor de bestaande grotere en luxere woningen fors in prijs zijn gestegen. Indien daarentegen ruimere financiële of monetaire verhoudingen, zoals bijvoorbeeld soepelere criteria bij het verstrekken van hypotheek, of speculatief gedrag bij woningzoekers de vraag naar woningen een zodanige impuls geven dat de prijzen boven hun intrinsieke waarde komen te liggen, is het predikaat 'zeepbel' toepasselijk. Om zeepbellen op de woningmarkt te meten, moet dus eigenlijk worden bepaald welke bijdrage aan de prijsontwikkeling afkomstig is van reële en structurele ontwikkelingen en welke van ruimere financiële/monetaire verhoudingen of euforische verwachtingen van woningzoekers. Omdat de genoemde ontwikkelingen vaak - net als in Nederland de afgelopen jaren het geval was - gelijktijdig optreden, is het in de praktijk niet mogelijk om het zeepbelgehalte van de prijsontwikkeling precies te identificeren.

Wanneer groeit en knapt de zeepbel?

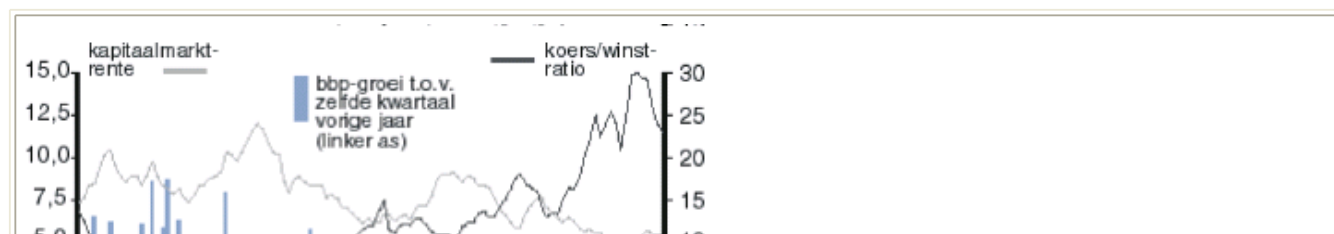
Een bestaande zeepbel blijft groeien zolang de feitelijke prijsontwikkeling de ontwikkeling van de intrinsieke waarde te boven gaat. Dit proces wordt gevoed als beleggers of woningzoekers hun beslissingen niet alleen baseren op de onderliggende waarde van het aandeel of de woning, maar ook andere factoren (zoals marktpsychologie of de prijsontwikkeling in het verleden) laten meewegen. Zeepbellen maken - zeker als zij groot worden - een economie potentieel kwetsbaar omdat zij bij een omslag in het marktsentiment kunnen barsten. Ze kunnen dan, zoals de geschiedenis helaas veelvuldig heeft laten zien, een bedreiging vormen voor de stabiliteit van het financiële stelsel en de reële economische ontwikkeling. Zeepbellen hoeven echter niet tot een explosieve situatie te leiden. Het evenwicht kan ook worden hersteld doordat de feitelijke prijsontwikkeling een periode bij de groei van de intrinsieke waarde achterblijft - het langzaam leeglopen van een zeepbel.

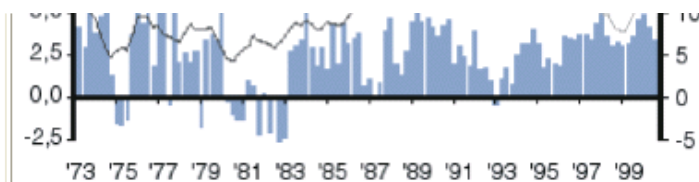
Zeepbel op de aandelenmarkt...

Om te beoordelen of het plausibel is dat er zeepbellen zijn op de aandelenmarkt, wordt in dit artikel de ontwikkeling van de koers-winstverhouding geanalyseerd. Dit is in de beleggingswereld een veelgebruikt kengetal en heeft, vergeleken met de koersontwikkeling, als belangrijk voordeel dat het geen trendmatige groei kent.

