

Aandelen- en woningprijzen en monetair beleid

A. Bruggeman
M. Hradisky
V. Périlleux

Inleiding

Naar aanleiding van de recente ontwikkelingen van de aandelenkoersen en de woningprijzen kwam opnieuw een discussie op gang over de plaats van de activaprijzen in de monetaire-beleidsvoering. Hoewel de centrale banken aan die prijzen geen doelstelling verbinden, staan ze niet volkomen onverschillig tegenover hun schommelingen, aangezien deze risico's inhouden voor de financiële stabiliteit en voor de stabiliteit van het algemene prijspeil. Vooral over de mate waarin met die ontwikkelingen rekening dient te worden gehouden, bestaat er nog geen eensgezindheid.

Het eerste deel van dit artikel herinnert aan de punten van discussie en belicht daartoe de relaties tussen de activaprijzen, de macro-economische ontwikkelingen en het monetaire beleid. In dit deel wordt onder meer de aandacht gevestigd op de mogelijkheid dat de activaprijzen fors toenemen in een omgeving met een stabiel algemeen peil van de consumptieprijzen, op het risico van bruuske correcties en op de moeilijkheden waarmee monetaire-beleidsmakers te kampen hebben om een passend antwoord te formuleren.

Een van die moeilijkheden is het onderkennen van een buitensporige stijging van de activaprijzen of een speculatieve «zeepbel». Dit probleem wordt toegelicht in het tweede en het derde deel, waarin respectievelijk de recente ontwikkelingen van de aandelenkoersen en van de woningprijzen worden geëvalueerd. Kunnen die de monetaire autoriteiten, met name in het eurogebied, verontrusten? Wat de aandelen betreft, zal de analyse

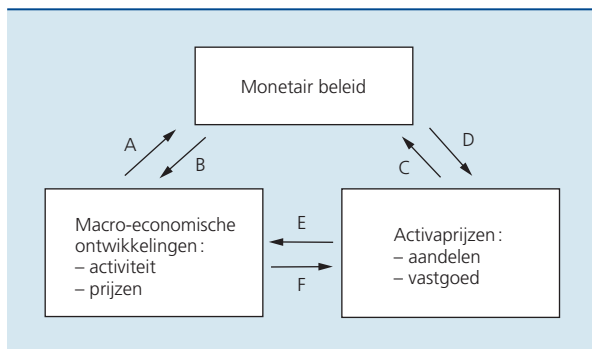
ook handelen over de Verenigde Staten, gelet op de nauwe correlatie tussen de Amerikaanse en de Europese beursindexen, het wellicht vrij grote gedeelte van het vermogen van ingezetenen van het eurogebied dat belegd is in Amerikaanse aandelen en het voordeel dat er langere reeksen beschikbaar zijn voor de Verenigde Staten. Met betrekking tot vastgoed zal de analyse zich beperken tot de woningprijzen in het eurogebied en zal deze bijzondere aandacht besteden aan enkele landen die een opmerkelijk verloop vertonen, alsook aan België.

Tot besluit wordt in het laatste deel toegelicht hoe in de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem rekening wordt gehouden met de prijsontwikkelingen van activa.

1. Activaprijzen, macro-economische ontwikkelingen en monetair beleid

De hoofddoelstelling van het monetaire beleid van het Eurosysteem is – zoals momenteel in de meeste centrale banken – het handhaven van prijsstabiliteit. Daaronder wordt de stabiliteit verstaan van het algemene peil van de goederen- en dienstprijzen – gemeten aan de hand van de HICP in het eurogebied – ongerekend de activaprijzen. Als het bevorderen van de activiteit via het monetaire beleid ten koste gaat van de prijsstabiliteit, schiet die stimulering haar doel voorbij en is ze zelfs contraproductief op de middellange termijn. Het monetaire beleid draagt niettemin bij tot een stabilisatie van de groei, omdat het reageert op de conjunctuurvooruitzichten in zoverre de conjunctuur de inkomens- en prijsvorming beïnvloedt. De monetaire-beleidsmakers spelen derhalve in op de

SCHEMA : ACTIVAPRIJZEN, MACRO-ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN EN MONETAIR BELEID



verschillende schokken die een weerslag hebben op de economie (pijl A van het schema) en hun beslissingen beïnvloeden de activiteit en de prijzen, na lange en wisselende vertragingen en via diverse kanalen (pijl B). Een veelbesproken probleem tijdens de afgelopen jaren is of een specifieke reactie op de ontwikkelingen van de activaprijzen wenselijk of noodzakelijk is (pijl C). Het antwoord op die complexe vraag hangt af van verscheidene andere vraagstukken:

- weerspiegelen de activaprijzen de macro-economische ontwikkelingen (pijl F), waarbij ze op zijn minst kunnen fungeren als informatieve variabelen?
- is het mogelijk dat activaprijzen onderhevig zijn aan een eigen dynamiek of zelfs aan financiële «zeepbellen»?
- in hoeverre hebben de monetaire autoriteiten vat op het verloop van de activaprijzen – en dragen ze terzake dus verantwoordelijkheid (pijl D)?
- ten slotte, welke weerslag hebben de schommelingen van de activaprijzen op de macro-economische ontwikkelingen (pijl E)?

De eerste drie vragen hebben betrekking op de determinanten van de schommelingen van de activaprijzen, terwijl de vierde vraag op hun gevolgen slaat. Nadat we die oorzaken en effecten hebben onderzocht, kunnen we de problematiek van de passende reactie van het monetaire beleid behandelen.

1.1 Oorzaken van de schommelingen van de activaprijzen

Aangezien de specifieke eigenschap van activa hun duurzaamheid is, stemmen hun prijzen overeen met de geactualiseerde waarde van in de toekomst verwachte inkomens- of dienstenstromen en hangen ze dus af van de subjectieve verwachtingen van de economische

actoren. Het subjectieve element, dat onlosmakelijk verbonden is aan elke evaluatie van vooruitzichten, kan steunen op een onderzoek van de fundamentele determinanten op lange termijn, maar kan ook ruimte laten voor overmatig optimisme of pessimisme en voor situaties van oververhitting, die «zeepbellen» worden genoemd omdat de prijzen eerst aanzwellen en dan «uiteenspatten». Die buitensporige bewegingen worden in stand gehouden door marktdeelnemers die extrapolatieve prijsverwachtingen hebben en die op korte termijn meerwaarden hopen te boeken. Het is echter uiterst moeilijk, vooral in reële tijd, het ontstaan van een zeepbel te onderscheiden van een «gewettigde» prijsstijging.

Aldus wordt de koers van **aandelen** bepaald door de verwachte ontwikkeling van de dividenden, het rendement van een risicoloos activum en de beoordeling van het relatieve risico van beleggingen in aandelen, volgens de formule van Gordon en Shapiro (1956):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t^e}{(1+r+\sigma)^t} \quad (1)$$

waarin: P_0 de huidige prijs van het aandeel weergeeft; D_t^e overeenstemt met het voor het tijdstip t verwachte dividend; r gelijk is aan het nominale rendement van een risicoloos activum, waarvan wordt verondersteld dat het constant blijft; σ de risicopremie is, waarvan wordt aangenomen dat ze constant blijft.

Uitgaande van een constante verwachte dividendgroei g , kan die formule worden geschreven als:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+r+\sigma)^t} = \frac{D_0(1+g)}{r+\sigma-g} \quad (2)$$

waarin D_0 het laatst uitgekeerde dividend vertegenwoordigt.

De verwachte dividendgroei g en de risicopremie σ zijn evenwel subjectieve elementen en zijn niet rechtstreeks waarneembaar. Het rendement van de «risicoloze» activa r kan worden opgetekend op de markt van de staatsobligaties, waar echter ook overdreven optimisme of pessimisme kunnen voorkomen, wat dan leidt tot een zekere volatiliteit van r .

Het is duidelijk dat de aandelenkoersen worden beïnvloed door de conjunctuurvooruitzichten die ze trouwens, zoals we zullen zien, mede vorm kunnen geven. Ze bevatten dus dienaangaande nuttige informatie, die echter lang niet altijd betrouwbaar is: de Amerikaanse economist Samuelson merkte ooit op dat «Wall Street negen van de laatste vijf recessies heeft voorspeld». Aangezien de conjunctuur, dat wil zeggen de druk op het

productievermogen van de economie in ruime zin, de prijsontwikkeling beïnvloedt, kunnen de beursindexen ook nuttige aanwijzingen verschaffen om de inflatierisico's in te schatten. Doorgaans zijn ze echter negatief gerelateerd aan de inflatieverwachtingen. In principe zouden aandelen, die eigendomsrechten op reële activa zijn, hun bezitters immuun moeten maken voor de inflatie, waarvan wordt aangenomen dat ze g en r op dezelfde wijze beïnvloedt. De inflatie, vooral indien deze voortvloeit uit aanbodschokken (stijging van de kosten), en de nadien verwachte desinflatie ondermijnen over het algemeen echter de rentabiliteit van de bedrijven.

Zoals op andere terreinen is de invloed van het monetaire beleid op de aandelenkoersen grotendeels afhankelijk van de geloofwaardigheid van de centrale bank. Zo zal een versoepeling van het monetaire beleid in de vorm van een verlaging van de korte rente, doorgaans de aandelenkoersen ondersteunen: ten eerste zal die versoepeling gedurende een tijdje de economische activiteit stimuleren, en zo een positief effect sorteren op de verwachte dividendgroei; ten tweede kan ze in haar kielzog de lange rente meeslepen en zo de opportuniteitskosten voor het aanhouden van aandelen en derhalve de actualisatievoet van de toekomstige dividenden terugschroeven; ten derde verlaagt ze de financieringskosten van korte-termijnbeleggingen in aandelen. Een als inflatoir beschouwde versoepeling zal daarentegen de lange rente opstuwen en de aandelenkoersen drukken.

