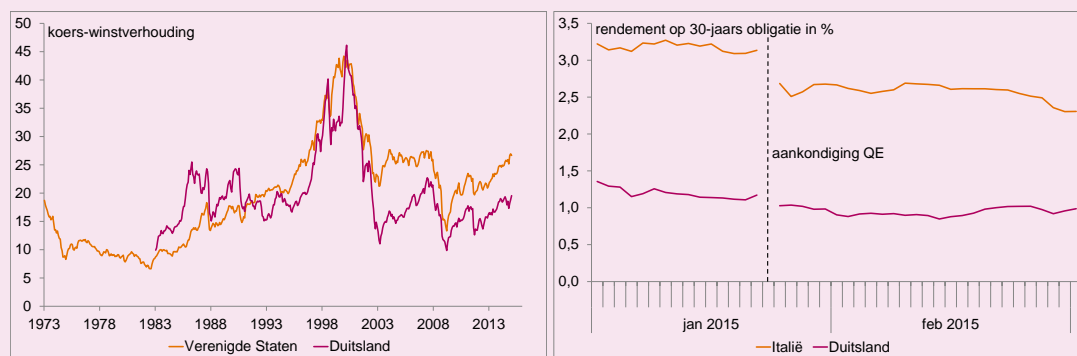


Sterk stijgende activaprijzen

Activaprijzen nemen al geruime tijd snel toe. De aandelenkoersen in de Verenigde Staten en Europa bereiken recordhoogtes, in de VS liggen de koersen zelfs ruim boven de piek van voor de crisis. De kapitaalmarktrentes zakken tegelijkertijd naar een zeer laag niveau, waardoor de prijzen van staats- en bedrijfsobligaties zeer hoog zijn. Wat verklaart de sterke stijging van activaprijzen?

De onderliggende economische fundamentele zijn geen voldoende verklaring voor de forse stijging van aandelenkoersen. Zeker voor Europa geldt dat de economie nog herstellende is van de crisis en een lage groei vertoont. In de VS is de groei inmiddels weer aangetrokken, maar is het verschil tussen ontwikkeling van de aandelenkoersen en de reële economie opvallend groot. Sinds 2008 is de S&P 500 met ongeveer 50% gestegen, terwijl het bbp per capita in dezelfde periode met 10% steeg. Ook stijgen de aandelenkoersen in de VS en Duitsland sterker dan de onderliggende winsten (figuur links).

Koers-winstverhouding neemt toe in VS en Duitsland (links); rendement op staatsobligaties daalt na aankondiging QE (rechts)



De koersstijgingen op aandelenmarkten en teruglopende rentes op bedrijfsobligaties vallen samen met een periode van monetaire verruiming. In de VS en het VK betreft dit vooral kwantitatieve verruiming (QE) en in Europa verschillende opkoopprogramma's en anticipatie op QE door de ECB. Het effect van monetaire verruiming op de prijzen van vermogenstitels loopt volgens de economische theorie langs het portfolio-substitutiekanaal. Met de opbrengsten van de verkoop van staatsobligaties aan de centrale bank zal een deel van de investeerders, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, alternatieve langlopende vermogenstitels – zoals bedrijfsobligaties en aandelen – kopen. Bij gelijkblijvende totale vraag naar langlopende vermogenstitels en een afnemend aanbod zal de lange rente dalen. De vraag naar alternatieve langlopende vermogenstitels als bedrijfsobligaties en aandelen zal toenemen en dat kan een opwaarts effect hebben op de prijzen van deze vermogenstitels (a).

Empirisch onderzoek geeft geen eenduidig beeld van de prijseffecten van QE op vermogenstitels (b). Het scheiden van de effecten van QE en van andere factoren op aandelenrendementen en rentes op staats- en bedrijfsobligaties is bijzonder lastig. Verschillende studies voor de VS en het VK laten zien dat rendementen (*yields*) op staatsobligaties afnemen als gevolg van de QE-programma's (a). Bovenstaande figuur (rechts) suggereert een dergelijk effect van de aankondiging van QE door de ECB. De rente op Italiaanse staatsobligaties daalt sterker dan die op Duitse; de beloning voor risico lijkt af te nemen. De verbetering van de economische fundamentele en QE spelen beide een rol bij de sterk stijgende activaprijzen, maar daarnaast zou sprake kunnen zijn van een toenemende ontkoppeling tussen activaprijzen en reële economische ontwikkelingen.

(a) Joyce, M., D. Miles, A. Scott en D. Vayanos, 2012, Quantitative easing and unconventional monetary policy – an introduction, *Economic Journal*, 122, F271-F288.

(b) Martin, C., C. Milas, 2012, Quantitative easing: a skeptical survey, *Oxford Review of Economic Policy*, 28 (4), 750-764.