Er zijn twee plausibel klinkende doch niet goed toetsbare verklaringen waarom de intrinsieke koers-winstverhoudingen in de afgelopen jaren gestegen zouden kunnen zijn. Ten eerste nemen beleggers tegenwoordig - door onder andere de toegenomen welvaart en betere mogelijkheden tot portefeuillediversificatie - mogelijk genoeg met een lagere risicopremie op aandelen dan vroeger, hetgeen een hogere koers-winstverhouding zou rechtvaardigen. Daarbij moet worden opgemerkt dat het verwachte aandelenrendement - gemeten als de winst-koersverhouding - thans beneden de (risicovrije) rente op tienjaars staatsobligaties ligt, hetgeen enige twijfel oproept of beleggers wel rationeel hebben gekozen voor zo'n laag verwacht rendement. Ten tweede kan de intrinsieke koers-winstverhouding gestegen zijn doordat de door beleggers verwachte winstgroei in de jaren negentig is toegenomen. Het lijkt inderdaad aannemelijk dat de conjuncturele ontwikkelingen en de verbetering van de winstquote hebben bijgedragen aan de stijging van de aandelenkoersen in deze periode. Economische ramingen suggereren echter dat deze positieve effecten nu zouden moeten wegebben. Daarenboven hebben bepaalde Nederlandse bedrijven waarschijnlijk kunnen profiteren van de nieuwe goederen en diensten of de efficiëntieverbeteringen die nieuwe informatie- en communicatietechnologieën mogelijk hebben gemaakt. Dit zou een hogere aandelenprijs voor deze bedrijven kunnen rechtvaardigen. Op macroniveau zijn de signalen voor het optreden van een 'nieuwe economie' in Nederland echter bepaald niet eenduidig, zodat het niet voor de hand ligt dat beleggers op grond hiervan een sterke impuls hebben gegeven aan de waarde van Nederlandse aandelen in het algemeen.

Een indicatie voor het bestaan van een zeepbel geeft de stijging van de gemiddelde koers-winstverhouding van Nederlandse aandelen (zie [figuur 2](#)). Terwijl in de periode 1973-1993 koers-winstverhoudingen van boven de twaalf à dertien nog tot de uitzonderingen behoorden, bereikte deze ratio in 1999 een waarde van bijna dertig. Deze opvallende toename valt echter moeilijk te rijmen met de relatief stabiele groei van het bbp in die periode (een grove maatstaf voor de winstgroei) en de slechts in geringe mate afgenomen kapitaalmarktrente (het risicovrije rendement). Alleen indien de toekomstige winstgroei veel hoger ligt dan de huidige winstgroei en/of indien de op aandelen vereiste risicopremie sterk zou zijn gedaald, zouden deze ontwikkelingen nog terug te voeren zijn op een hogere intrinsieke waarde van aandelen. Omdat duidelijke aanwijzingen hiervoor ontbreken, is het plausibel dat er eind jaren negentig een zeepbel op de Nederlandse aandelenmarkt is ontstaan. Bewezen is dit evenwel niet. Gezien het feit dat de koersen sinds eind vorig jaar nauwelijks meer zijn gestegen, lijkt het er tevens op dat deze zeepbel inmiddels in omvang is afgenomen.

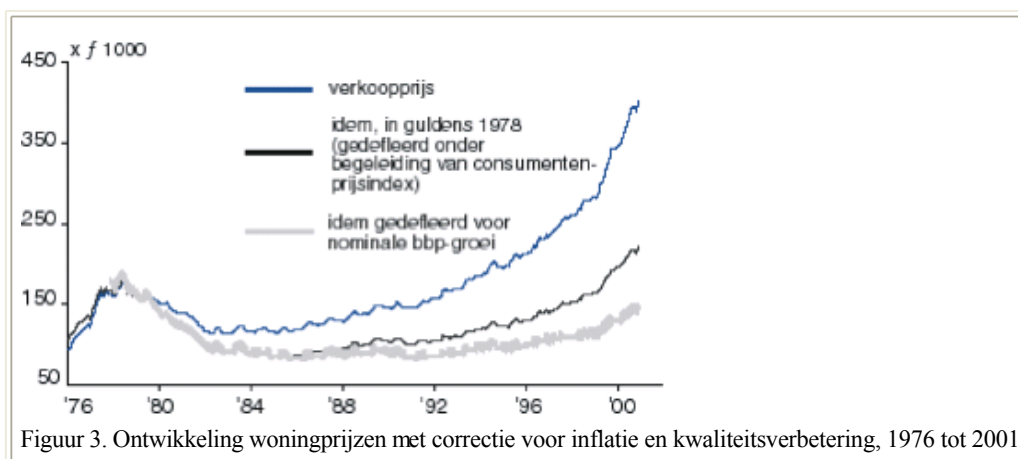




Figuur 2. Ontwikkeling koers-winstverhouding en twee determinanten ervan (reële groei bbp en nominale kapitaalmarktrente), 1973 tot 2001

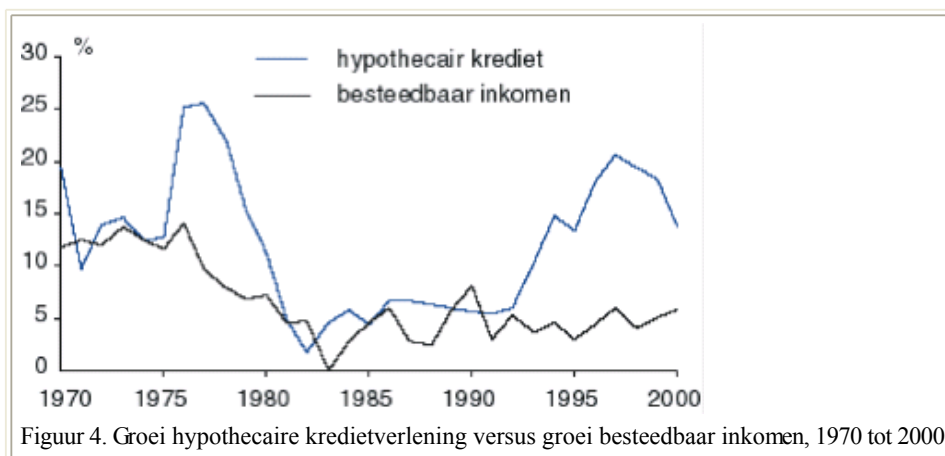
...en op de huizenmarkt?