De geloofwaardigheid die de centrale banken vandaag de dag over het algemeen genieten, heeft waarnemers er trouwens toe aangezet het verband tussen monetaire en financiële stabiliteit te heroverwegen. Hoewel nog steeds wordt aangenomen dat monetaire instabiliteit aanleiding kan geven tot financiële instabiliteit – omdat inflatie leidt tot een slechte allocatie van de middelen en omdat desinflatie, of zelfs deflatie, het reële gewicht van de schuld doet toenemen en een inkrimping van de activiteit alsook financiële spanningen kan veroorzaken – sluit monetaire stabiliteit daarom nog niet uit dat aanzienlijke stijgingen van de activaprijzen kunnen voorkomen gevolgd door bruuske dalingen en financiële problemen. Borio en Lowe (2002) zien hiervoor verscheidene redenen:

- gunstige ontwikkelingen aan de aanbodzijde (stijging van de productiviteit) kunnen tegelijkertijd een neerwaartse druk uitoefenen op de prijzen van de producten en een opwaartse druk op de activaprijzen, of kunnen zelfs een boom veroorzaken (zoals bij de « nieuwe economie »);
- de geloofwaardigheid van de centrale bank verankert de verwachte prijsontwikkelingen en maakt ze rigider, wat ten minste tijdelijk de inflatoire druk verlicht die

normaliter voortvloeit uit een buitensporige expansie van de vraag;

- het succes zelf van het monetaire beleid kan een overmatig optimisme creëren;
- door de behoefte aan een monetaire-beleidsverkrapping weg te nemen, werken dergelijke omstandigheden een verdere accumulatie van de onevenwichtigheden in de hand.

Voor **vastgoed** spelen soortgelijke factoren als die welke de aandelenkoersen bepalen. Zo kan de prijs van een woning worden beschouwd als de geactualiseerde waarde van de toekomstige huurgelden. Net als de aandelenkoersen worden de vastgoedprijzen beïnvloed door het economische-groei tempo, wegens het effect dat dit sorteert op het beschikbare inkomen van de gezinnen, alsook door de lange rente. De woningmarkt verschilt echter van de beursmarkt doordat ze betrekking heeft op activa die de gezinnen diensten verschaffen en doordat de liquiditeit er geringer is. Naast het beschikbare inkomen van de gezinnen en de rente bepalen tal van variabelen de prijzen, zoals de demografische ontwikkelingen, de beschikbaarheid van krediet, de belastingen en subsidies, en de aanbodfactoren (ruimtelijke ordening, bouwkosten, enz.)⁽¹⁾.

Het monetaire beleid beïnvloedt de woningprijzen door zijn weerslag op de economische groei, en dus op de inkomens van de gezinnen, en door zijn effect op de hypothecaire rentetarieven, dat directer is wanneer deze laatste variabelen zijn. In tegenstelling tot wat geldt voor de aandelenkoersen, duwt de inflatie de woningprijzen doorgaans omhoog, omdat gebouwen als vluchthavens tegen monetaire erosie worden aangezien. Het is dus voor vastgoed waarschijnlijker dan voor aandelen dat een monetaire-beleidsversoepeling leidt tot een prijsverhoging. Daartegenover neemt een stabiel algemeen prijspeil niet weg dat er forse stijgingen van de vastgoedprijzen kunnen ontstaan. Het komt trouwens relatief vaak voor dat die prijsstijgingen de groei van de aandelenkoersen volgen.

(1) Zie ECB (2003) en Baugnet, Cornille en Druant (2003).

1.2 Invloed van de schommelingen van de activaprijzen op de macro-economische ontwikkelingen

Een stijging van de activaprijzen kan de geaggregeerde vraag naar goederen en diensten stimuleren via drie belangrijke kanalen: ze verhoogt de vraag naar nieuwe activa («Tobins q»); ze oefent vermogenseffecten uit op de consumptie; ze vergemakkelijkt de kredietverlening («financiële accelerator»).

Allereerst doet het duurder worden van bestaande activa de vraag naar nieuwe activa toenemen: vorming van vast kapitaal door de bedrijven en bouw van woningen. Met betrekking tot aandelen heeft Tobin (1969) een theorie geformuleerd die stelt dat de (netto) investeringen van de ondernemingen afhangen van de verhouding tussen de marktwaarde van het kapitaal en de vervangingskosten ervan⁽¹⁾:

$$q = \frac{\text{beurswaarde van het bestaande kapitaal}}{\text{vervangingskosten van het bestaande kapitaal}}$$

Het verwerven van een extra eenheid kapitaal is immers rendabel zolang de marginale productiviteit ervan (beurswaarde, die overeenstemt met de geactualiseerde waarde van de toekomstige dividenden) hoger is dan de marginale kosten ervan (vervangingskosten). Een onderneming waarvan de q-ratio hoger is dan 1, zal dan ook ter financiering van haar nieuwe investeringen aandelen uitgeven tot die ratio gelijk is aan 1. De verklaringskracht van de theorie van Tobin staat nog altijd ter discussie. Wellicht is de theorie relevanter in economieën waar de financiering van bedrijven door de uitgifte van genoteerde aandelen meer ingeburgerd is (Verenigde Staten).

Voor vastgoed leidt een prijsstijging op de secundaire markt tot een vraag naar nieuwe woningen: wanneer de prijzen sneller toenemen dan de vervangingskosten (toename van «q») zal dit het bouwen van nieuwe woningen aantrekkelijker maken. De toename van de investeringen in nieuwe woningen zal een positieve invloed hebben op de geaggregeerde vraag en zal de groei stimuleren.

Vervolgens zet de waardevermeerdering van het vermogen van de gezinnen hen ertoe aan meer te consumeren. De lopende consumptie wordt niet alleen bepaald door het huidige inkomen maar ook door de toekomstige inkomens⁽²⁾. Deze laatste hangen af van het totale vermogen van de gezinnen, dat hierdoor eveneens een invloed uitoefent op hun consumptiegedrag⁽³⁾.

Het effect van een stijging van de beurskoersen op de consumptie hangt onder meer af van de door de gezinnen aangehouden genoteerde aandelen – dat aandelenbezit is in de Verenigde Staten ruimer verspreid dan in Europa – en van de perceptie of die beweging al dan niet duurzaam is.

De gezinnen houden het grootste deel van hun vermogen doorgaans aan in de vorm van vastgoed. Het uiteindelijke effect van een toename van de woningprijzen op hun consumptie zal afhankelijk zijn van de onderliggende factor. In tegenstelling tot andere activa hebben woningen immers een gebruikswaarde en verstreken zij de gezinnen een dienst. Als de prijsstijging voortvloeit uit een herwaardering van die dienst – bijvoorbeeld wegens de demografische druk of de stijging van de toekomstige huurgelden (en toegerekende huurgelden) – zal ze de gezinnen enerzijds verrijken, maar anderzijds de consumptiekosten van de door de woning verschaft diensten verhogen. Potentiële kopers en huurders moeten derhalve meer sparen, wat de daling van hun lopende consumptie verklaart. Voor de eigenaars wordt algemeen aangenomen dat het positieve vermogenseffect, dat gepaard gaat met een toename van de consumptie, groter is dan het negatieve inkomenseffect (van de hogere toegerekende huurgelden). Zelfs ingeval het netto vermogenseffect nihil is voor de hele economie, kan de inkomensherverdeling als gevolg van de stijging van de woningprijzen toch een invloed uitoefenen op de geaggregeerde vraag indien de verliezers en de winnaars een verschillend consumptieprofiel vertonen. Als daarentegen de toename van de woningprijzen voortvloeit uit een rentedaling, die een tijdje aanhoudt en niet wordt gelijkgesteld met anticipaties op een tragere groei, is het waarschijnlijker dat zich een positief netto vermogenseffect voordoet. De consumptie zal daadwerkelijk opwaarts gericht zijn omdat de door de eigenaars geboekte winsten niet worden tenietgedaan door de verliezen van de potentiële kopers. Bijgevolg moet de oorsprong worden achterhaald van de economische schok die aan de schommelingen van de woningprijzen ten grondslag ligt, teneinde de weerslag ervan op de geaggregeerde vraag naar behoren te kunnen bepalen.

(1) Het model van Tobin omvat in zijn basisversie slechts één particuliere sector en twee activa: het geld dat de overheid uitgeeft om haar tekorten te financieren en het fysieke kapitaal. In die context is er geen sprake van monetair beleid aangezien het aanbod van geld gelijk is aan de overheidsschuld. In die vereenvoudigde wereld, ten slotte, zou de q-ratio in zekere zin kunnen worden geïnterpreteerd als de verhouding tussen de beurswaarde en de netto boekwaarde (passief min opvraagbaar actief) van de onderneming.

(2) De theorie van de levenscyclus van Modigliani legt een link tussen de consumptie en het inkomen berekend over de hele levensduur van de consumenten. Aangezien dit inkomen in de loop van het leven varieert, zullen de gezinnen hun consumptie afvlakken door te sparen tijdens hun beroepsleven en te ontsparen tijdens hun pensioen. De theorie van het permanente inkomen van Friedman stelt op haar beurt dat het inkomen toevallige en tijdelijke veranderingen ondergaat. Friedman splitst het inkomen van de consumenten op in twee delen: het permanente inkomen, enerzijds, en het voorlopige inkomen, anderzijds. De consumenten verwachten het eerste (een soort van gemiddeld inkomen) te handhaven, terwijl het tweede wordt beschouwd als tijdelijk (als een verschil ten opzichte van het gemiddelde).

(3) Zie Eugène, Jeanfils en Robert (2003) voor een analyse van de Belgische situatie.

