

2005-09-27

PERSCOMMUNIQUÉ

Aandelen- en woningprijzen en monetair beleid

(Artikel gepubliceerd in het Economisch Tijdschrift van het 3de kwartaal 2005) www.nbb.be

Naar aanleiding van de recente ontwikkelingen van de aandelenkoersen en de woningprijzen is de discussie over de rol van de activaprijzen in de monetaire-beleidsvoering opnieuw op gang gekomen. Hoewel de centrale banken geen doelstelling verbinden aan de prijzen van activa zoals aandelen of vastgoed, volgen ze de ontwikkelingen van deze prijzen toch op omdat deze een vooruitlopende indicator kunnen zijn van financiële en monetaire instabiliteit. Er bestaat echter geen eensgezindheid over de exacte manier waarop een centrale bank rekening dient te houden met het verloop van de activaprijzen.

Het eerste deel van het artikel belicht de complexe relaties tussen de activaprijzen, de macro-economische variabelen en het monetaire beleid. Eerst worden de mogelijke oorzaken van de schommelingen van de activaprijzen overlopen, namelijk de macro-economische ontwikkelingen, het monetaire beleid en een overmatig optimisme of pessimisme. De activaprijzen kunnen worden gezien als de geactualiseerde waarde van in de toekomst verwachte inkomens- of dienststromen. Enerzijds zijn deze verwachtingen gebaseerd op fundamentele determinanten. Zo vertonen de aandelenkoersen een positief verband met de conjunctuurvooruitzichten (via de verwachte ontwikkeling van de dividenden) en een negatief verband met de inflatieverwachtingen en het rentepeil (via de actualisatievoet). Woningprijzen, daarentegen, worden niet alleen opgedreven door gunstige groeivoorzichten (via het beschikbare inkomen) en een lage rente, maar ook door hoge inflatie. Dit verschil met aandelenkoersen verklaart ook waarom aandelen- en woningprijzen soms verschillend reageren op een monetaire-beleidsversoepling. Terwijl de woningprijs veelal positief zal reageren op een verlaging van de korte rente, geldt dit voor de aandelenprijzen enkel indien de monetaire-beleidsversoepling als niet inflatoir wordt beschouwd. Anderzijds kunnen de verwachte inkomens- en dienststromen ook onderhevig zijn aan overmatig optimisme of pessimisme. Het is echter uiterst moeilijk, vooral in reële tijd, het ontstaan van een speculatieve euforie (financiële zeepbel) te onderscheiden van een prijsstijging die steunt op de fundamentele determinanten.

Vervolgens worden de belangrijkste kanalen beschreven waarlangs een stijging van de activaprijzen de geaggregeerde vraag (en eventueel de inflatie) kan stimuleren. Dit gebeurt via een verhoogde vraag naar nieuwe activa (Tobins q), via vermogenseffecten op de consumptieve bestedingen en via een soepelere kredietverlening (financiële accelerator).

Tot slot wordt in het eerste deel van het artikel stilgestaan bij de vraag of het monetaire beleid moet reageren op sterke schommelingen van de activaprijzen. Het ligt voor de hand dat een centrale bank inspeelt op een stijging van de activaprijzen voor zover deze een vooruitlopende indicator zou zijn van de conjunctuurcyclus en van komende inflatoire spanningen, hoewel dit soms moeilijk te onderkennen is. Daarnaast zal een centrale bank ook reageren op een crash in verhouding tot de gevolgen die deze heeft voor de activiteit en de inflatie. Het komt echter zelden voor dat een centrale bank ingrijpende acties zal ondernemen om sterk stijgende activaprijzen tegen te gaan indien er geen inflatoire spanningen optreden. De ideale omstandigheden voor een preventief optreden dat er enkel op gericht is om de aanwas van een zeepbel te voorkomen, zijn immers nooit vervuld.

In het tweede en het derde deel wordt stilgestaan bij de recente ontwikkelingen van de aandelenprijzen (in de Verenigde Staten en in het eurogebied) en de woningprijzen (in het eurogebied, in de landen met de sterkst stijgende prijzen en in België). Hierbij wordt telkens nagegaan of er sprake kan zijn van de vorming van zeepbellen op deze markten. Een zeepbel wordt omschreven als een prijsstijging die berust op steeds hogere prijsverwachtingen, die op basis van de fundamentele variabelen echter niet gerechtvaardigd lijken. Om de over- of onderwaardering van aandelen te beoordelen, wordt in de praktijk vaak gebruik gemaakt van financiële ratio's zoals de koers-winstverhouding of de verhouding van de beurskoers tot het dividend. Dergelijke ratio's signaleren vooral de mogelijkheid van een koerscorrectie, eerder dan het precieze ogenblik van de omslag. Op basis van de koers-winstverhouding lijken de aandelenkoersen in het eurogebied momenteel niet uitgesproken overgewaardeerd te zijn.

Om de over- of onderwaardering van de woningmarkt te beoordelen, wordt vaak gekeken naar maatstaven van betaalbaarheid, zoals de verhouding tussen het beschikbare inkomen en de maandelijkse afbetalingslast van een hypothecair krediet. Toegepast op de gemiddelde woningprijs in het eurogebied en in België, geven deze maatstaven aan dat de sterke prijsstijgingen van de jongste jaren niet buitensporig lijken. Tegelijkertijd houden het historisch lage peil van de hypothecaire rente en de ontwikkelingen in een aantal landen van het eurogebied toch bepaalde risico's in.

Voor de Raad van bestuur van de ECB vormen de recente ontwikkelingen van de activaprijzen in het eurogebied op zich geen reden om het monetaire beleid te verstrakken. De Raad blijft echter waakzaam met betrekking tot de gevolgen van het behoud van de lage rente voor de liquiditeit, de kredietverlening en de activaprijzen. Zo houden de op geregelde tijdstippen opgestelde macro-economische projecties, in het kader van de economische analyse die een van de pijlers vormt van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB, rekening met de «normale» effecten van schommelingen in de activaprijzen, zoals de vermogenseffecten. Daarnaast worden in het kader van de monetaire analyse de ontwikkelingen gevolgd van een aantal indicatoren in verband met geld en krediet, samen met indicatoren betreffende de overwaardering van activa. Op die manier kan worden nagegaan in welke mate er een risico bestaat dat er financiële onevenwichtigheden worden opgebouwd.