Dat de nominale woningprijzen de laatste jaren fors zijn gestegen is in ieder geval deels het gevolg van een hogere onderliggende waarde van woningen (zie [figuur 3](#)). Zo zullen de nominale waarde van grond en de bouwkosten van woningen toenemen met het algemene prijspeil, waardoor de reële huizenprijsontwikkeling een beter beeld geeft van de over- of onderwaardering van huizen in de tijd. Daarnaast is de onderliggende waarde van woningen waarschijnlijk geleidelijk toegenomen door kwaliteitsverbeteringen eraan. Zo zijn bijvoorbeeld keukens luxer geworden (meer inbouwapparatuur) en hebben nieuwe woningen vaker een tweede badkamer. Goede data over kwaliteitsverbeteringen bestaan niet. Een zeer grove indicator is de verandering in het reële bbp, omdat te verwachten is dat een fractie van de welvaartsverbeteringen wordt geïnvesteerd in een hoger woongenot. Indien we de huizenprijzen defleren met de nominale groei van het bbp, waardoor we dus zowel corrigeren voor kwaliteitsverbeteringen als voor algemene stijgingen in het prijsniveau, blijkt dat de huizenprijzen fors zijn gestegen maar nog wel onder de top van 1978 liggen. Tenslotte lijkt het waarschijnlijk dat de intrinsieke waarde van woningen tijdelijk een extra impuls heeft gekregen door de reële schaarste aan woningen en een kwalitatieve mismatch tussen vraag en aanbod. Dit laatste is echter een niveau-effect: zodra de huizenprijzen zich aan de kwantitatieve en kwalitatieve schaarste hebben aangepast, zal de prijsontwikkeling gematigder worden.



Figuur 3. Ontwikkeling woningprijzen met correctie voor inflatie en kwaliteitsverbetering, 1976 tot 2001

Naast deze aanwijzingen dat de intrinsieke waarde van woningen de laatste jaren is toegenomen, zijn er ook enkele indicaties dat er van enige zeepbelvorming sprake is. Ten eerste hadden huizenbezitters recent nog zeer optimistische verwachtingen over de huizenprijsontwikkeling. Uit een enquête van De Nederlandsche Bank bleek dat zestig procent van de huishoudens meende dat de huizenprijzen verder zouden stijgen, terwijl tegelijkertijd 57 procent van oordeel was dat reeds van overwaardering sprake was². Indien woningzoekers door deze optimistische verwachtingen te agressief op woningen zijn gaan bieden, is het goed mogelijk dat de prijzen van woningen thans boven hun intrinsieke waarde liggen. Ten tweede heeft de ruime hypothecaire kredietverlening zeker bijgedragen aan het opstuwten van de huizenprijzen³. Net als in de tweede helft van de zeventiger jaren lag de groei van de hypothecaire kredietverlening in de tweede helft van de jaren negentig ver boven de ontwikkeling van het besteedbare inkomen, zoals valt af te lezen uit [figuur 4](#). De recente afzwakking in de groei van de hypothecaire kredietverlening betekent dat de risico's dat de zeepbel op de woningmarkt in de toekomst groter wordt, wat zijn afgenomen.



Figuur 4. Groei hypothecaire kredietverlening versus groei besteedbaar inkomen, 1970 tot 2000

Slot

De recente prijsstijgingen op de aandelen- en huizenmarkt zijn in ieder geval deels terug te voeren op fundamentele economische

variabelen. Er zijn echter ook aanwijzingen voor zeepbellen op deze markten. Voor de aandelenmarkt zijn deze aanwijzingen het sterkst

1 Zie voor een uitgebreidere analyse J.J. Capel en J. Jansen, Vermogensprijsinflatie: analyse, gevolgen en beleidsimplicaties, dat in de loop van dit jaar zal verschijnen in de reeks *Financiële en Monetaire Studies*.

2 Zie De Nederlandsche Bank, Het Nederlandse publiek gepolst over gebruik van hypotheecair krediet, [Kwartaalbericht](#), juni 2000, blz. 31-43.

3 Zie voor een analyse van de ontwikkelingen op de hypotheekmarkt R.T.A. de Haas, A.C.F.J. Houben, J.I. Kakes en H. Korthorst, *De kredietverlening door Nederlandse banken onder de loep*, monetaire monografieën, nr. 18, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 2000.