Ten slotte kan de stijging van de activaprijzen via het kredietkanaal een positieve invloed op de vraag uitoefenen. Op de kredietmarkt is de informatie immers asymmetrisch. Gelet op het bestaan van moral hazard en van adverse selection eisen de banken, onder meer, waarborgen om zich in te dekken tegen het risico dat de kredietnemer de aangegane lening niet zal terugbetalen. De toename van de activaprijzen beïnvloedt die waarborgen, verlicht de problemen inzake asymmetrische informatie en vergemakkelijkt zodoende de kredietverlening.

Zo neemt de waarde van de waarborgen die een onderneming kan stellen toe met de aandelenkoersen, wat het probleem van adverse selection minder belangrijk maakt. Daarnaast maakt een stijging van de marktwaarde van de onderneming het probleem van moral hazard eveneens minder acuut – de eigenaars krijgen minder sterke prikkels om zich te wagen aan riskantere projecten aangezien hun potentiële verliezen, die beperkt blijven tot de waarde van de aandelen die zij in de onderneming aanhouden, ook groter zijn. De toename van de aandelenkoersen zal de financiële instellingen er dus toe aansporen makkelijker krediet te verlenen en aldus extra investeringen te financieren.

Een stijging van de woningprijzen heeft een soortgelijk effect. Ze verhoogt de waarde van de waarborgen die de particulieren aan de kredietverstrekkers kunnen verschaffen, waardoor ze gemakkelijker krediet kunnen verkrijgen. De uitbreiding van de kredietverlening kan op haar beurt een verdere prijsstijging op de woningmarkt in de hand werken of kan de consumptie ondersteunen. De omvang van de weerslag op de consumptie zal afhangen van hoe vlot liquiditeiten kunnen worden verkregen na een opwaardering van het onroerend vermogen («house equity withdrawal»), wat dan weer wordt bepaald door de structurele kenmerken van de hypothecaire markt (transactiekosten, leenquotiteit, concurrentiegraad). Voor de banken verlaagt een toename van de prijzen op de woningmarkt het risico van wanbetaling door de kredietnemers. De minder grote verliezen ten gevolge van niet-terugbetaalde kredieten stellen de banken in staat meer leningen te verstrekken, bij een onveranderd eigen vermogen, wat ook de investeringen kan aanmoedigen.

De bevordering van de geaggregeerde vraag door een stijging van de activaprijzen kan een inflatoire druk uitoefenen. Zoals reeds vermeld, kan deze laatste echter onder controle blijven en kan er veeleer gevaar schuilen in een eventuele deflatie op het ogenblik dat een financiële zeepbel uiteenspat. Vooral een bruuske depreciatie van de activa wekt het verschijnsel van de financiële accelerator op: een daling van de activaprijzen maakt de banken veel voorzichtiger op het gebied van kredietverlening.

De inkrimping van de kredietverlening en de activiteit kan nog scherper zijn in geval van een financiële crisis, die wordt gekenmerkt door het faillissement van belangrijke instellingen.

1.3 Hoe moeten de activaprijzen in aanmerking worden genomen bij de monetaire beleidsvoering?

Moet het monetaire beleid reageren op sterke schommelingen van de activaprijzen? Het lijkt voor de hand te liggen dat de monetaire autoriteiten bij het nastreven van hun macro-economische doelstellingen dienen rekening te houden met de informatieve waarde van die schommelingen. Aldus moeten ze ten minste inspelen op een stijging van de activaprijzen, voor zover deze een vooruitlopende indicator is van de conjunctuurencyclus en van komende inflatoire spanningen – een moeilijk te preciseren maatstaf! – en reageren op een crash in verhouding tot de gevolgen die deze heeft voor de activiteit en de prijzen.

Is een specifieke reactie op de stijging van de activaprijzen nodig die verder gaat dan het inflatierisico dat deze stijging inhoudt? Die vraag is meer omstreven. Indien het gevaar immers niet gelegen is in de inflatie maar in de accumulatie van financiële onevenwichtigheden die tot een financiële crisis of zelfs tot een latere deflatie kunnen leiden, dan kan zich een korte-termijnconflict voordoen tussen de beoogde prijsstabiliteit en stabilisatie van de groei enerzijds en de doelstelling van financiële stabiliteit anderzijds.

In de praktijk zijn de centrale banken in verschillende mate waakzaam voor risico's op middellange en lange termijn ten gevolge van de accumulatie van financiële onevenwichtigheden. Om het voor en tegen af te wegen van een preventief optreden tijdens een periode met stijgende activaprijzen zonder inflatoire spanningen, kan men uitgaan van de ideale omstandigheden van een dergelijk optreden en vaststellen dat in heel wat gevallen de onzekerheid een flinke dosis beoordelingsvermogen vergt.

Eerst moet worden nagegaan of het om een «buitensporige» stijging van de activaprijzen gaat, wat niet eenvoudig is, omdat het normaal is dat zulke prijzen, waarin de vooruitzichten ten aanzien van de toekomstige inkomens vervat zijn, sterk schommelen. De aard van de schokken die de activaprijzen opstuwet is belangrijk: een duurzame toename van de productiviteit vereist minder reacties dan een speculatieve euforie («zeepbel»). De verdedigers van de efficiëntie van de markten verwerpen de gedachte van een «zeepbel» en zijn van oordeel dat

de centrale bank niet meer informatie ter beschikking heeft om een «evenwichtswaarde» vast te stellen dan de vele marktdeelnemers. De centrale bank zou zich dus niet moeten bezig houden met de vorming van die specifieke prijzen maar enkel met het algemene prijspeil (van de consumptieprijzen). Volgens anderen is het soms evenwel mogelijk aan de hand van een combinatie van indicatoren met vrij grote zekerheid een buitensporige stijging vast te stellen, en vooral het gevaar voor een financiële crisis op te sporen. Het samengaan van een aanzienlijk en toenemend verschil van de activaprijzen ten opzichte van hun trend met een krachtige expansie van de kredietverlening zou in dat opzicht een vrij betrouwbaar teken zijn.

Bij de vorming van een zeepbel moet nog worden voorspeld hoe deze zich zal ontwikkelen: zal ze snel uiteenspaten, waarbij een monetaire-beleidsverkrapping af te raden zou zijn, of dreigt ze aan te zwellen alvorens te barsten?

De kosten van het uiteenspaten van de zeepbel vormen ook een reden om te handelen. Een bruuske ommekeer van de activaprijzen wordt immers over het algemeen gevolgd door een scherpe daling van de groei (die vaak gepaard gaat met een bankcrisis). In dat verband toont de analyse van Detken en Smets (2004) aan dat de zeepbellen op de vastgoedmarkt, die vrij vaak voorkomen na zeepbellen op de aandelenmarkten, het schadelijkst lijken te zijn.

Zal het optreden van de centrale bank efficiënt zijn? Mogelijk wordt de zeepbel gevoed door een al te accommoderend monetair beleid, dat een expansie van de kredietverlening en een stijging van de activaprijzen veroorzaakt, nog vóór er inflatoire spanningen tot uiting komen. In dit geval kan een monetaire-beleidsverkrapping die bron van stijgingen droogleggen. Niettemin is de impact van een verkrapping onzeker en afhankelijk van psychologische factoren. Soms zouden forse rentestijgingen nodig zijn om de zeepbel tegen te houden, in andere gevallen kan het strakkere beleid een plotse daling van de activaprijzen teweegbrengen. De omvang van de vereiste monetaire-beleidsverkrapping bepaalt trouwens de kosten van de actie wat de afremming van de activiteit op korte termijn of een onder de doelstelling blijvende inflatie betreft.

Een belangrijk argument ten gunste van een zekere reactie op de stijging van de activaprijzen, ten slotte, is dat deze de symmetrie herstelt. De economische subjecten verwachten immers dat de centrale bank de gevolgen van een scherpe daling van de activaprijzen compenseert door deze daling te temperen. Dit vangnet creëert een probleem van moral hazard dat de vorming van zeepbellen kan bevorderen. Als de centrale bank symmetrisch reageert op buitensporige veranderingen van de

activaprijzen, beperkt ze het risico te moeten interveniëren op het ogenblik van de correctie en aldus het ontstaan van nieuwe onevenwichtigheden in de hand te werken.

De monetaire-beleidsvoering kan dus worden gezien als een vorm van risicobeheer over een lange of minder lange termijn. Het hoeft geen betoog dat de optimale omstandigheden voor een actie ter voorkoming van de vorming of de aanwas van een financiële zeepbel terwijl er nauwelijks enige inflatoire spanning is, nooit vervuld zijn. Het komt dan ook zelden voor dat ingrijpende acties enkel met dat doel worden ondernomen, omdat ze onmiddellijk kosten met zich brengen en het voordeel ervan onzeker is. Daarentegen houden de monetaire autoriteiten in hun beraadslagingen doorgaans in beperkte mate rekening met de prijsontwikkelingen van activa, en is het mogelijk dat hierover mondelinge verklaringen worden afgelegd.

2. De aandelenkoersen in de Verenigde Staten en in het eurogebied

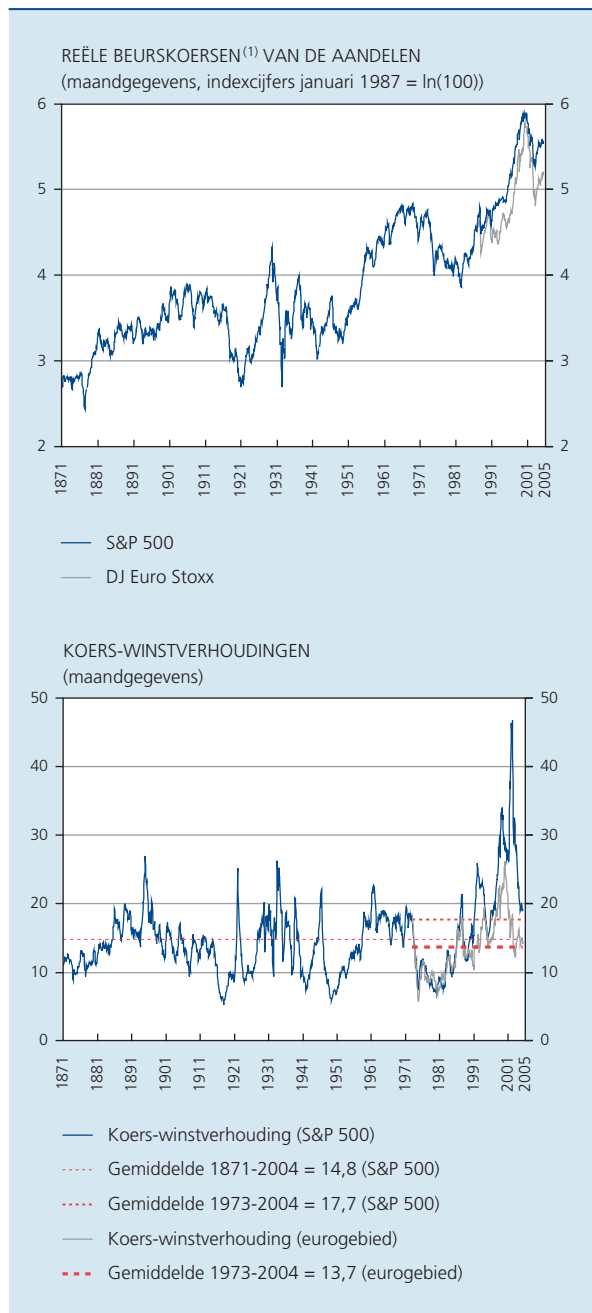
De afgelopen twintig jaar lieten de aandelenkoersen flinke schommelingen zien, zowel in de Verenigde Staten als in het eurogebied. Door de toegenomen integratie van de financiële markten vertoonden deze bewegingen een tamelijk vergelijkbaar verloop.

Na een scherpe daling aan het einde van 1987⁽¹⁾ maakten de aandelenkoersen de verliezen geleidelijk goed en aan het einde van 1989 bereikten ze opnieuw de respectieve niveaus van vóór de crash van «Black Monday». Begin jaren negentig leidde de conjunctuurvertraging tot een nieuwe daling van de aandelenkoersen. Deze daling kwam iets minder abrupt, maar duurde langer, vooral in het eurogebied. Hoewel de koersen nadien opnieuw in stijgende lijn gingen, vertoonden ze tussen februari 1991 en december 1994 een al bij al bescheiden groei, die op het oude continent door een grotere volatiliteit werd gekenmerkt. In reële termen beliep de jaarlijkse groei 3,2 pct. in de Verenigde Staten en 3,9 pct. in het eurogebied. Vanaf het midden van de jaren negentig veranderde de onderliggende tendens fundamenteel en begon een van de langste periodes van groei die ooit op de beurzen werd opgetekend, alleen onderbroken door een verzwakking als gevolg van de problemen met LTCM⁽²⁾ tegen de achtergrond van de financiële crisis in

(1) Op 19 oktober 1987, bekend geworden als «Black Monday», verloor de S&P 500-index iets meer dan 20 pct. van zijn waarde, de sterkste daling die ooit in één beursdag werd opgetekend.

(2) LTCM (Long-Term Capital Management) werd beschouwd als een van de belangrijkste «hedge funds» in de Verenigde Staten. De problemen met dit fonds waren het gevolg van een verkeerd uitgedraaide gok. Omdat het fonds een «abnormaal» groot ecart vaststelde tussen de prijzen van de Amerikaanse staatsbons en de bedrijfsobligaties, nam het massaal baisseposities in op dit ecart. De ineenstorting van het Russische financiële systeem, in augustus 1998, duwde het ecart echter in de omgekeerde richting.

GRAFIEK 1 AANDELENKOERSEN IN DE VERENIGDE STATEN EN IN HET EUROGEBIED



Bronnen: Shiller (2000), Bisciari, Durré en Nyssens (2003), Datastream.
(1) Gegevens gedefleerd aan de hand van het indexcijfer van de consumptieprijzen.

Rusland tijdens het tweede semester van 1998. Tussen december 1994 en augustus 2000 is de S&P 500-index immers fors gestegen, waarbij de prijzen van de aandelen in reële termen werden vermenigvuldigd met een factor van bijna 3, wat overeenstemt met een jaarlijkse groei van nagenoeg 20 pct. over een periode van iets minder dan zes jaar. In het eurogebied begon de klim van de koersen

vanaf een minder hoog niveau en iets later, in maart 1995, terwijl het hoogtepunt iets vroeger werd bereikt, in maart 2000, zodat de DJ Euro Stoxx-index over deze vijf jaar toenam met bijna 28 pct. per jaar. De exuberantie werd beetje bij beetje gesmoord door de winstwaarschuwingen die in eerste instantie vooral door ondernemingen uit de sector van de informatie- en communicatietechnologieën werden vrijgegeven, in het vooruitzicht van een conjuncturomslag. Zoals vaak in de geschiedenis, werd ze gevolgd door een abrupte omslag van de koersen, die sommigen bestempelen als het uiteenspatten van de financiële zeepbel. Begin 2003 waren de aandelenkoersen aan weerszijden van de Atlantische oceaan, in reële termen, teruggekeerd tot de respectieve niveaus van eind 1996. Sedert het dieptepunt werd bereikt in het eerste kwartaal van 2003, zijn de koersen niettemin opnieuw snel gestegen tot begin 2004, in een tempo van bijna 35 pct. per jaar aan beide zijden van de oceaan. Na dit herstel hebben de koersen zich in de Verenigde Staten evenwel gestabiliseerd, terwijl ze in het eurogebied tussen februari 2004 en juni 2005 een bescheiden stijging van ongeveer 7 pct. per jaar lieten optekenen. Het geleidelijk wegnemen van de monetaire stimulus in de Verenigde Staten door de Federal Reserve en een nog aarzelende conjunctuur in het eurogebied hebben waarschijnlijk bijgedragen tot deze vertraging in het groeitempo van de beurskoersen.

Moet de forse stijging van de aandelenkoersen tijdens de tweede helft van de jaren negentig worden gezien als de vorming van een financiële zeepbel? En zo ja, is die zeepbel nu helemaal verdwenen of zijn de aandelen vandaag nog altijd overgewaardeerd? Er bestaat geen eenduidig antwoord op deze vragen, zoals blijkt uit de analyse van het verloop van de koersen zelf, van de verhouding tussen de koersen en andere variabelen (financiële ratio's) en van het samengaan van de koersen en de kredietaggregaten.

Niet elke krachtige prijsstijging is een zeepbel. Een zeepbel wordt omschreven als een prijsstijging die berust op steeds hogere koersverwachtingen, die op basis van de fundamentele variabelen echter niet gerechtvaardigd lijken. Zoals reeds werd aangegeven, zijn zeepbellen moeilijk te herkennen, zowel ex ante als zelfs ex post. Vaak gebeurt het dat gunstige ontwikkelingen van de fundamentele factoren – zoals een stijging van de productiviteit, vooral wanneer die als duurzaam wordt ervaren, of rentetarieven die als bestendig lager worden beschouwd – leiden tot overdreven optimisme bij de marktpartijen en euforie veroorzaken op de beurzen. Het komt er dan op aan te weten in welke mate rationele en irrationele factoren een rol spelen. Niet elke forse stijging wordt ex post gevolgd door een langdurige koerscorrectie. In tegenstelling tot de beurscorrecties die volgden op

de pieken van september 1929 en februari 1937, hebben bijvoorbeeld de koersdaling van 1956 en de crash van 1987 niet geleid tot duurzame correcties, zodat eraan kan worden getwijfeld of het hier werkelijk ging om het uiteenspatten van een speculatieve zeepbel.

Om de over- of onderwaardering van aandelen te beoordelen, wordt in de praktijk vaak gebruik gemaakt van financiële ratio's zoals de verhouding van de beurskoers tot het dividend of de koers-winstverhouding⁽¹⁾. Deze laatste wordt het meest gebruikt en kan als volgt worden geïntegreerd in de eerder vermelde formule van Gordon en Shapiro (vergelijking 2):

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{D_0}{B_0} \times \frac{1+g}{r+\sigma-g} \quad (3)$$

waarin B_0 het laatste winstcijfer vertegenwoordigt.

Deze ratio's zijn immers erg nuttig, enerzijds omdat ze het verloop van de aandelenkoersen koppelen aan fundamentele variabelen en anderzijds omdat ze over lange of minder lange periodes de neiging vertonen om terug te keren naar het gemiddelde. Een extreme waarde van een ratio wijst dan ook op het feit dat ofwel de teller ofwel de noemer, of allebei, moeten worden aangepast zodat de ratio terugkeert naar een peil dat dichterbij haar historisch gemiddelde. Het voorspellend vermogen van de ratio's met betrekking tot de toekomstige ontwikkelingen van de beurskoersen blijft evenwel hoogst onzeker.

Zo ligt het historisch gemiddelde, berekend over de periode van januari 1871 tot december 2004, van de koers-winstverhouding met betrekking tot de S&P 500-index op ongeveer 15. Deze waarde wordt algemeen beschouwd als de referentiewaarde die aangeeft dat het aandeel niet te duur en niet te goedkoop is⁽²⁾. In september 1929 en augustus 1987, toen de koers-winstverhouding respectievelijk 20,2 en 21,4 beliep, heeft ze de overwaardering van de aandelen « correct » gesignaleerd en op die manier een koersdaling voorspeld. Hetzelfde gebeurde in augustus 2000, toen de koers-winstverhouding 28 bedroeg, een waarde die weliswaar lager was dan het recordpeil van die periode (34 in april 1999). In februari 1937, daarentegen, net vóór een forse koerscorrectie (waarbij de winsten die gedurende vijf jaar vóór het hoogtepunt

werden opgetekend volledig werden tenietgedaan tijdens de vijf volgende jaren), lag de koers-winstverhouding slechts iets boven haar referentiewaarde, namelijk op 16,8. Bij de piek van de S&P 500-index in juli 1956, die gevolgd werd door een weliswaar bescheiden correctie van de aandelenprijzen, stond de ratio iets onder haar historisch gemiddelde, namelijk op 13,7. Bovendien heeft de koers-winstverhouding af en toe ook een « vals alarm » gegeven, zoals bijvoorbeeld in december 1921 (25,2), juli 1933 (26,3), maart 1992 (25,1) of maart 2002 (46,2). Deze scherpe stijgingen waren immers in eerste instantie het gevolg van een sterke, tijdelijke daling van de winsten. Kortom, de koers-winstverhouding verschaft ongetwijfeld een indicatie over de over- of onderwaardering van de beurskoersen, maar ze signaleert veeleer de mogelijkheid van een correctie dan een precies ogenblik van de omslag. Een extreme waarde voorspelt niet automatisch een instorting van de koersen.

Het gebruik van de financiële ratio's om voorspellingen te maken, veronderstelt dat ze blijven schommelen binnen een relatief stabiel interval, zonder gedurende lange tijd extreme waarden te laten optekenen. Tot het midden van de jaren negentig leek de koers-winstverhouding op basis van de S&P 500-index te bewegen binnen een symmetrisch interval rond haar historisch gemiddelde. De duur en de omvang van de sedertdien vastgestelde afwijkingen zijn verontrustend. Hoewel het niet onmogelijk is dat de « evenwichtswaarde » op lange termijn enigszins is gestegen als gevolg van een vermindering van de risicopremie, en ofschoon de verschillen ten opzichte van deze waarde vrij hardnekkig kunnen zijn, moeten de hoge waarden die de koers-winstverhouding begin 2000 liet optekenen waarschijnlijk worden toegeschreven aan een « zeepbel ».

De gegevens met betrekking tot het eurogebied gaan niet zover terug in de tijd. Over de periode 1973-2004 beliep de gemiddelde koers-winstverhouding in het eurogebied en in de Verenigde Staten respectievelijk 13,7 en 17,7. Aan het einde van het eerste semester van 2005 lag deze ratio in Europa kort bij het gemiddelde en aan de andere kant van de oceaan nog iets erboven.

Een analyse van de stijging van de kredietverlening kan nuttige aanwijzingen bevatten voor het opsporen van een crisisdreiging. Het samengaan van een snelle kredietgroei en een forse stijging van de beurskoersen, vaak gepaard gaand met abnormaal kleine verschillen tussen de rendementen van de bedrijfsobligaties en die van de staatsleningen, zou de voorbode kunnen zijn van een opeenhoping van financiële onevenwichtigheden en kunnen wijzen op een verhoogd risico voor een koersdaling maar ook voor een inkrimping van de kredietverstrekking, met als gevolg

(1) De reeds vermelde q-ratio van Tobin kan eveneens nuttige informatie verschaffen. Voor het eurogebied zijn echter geen gegevens beschikbaar. Bisciari, Durré en Nyssens (2003) tonen aan dat Tobin's q de keerpunten van de Amerikaanse aandelenkoersen beter lijkt te voorspellen dan de koers-winstverhouding.

(2) Deze waarde van 15 is ook het gemiddelde van de periode 1926-1997. Voor deze periode stemt die waarde overeen met de volgende gemiddelde waarden van de variabelen van vergelijking (3) (zie Wibaut, 2000):

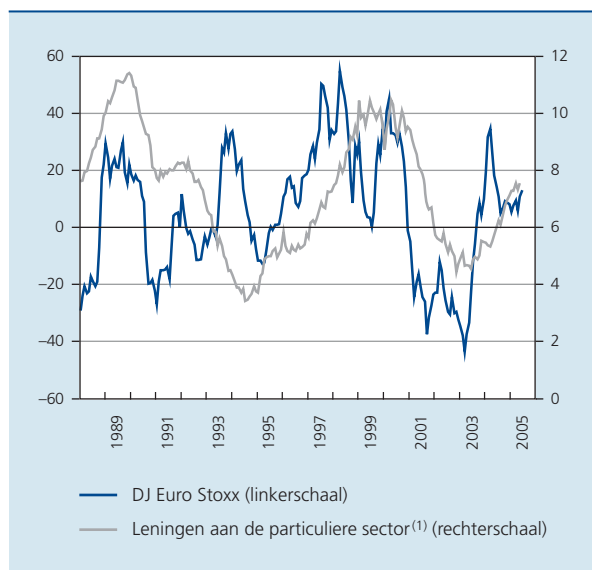
$D/B = 50$ pct.

r nominaal = 5,25 pct. (r reëel = 3 pct.)

g nominaal = 4,2 pct. (g reëel = 1,9 pct.)

$\sigma = 2,3$ pct.

GRAFIEK 2 AADELENKOERSEN EN KREDIET IN HET EUROGEBIED
(jaarlijkse veranderingspercentages)



Bronnen : ECB, Datastream.

(1) Leningen van de kredietinstellingen uit het eurogebied aan de ingezetenen particuliere sector.

een vertraging van de economische groei, of zelfs een recessie. Dit mechanisme lijkt minstens gedeeltelijk een rol te hebben gespeeld tijdens de economische expansie aan het einde van de jaren tachtig, die begin jaren negentig werd gevolgd door een conjunctuurverzwakking. Meer recent heeft dit mechanisme wellicht gewerkt tijdens de economische hausse en de beurshoogdagen aan het einde van de jaren negentig, die werden gevolgd door een daling in 2000. Indien het sedert begin 2003 opgetekende herstel van de kredietgroei verder zou versnellen en opnieuw gepaard zou gaan met een langdurige en krachtige stijging van de aandelenkoersen, zouden de kansen op een opeenstapeling van onevenwichtigheden op de beurs volgens deze redenering toenemen.

3. De woningprijzen in het eurogebied

Ook inzake woningprijzen is het uitermate moeilijk om een zeepbel te onderkennen vooraleer ze uiteengespat is. Niet elke sterke stijging van de woningprijs duidt immers op een groeiende zeepbel. Vaak is een dergelijke prijsstijging het gevolg van een sterke toename van de vraag naar woningen die op haar beurt gevoed wordt door het

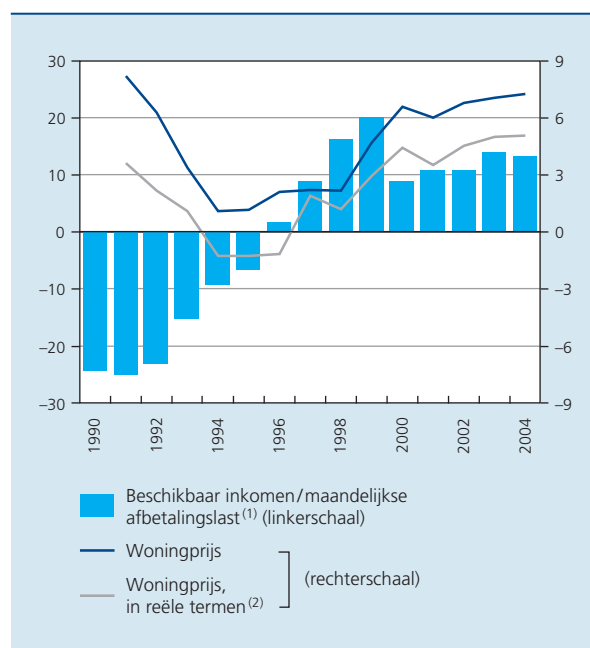
(1) De resterende verschillen tussen de nationale reeksen hebben voornamelijk betrekking op de woningen die worden beschouwd (huizen en/of appartementen, enkel nieuwe of alle woningen) en op de manier waarop wordt gecorrigeerd voor kwaliteitsveranderingen.

gunstige verloop van fundamentele factoren. Voor het eurogebied wordt de identificatie nog extra bemoeilijkt door het feit dat er geen geharmoniseerde nationale gegevens over de gemiddelde woningprijs bestaan. Elke internationale vergelijking – en dus ook de interpretatie van het gewogen gemiddelde groeicijfer voor het eurogebied – moet daarom met de nodige voorzichtigheid gebeuren. De in dit artikel gebruikte tijdreeksen voor de woningprijsindex werden berekend door de ECB op basis van nationale reeksen die zoveel mogelijk geharmoniseerd zijn en hebben betrekking op de periode 1990-2004⁽¹⁾.

Het gemiddelde groeitempo van de woningprijs in het eurogebied bedroeg 7,2 pct. in 2004, een peil dat in de lijn lag van de groeicijfers van 6 à 7 pct. die sedert 2000 werden opgetekend. Deze periode van sterk stijgende woningprijzen volgde evenwel op een periode van beperkte prijsstijgingen van gemiddeld 2 pct. tussen 1992 en 1998 en kan dus gedeeltelijk gezien worden als een inhaalbeweging. Rekening houdend met het verloop van de inflatie in het eurogebied, is de huidige stijging van de woningprijs (van 5 pct. in reële termen) de hoogste van de afgelopen 14 jaar. Ramingen op basis van minder geharmoniseerde tijdreeksen van de BIB geven echter aan dat de huidige stijging nog aanzienlijk lager is dan het peil

GRAFIEK 3 VERLOOP VAN DE WONINGPRIJS IN HET EUROGEBIED

(jaarlijkse veranderingspercentages, tenzij anders vermeld)



Bronnen : EC, OESO, ECB.

(1) Procentuele afwijking van het gemiddelde peil van de periode 1990-2004.

(2) Gegevens gedeeld aan de hand van de deflator van de finale consumptieve bestedingen van de particulieren.

dat werd bereikt aan het einde van de jaren tachtig. Als de geschiedenis enige richtlijn vormt voor de toekomst, lijkt er geen onmiddellijk gevaar te bestaan voor een scherpe terugval in het gemiddelde groeitempo van de woningprijs in het eurogebied. Daar staat echter tegenover dat het gecumuleerde effect van de stijgingen van de voorbije vijf jaar aanzienlijk is. Het is dan ook aangewezen na te gaan in hoeverre de recente ontwikkelingen op langere termijn houdbaar zijn.

Een eerste aanzet hiertoe bestaat erin het verloop van de woningprijs te relateren aan zijn belangrijkste determinanten. Gelet op het feit dat het aanbod van woningen zich vrij traag aanpast aan de marktomstandigheden, zal het verloop van de woningprijs veelal bepaald worden door de vraag naar woningen. In wat volgt wordt voornamelijk stilgestaan bij de invloed van het beschikbare inkomen en van de hypothecaire rente. Wanneer een stijgende woningprijs voornamelijk samenhangt met een toename van het beschikbare inkomen en/of een daling van de hypothecaire rente zal het kopen van een duurdere woning procentueel geen grotere hap nemen uit het gezinsbudget en zal een doorsnee woning dus even betaalbaar blijven.

Een eenvoudige, vaak gebruikte maatstaf van betaalbaarheid is de verhouding tussen het beschikbare inkomen en de maandelijkse afbetalingslast van een hypothecair krediet. Tussen 1991 en 1999 is deze ruwe maatstaf van betaalbaarheid aanzienlijk toegenomen, als gevolg van de beperkte stijging van de woningprijs en van de daling van de hypothecaire rente. Sedert 2000 is de woningprijs weliswaar veel sterker gestegen dan in de jaren negentig, maar de verdere daling van de hypothecaire rente heeft de negatieve impact hiervan op de betaalbaarheid voor een groot deel gecompenseerd. Als gevolg hiervan schommelde de betaalbaarheid de voorbije vijf jaar rond een peil dat nog steeds ver boven het gemiddelde peil van de periode 1990-2004 ligt. Van een globale overwaardering van de woningmarkt in het eurogebied lijkt dan ook geen sprake.

Twee elementen plaatsen deze conclusie echter in een ander daglicht. Ten eerste mag de uitzonderlijk lage rente niet als een verworvenheid worden beschouwd en moet rekening worden gehouden met de risico's die samenhangen met een toekomstige stijging van de hypothecaire rente. Ten tweede is de woningprijs in een aantal landen van het eurogebied veel sterker gestegen dan het gemiddelde peil, waardoor een mogelijke overwaardering van de woningmarkt in die landen verder onderzocht moet worden. Beide nuanceringen worden eerst verder uitgewerkt, alvorens stil te staan bij de situatie op de Belgische woningmarkt.

3.1 Het risico van een stijging van de hypothecaire rente

Hoewel zeker rekening moet worden gehouden met het feit dat de gedaalde hypothecaire rente, in vergelijking met het peil van de jaren tachtig, de betaalbaarheid heeft verhoogd, mag dit positieve effect toch ook niet volledig als een verworvenheid worden beschouwd. Slechts een deel van de daling van de hypothecaire rente is immers van structurele aard, namelijk dat deel dat voortvloeit uit de toegenomen geloofwaardigheid van het monetaire beleid. Daarnaast hebben een aantal uitzonderlijke factoren ertoe bijgedragen dat de hypothecaire rente zich momenteel op een historisch laag peil bevindt en het is dan ook weinig waarschijnlijk dat dit de komende jaren zo zal blijven. Van zodra de hypothecaire rente begint te stijgen, zal de betaalbaarheid van een doorsnee woning vrij snel afnemen, tenzij de rentestijging zou leiden tot een aanzienlijke vertraging van het groeitempo van de woningprijs.

Om de impact van een geleidelijke stijging van de hypothecaire rente te illustreren, wordt een scenario uitgewerkt voor een rentestijging van 5 pct. in 2004 tot 7 pct. in 2008. Verder wordt aangenomen dat zowel de woningprijs als het beschikbare inkomen zal blijven stijgen aan het gemiddelde groeitempo van de voorbije zes jaar, dat is met respectievelijk 6,4 pct. en 3,7 pct. In een dergelijk scenario zou de betaalbaarheid van een doorsnee woning reeds in 2006 gedaald zijn tot op het gemiddelde peil van de periode 1990-2004 en in 2008 meer dan 10 pct. onder dat gemiddelde liggen. Om een dergelijke daling van de betaalbaarheid te vermijden, zou de woningprijs in het eurogebied de komende vier jaar telkens met 0,2 pct. moeten dalen.

De impact van een geleidelijke stijging van de hypothecaire rente mag dus zeker niet worden onderschat. Enerzijds zullen de hogere afbetalingslasten van hypothecaire kredieten de particuliere consumptie afremmen. Dit directe effect zal zich vooral laten voelen voor die particulieren die een lening hebben afgesloten met een variabele rente en die dus een groter deel van hun inkomen zullen moeten reserveren voor het betalen van de rentelasten. Anderzijds zal de minder dynamische vraag naar woningen waarschijnlijk een temperende invloed uitoefenen op het stijgingstempo van de woningprijs en vervolgens via het vermogenseffect op de consumptie en de investeringen. De omvang van dit indirecte effect voor het eurogebied is echter veel onzekerder. Gezien er vandaag de dag geen duidelijke indicaties bestaan voor een globale overwaardering van de woningmarkt, zal de afkoeling waarschijnlijk eerder geleidelijk plaatsvinden. Bovendien tonen empirische studies aan dat het verloop

van de woningprijs in de grote landen van het eurogebied nauwelijks een invloed heeft op de particuliere consumptie⁽¹⁾.

3.2 De zeer sterke toename van de woningprijs in Spanje, Ierland en Frankrijk

Het verloop van de woningprijs verschilde de afgelopen jaren aanzienlijk van land tot land. Terwijl een doorsnee woning in Duitsland in 2004 tegen een lagere prijs werd verkocht dan in 1998, werden in Spanje, Ierland en Frankrijk bijvoorbeeld jaarlijkse groeicijfers van 10 pct. of meer opgetekend tijdens de laatste zes jaar. België bevindt zich ergens in de middenmoot, met een gemiddelde jaarlijkse stijging van de woningprijs van 6,4 pct. tussen 1998 en 2004. Deze zeer uiteenlopende ontwikkelingen impliceren echter niet noodzakelijk dat de woningmarkt in Spanje, Ierland en Frankrijk in 2004 overgewaardeerd was, noch dat ze in Duitsland ondergewaardeerd was. Het zeer verschillende verloop van de woningprijs kan immers gedeeltelijk worden toegeschreven aan verschillen in de fundamentele macro-economische factoren. De vraag blijft echter of een jaarlijkse stijging van 10 pct. of meer op termijn wel houdbaar is.

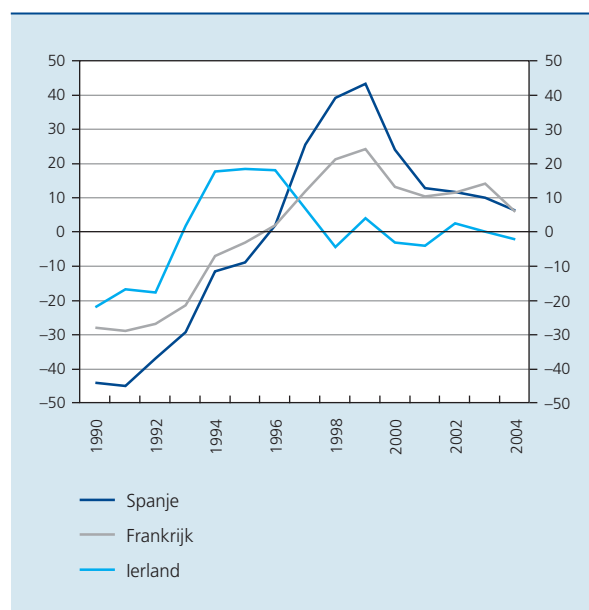
Binnen het eurogebied steeg de woningprijs de laatste jaren het sterkst in Spanje. Hoewel het groeitempo in 2004 enigszins vertraagde, van 17,6 pct. in 2003 tot 17,3 pct., blijft de trend eerder opwaarts gericht. Tussen 1998 en 2004 steeg de prijs van een woning in Spanje immers gemiddeld met 15,3 pct. per jaar. Een deel van die uiterst sterke stijging kan worden verklaard aan de hand van een aantal macro-economische ontwikkelingen. Zo heeft de hoger dan gemiddelde economische groei wellicht bijgedragen tot een stijging van het beschikbare inkomen van de Spaanse particulieren. Hierdoor is de vraag naar (zowel eerste als tweede) woningen sterker gestegen dan in de meeste andere landen van het eurogebied. Daarnaast werd de vraag ook ondersteund door de verdere daling van de hypothecaire rente en de grotere beschikbaarheid van langlopende kredieten. Martínez Pagés en Maza (2003) tonen aan dat ook de lage opbrengst van aandelen de laatste jaren een opwaartse druk heeft uitgeoefend op de woningprijs. Tot slot was de prijs van een doorsnee woning tussen 1991 en 1998 met slechts 1,5 pct. per jaar toegenomen, zodat de huidige prijsstijgingen ook gedeeltelijk kunnen worden gezien als een inhaalbeweging. Ook in Ierland stegen de woningprijzen de afgelopen jaren zeer sterk, hoewel het groeitempo in 2004 ietwat lager lag dan in 2003. Weliswaar nam

de woningprijs de laatste jaren aanzienlijk minder snel toe dan tijdens het piekjaar 1998 (met een stijging van 28,6 pct.), toch steeg de prijs van een doorsnee woning in Ierland tussen 1998 en 2004 met 13,5 pct. per jaar. De sterke economische groei en de verdere daling van de hypothecaire rente speelden ook hier een belangrijke rol. McQuinn (2004) vindt daarnaast ook een positief verband met de sterke immigratie en de toegenomen bereidheid van banken om grotere hypothecaire kredieten toe te staan. In Frankrijk tot slot is de sterke stijging van de woningprijzen van recentere datum. Na een aanzienlijke prijsstijging in 1990, nam de woningprijsindex in Frankrijk in de daaropvolgende jaren nauwelijks toe. Pas sedert 1998 is het stijgingstempo geleidelijk toegenomen om in 2004 uit te komen op 15 pct., het op een na hoogste peil van het eurogebied. De grote vraag naar woningen in Frankrijk blijkt voornamelijk het gevolg te zijn van de sterke economische groei aan het einde van de jaren negentig en van de gunstige financieringsvoorwaarden. In combinatie met een traag groeiend aanbod van woningen heeft deze sterke vraag een opwaartse druk uitgeoefend op de prijs van een doorsnee woning in Frankrijk.

In Spanje en Frankrijk nam de betaalbaarheid van een doorsnee woning tijdens het grootste deel van de jaren negentig aanzienlijk toe. Niet alleen stegen de woningprijzen minder snel dan het beschikbare inkomen, maar

GRAFIEK 4 VERLOOP VAN DE BETAALBAARHEID VAN EEN WONING⁽¹⁾

(afwijking van het gemiddelde peil van de periode 1990-2004, procenten)



Bronnen: OESO, ECB.

(1) Beschikbaar inkomen / maandelijkse afbetalingslast.

(1) Zie onder meer Catte et al. (2004).

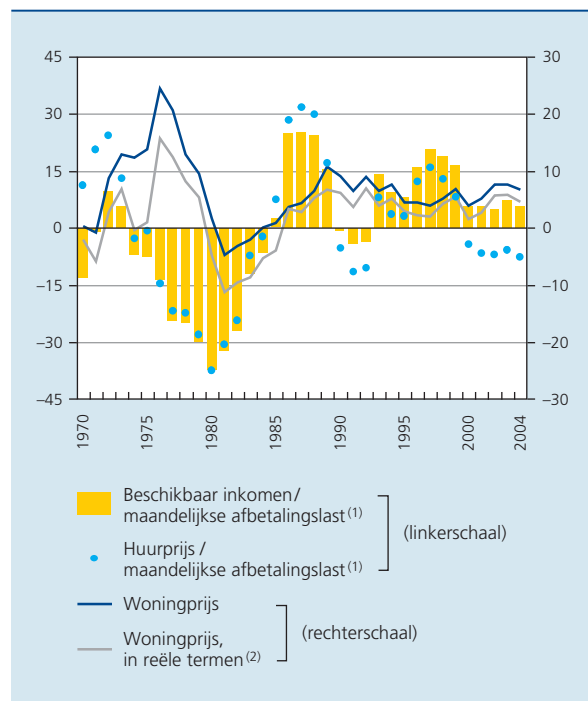
ook de daling van de hypothecaire rente zorgde ervoor dat de aankoop van een woning voor meer particulieren was weggelegd dan tevoren het geval was. Sedert 2000 is de betaalbaarheid in beide landen echter gedaald als gevolg van de sterkere stijging van de woningprijs. Tot op heden ligt de betaalbaarheid echter nog steeds boven het gemiddelde peil van de periode 1990-2004. In Ierland ligt de situatie enigszins anders. De sterke stijging van de woningprijzen is daar reeds vroeger begonnen, waardoor de verbetering van de betaalbaarheid er reeds in 1995 werd onderbroken. Als gevolg van de sterke stijging van de woningprijs verminderde de betaalbaarheid daarna vrij snel en sedert 1997 schommelt ze binnen een vrij smalle bandbreedte rond het gemiddelde peil van de periode 1990-2004.

In elk van de drie landen ligt de in dit artikel gebruikte maatstaf van betaalbaarheid van een doorsnee woning momenteel boven of in de buurt van het gemiddelde peil van de periode 1990-2004. De recente ontwikkelingen in de woningprijsindex in Spanje, Frankrijk en Ierland blijken dus niet eenduidig te wijzen op een overgewaardeerde woningmarkt. Deze conclusie wordt echter niet steeds bevestigd door meer complexe empirische schattingen. Hoewel Bessone, Heitz en Boissinot (2005) besluiten dat de Franse woningmarkt (nog) niet overgewaardeerd is, komen studies voor Spanje en Ierland tot de conclusie dat er wel degelijk risico's verbonden zijn aan de recente prijsstijgingen. Voor Ierland lijken de meeste modellen weliswaar aan te geven dat de woningmarkt niet overgewaardeerd is, maar de centrale bank is toch bezorgd over de zeer sterke toename van de schulden van de particulieren die gepaard is gegaan met de sterk stijgende woningprijs. Voor Spanje komen Martínez Pagés en Maza (2003) en Ayuso en Restoy (2003) zelfs tot de bevinding dat de prijs van een doorsnee woning in Spanje reeds in 2002 boven zijn evenwichtswaarde lag. De omvang van de geschatte overwaardering is sterk afhankelijk van het gebruikte model, maar de afwijking is in geen van de modellen ongewoon groot vanuit historisch perspectief. Dit neemt echter niet weg dat de economische impact van een eventuele correctie van de woningprijs significant kan zijn. Bij de inschatting van de risico's dient bovendien rekening te worden gehouden met het feit dat de hypothecaire rente in de toekomst waarschijnlijk niet dermate laag zal blijven. In de mate dat een stijging van de hypothecaire rente niet samenvalt met een voldoende sterke afkoeling van de woningprijs zou dat de betaalbaarheid van een doorsnee woning snel verminderen.

3.3 Het verloop van de woningprijs in België

In België vertraagde de jaarlijkse stijging van de woningprijsindex van 7,8 pct. in 2003 tot 6,8 pct. in 2004. Hoewel het groeitempo in 2004 hoger lag dan het gemiddelde van de voorgaande vijf jaar, lag het nog ver beneden de piekwaarden die bereikt werden in 1976 en 1977. Tijdens de jaren zeventig en tachtig kende de woningprijsindex in België veel grotere schommelingen dan daarna. Tijdens de eerste helft van de jaren zeventig nam het groeitempo van de woningprijs in België gestaag toe, wat culmineerde in stijgingen van gemiddeld meer dan 10 pct., zelfs na correctie voor inflatie, in de periode 1976-1978. Deze piek volgde niet toevallig op een periode van zeer hoge inflatie. Wellicht heeft die hoge inflatie heel wat particulieren er toen toe aangezet te investeren in vastgoed, gezien dit werd beschouwd als een goede verzekering tegen de geldontwaarding. Daarna volgde er een aanzienlijke correctie, mede veroorzaakt door een sterke stijging van de hypothecaire rente. Sedert 1990 schommelt de jaarlijkse groei van de woningprijs tussen 4 pct. en 9 pct.

GRAFIEK 5 VERLOOP VAN DE WONINGPRIJS IN BELGIË
(jaarlijkse veranderingspercentages, tenzij anders vermeld)



Bronnen: EC, OESO, Stadim, NBB.

(1) Procentuele afwijking van het gemiddelde peil van de periode 1970-2004.

(2) Gegevens gedeïnfleerd aan de hand van de deflator van de finale consumptieve bestedingen van de particulieren.

De voorbije 18 jaar zijn de woningprijzen in België systematisch sterker gestegen dan het beschikbare inkomen van de particulieren. Dit kan gedeeltelijk verklaard worden door de sterke vraag naar woningen als gevolg van de daling van de hypothecaire rente, maar ook de schaarste aan bouwgronden heeft ongetwijfeld bijgedragen tot een stijgende vraag naar bestaande woningen. De betaalbaarheid van een doorsnee woning verbeterde echter omdat de stijging van de woningprijs meer dan gecompenseerd werd door de aanzienlijke daling van de hypothecaire rente tijdens de jaren negentig. Aan het einde van de jaren negentig was een doorsnee woning zelfs beter betaalbaar dan in de jaren zeventig en tachtig, met uitzondering van de jaren 1986-1988. Sedertdien is de betaalbaarheid opnieuw lichtjes gedaald, maar in 2004 bevond ze zich nog steeds boven het gemiddelde peil van de periode 1970-2004. Van een overwaardering van de Belgische woningmarkt lijkt dan ook niet echt sprake te zijn.

Ook een vergelijking van het verloop van de huurprijs met dat van de afbetalingslast van een hypothecair krediet kan wijzen in de richting van een eventuele overwaardering van de woningmarkt in België. In de jaren zeventig en tachtig kende de verhouding tussen de huurprijs en de afbetalingslast vrij grote schommelingen, die vooral de ontwikkelingen in de woningprijs weerspiegelden⁽¹⁾. Na een sterke daling van deze verhouding tussen 1972 en 1980 volgde een aanzienlijke correctie in de daaropvolgende zeven jaar. Sedert 1990 schommelt de verhouding tussen de huurprijs en de afbetalingslast binnen een relatief smalle bandbreedte, hoewel ze de laatste jaren opnieuw is gedaald. In 2004 lag ze beneden het gemiddelde peil van de periode 1970-2004, wat er op wijst dat de huidige situatie niet geheel zonder risico is.

De betaalbaarheid van een woning zal bovendien vrij snel afnemen van zodra de hypothecaire rente begint te stijgen, tenzij dit zou leiden tot een aanzienlijke vertraging van het groeitempo van de woningprijsindex. De impact op de particuliere consumptie in België zal waarschijnlijk echter beperkt blijven. Ten eerste zijn er duidelijke grenzen gesteld aan de maximale rente-aanpassing van een hypothecair krediet met variabele rente, waardoor de stijging van de rentelasten voor de particulieren waarschijnlijk eerder beperkt zal blijven. Ten tweede vonden Eugène, Jeanfils en Robert (2003) voor België geen indicaties van een significant vermogenseffect van de woningprijs. Toch kan niet uitgesloten worden dat een stijging van de hypothecaire rente en een afkoeling van de woningprijzen negatieve economische gevolgen zullen hebben.

4. Activaprijzen en het monetaire beleid van het Eurosysteem

De Raad van bestuur van de ECB heeft een monetaire-beleidsstrategie goedgekeurd die gericht is op de middellange termijn en gekenmerkt wordt door een anticiperend optreden, gebaseerd op de analyse van alle beschikbare gegevens in een gestructureerd kader. Het verloop van de activaprijzen wordt derhalve aandachtig gevolgd en speelt een rol in het beslissingsproces, vanzelfsprekend zonder een doel op zich te zijn⁽²⁾.

Het analysekader van de risico's voor de prijsstabiliteit omvat een « economische » en een « monetaire » pijler. De economische analyse tracht de opwaartse en neerwaartse druk te beoordelen die op korte en middellange termijn op de prijzen wordt uitgeoefend door de wisselwerking tussen aanbod en vraag en door het kostenverloop. In de op geregelde tijdstippen opgestelde macro-economische projecties voor een periode van twee jaar wordt rekening gehouden met de « normale » effecten van het verloop van de activaprijzen, zoals de vermogenseffecten. De risico's die gepaard gaan met eventuele financiële onevenwichtigheden zijn moeilijker te integreren in de projecties, aangezien het niet makkelijk is de waarschijnlijkheid en de omvang ervan te bepalen.

De monetaire analyse moet vooral de risico's voor de prijsstabiliteit op middellange en lange termijn beoordelen. Oorspronkelijk werd de klemtoon gelegd op de groei van M3, als vooruitlopende indicator van inflatoire spanningen, aangezien er gedurende de periode 1980-1998 een vrij stabiele middellange-termijnrelatie werd opgetekend tussen M3 en de consumptieprijzen in het eurogebied. De zeer krachtige geldgroei tussen 2001 en 2003, die vooral het gevolg was van een sterk toegenomen voorkeur voor liquiditeiten in een periode van onzekerheid, heeft evenwel niet geleid tot inflatoire druk. Het lijkt geen twijfel dat de monetaire aggregaten meer en meer worden beïnvloed door portefeuilleherschikkingen en dat hun weerslag op de activiteit en de prijzen zich meer via de financiële markten doet gevoelen. Om die reden werd de monetaire analyse uitgebreid en verfijnd. In combinatie met indicatoren betreffende een overwaardering van de activaprijzen, maken een aantal indicatoren in verband met geld en krediet het mogelijk na te gaan in welke mate er een risico bestaat dat een expansief monetair beleid zou leiden tot een opeenhoping van financiële onevenwichtigheden.

(1) Doorgaans volgt de huurprijs de ontwikkelingen in de woningmarkt slechts met een aanzienlijke vertraging. Het merendeel van de huurprijzen in een bepaald jaar heeft immers betrekking op bestaande contracten en deze volgen enkel het verloop van de consumptieprijsindex. Gezien enkel de huurprijs van de nieuwe contracten kan worden aangepast aan de gewijzigde situatie op de woningmarkt, zullen enkel zeer sterke stijgingen van deze huurprijzen een impact uitoefenen op de totale huurprijsindex.

(2) Zie ECB (2005).

Wat het recente verloop van de activaprijzen betreft, lijken de aandelenkoersen in het eurogebied niet uitgesproken overgewaardeerd te zijn. In de Verenigde Staten lijkt de koers-winstverhouding vanuit historisch perspectief echter nog steeds hoog, ondanks de neerwaartse beweging van de afgelopen jaren. Een eventuele daling van de Amerikaanse aandelenkoersen zou de beurzen in het eurogebied kunnen beïnvloeden. De schommelingen in de woningprijzen zijn over het algemeen minder omvangrijk, maar kunnen schadelijker zijn. De gemiddelde stijging van de woningprijzen in het eurogebied lijkt niet buitensporig, maar er bestaat een aanzienlijk verschil tussen Duitsland, waar de prijzen dalen, en landen als Spanje, Frankrijk en Ierland, waar ze krachtig stijgen. In deze laatste landen kan de prijsstijging vooral worden verklaard door fundamentele factoren. Een daarvan is evenwel het lage rentepercentage, dat weliswaar gedeeltelijk structureel is – aangezien het vanwege de geloofwaardigheid van het Eurosysteem onwaarschijnlijk is dat de rente terugkeert naar het peil

dat werd opgetekend in de jaren tachtig en het begin van de jaren negentig – maar dat wellicht ook gedeeltelijk van voorbijgaande aard is.

Voor de Raad van Bestuur van de ECB is er dus weinig reden om het monetaire beleid te verstrakken om enkel en alleen een financiële zeepbel tegen te houden. De Raad blijft echter waakzaam met betrekking tot de gevolgen van het behoud van een lage rente voor de liquiditeit, de kredieten en de activaprijzen, vooral de woningprijzen. Aangezien het gemeenschappelijke monetaire beleid niet kan worden gebruikt om nationale problemen op te lossen, kunnen specifieke ontwikkelingen van de woningprijzen in een aantal landen, indien ze als buitensporig worden beschouwd, eveneens worden bestreden door maatregelen van de nationale overheden. Zo kan het woningaanbod worden uitgebreid of kunnen de fiscale regels die de vraag stimuleren worden gewijzigd.

Bibliografie

Ayuso J. en F. Restoy (2003), *House prices and rents: An equilibrium asset pricing approach*, Banco de España, working paper 0304.

Baugnet V., D. Cornille en M. Druant (2003), « De Belgische woningmarkt vanuit een Europees perspectief », *Economisch Tijdschrift van de Nationale Bank van België*, 2de kwartaal, 37-53.

Bessone A.-J., B. Heitz en J. Boissinot (2005), « Are we seeing a bubble on the French housing market ? », *Conjoncture in France*, maart, 9-16.

Bisciari P., A. Durré en A. Nyssens (2003), *Stock market valuation in the United States*, NBB, working paper 41.

Bordo M. D. en O. Jeanne (2002), « Monetary policy and asset prices: Does "benign neglect" make sense ? », *International Finance*, 5 (2), 139-164.

Bordo M. D. en C. Wheelock (2004), « Monetary policy and asset prices: A look back at past U.S. stock market booms », *Federal Reserve of St. Louis Review*, 86 (6), 19-44.

Borio C. en Ph. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, BIS, working paper 114.

Borio C. en Ph. Lowe (2003), « Monetary policy: A subtle paradigm shift », *World Economics*, 4 (2), 103-119.

Catte P., N. Girouard, R. Price en C. André (2004), « The contribution of housing markets to cyclical resilience », *OECD Economic Studies*, 38.

Central Bank & Financial Services Authority of Ireland (2004), *Financial stability report 2004*, 51-73.

Detken C. en F. Smets (2004), *Asset price booms and monetary policy*, ECB, working paper 364.

ECB (2003), *Structural factors in the EU housing markets*, Frankfurt am Main.

ECB (2005), « Asset price bubbles and monetary policy », *Monthly Bulletin*, april, 47-60.

Eugène B., Ph. Jeanfils en B. Robert (2003), *La consommation privée en Belgique*, NBB, working paper 39.

Goodfriend M. (2000), *Financial stability, deflation and monetary policy*, IMES, discussion paper 2000-E-27.

Gordon M. J. en E. Shapiro (1956), « Capital equipment analysis: The required rate of profit », *Management Science*, 3 (1), 102-110.

Hunter W. C., G. G. Kaufman en M. Pomerleano (eds) (2002), *Asset price bubbles: The implications for monetary, regulatory and international policies*, MIT Press, Cambridge.

Kindleberger Ch. P. (1996), *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*, 3de editie, Macmillan Press, London.

Martínez Pagés J. en L. A. Maza (2003), *Analysis of house prices in Spain*, Banco de España, working paper 0307.

McGrattan E. R. en E. C. Prescott (2004), « The stock market: Irving Fisher was right », *International Economic Review*, 45 (4), 991-1009.

- McQuinn K. (2004), *A model of the Irish housing sector*, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, research technical paper 1/RT/04.
- Mishkin F. S. (2001), *The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy*, NBER, working paper 8617.
- Moëc G. (2004), « Y-a-t-il un risque de bulle immobilière en France ? », *Bulletin de la Banque de France*, 129, 45-59.
- Shiller R. J. (2000), *Irrational exuberance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Stiglitz J. E. (1990), « Symposium on bubbles », *Journal of Economic Perspectives*, 4 (2), 13-18.
- Tobin J. (1969), « A general equilibrium approach to monetary theory », *Journal of Money, Credit and Banking*, 1 (1), 15-29.
- Wibaut Q. (2000), *Politique monétaire et prix des actifs : Le cas des États-Unis*, NBB, working paper 11.